

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

FELIPE ANDRÉ STEIN

**IMPACTOS DA RESTRIÇÃO FINANCEIRA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE
NO PAGAMENTO DE JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO**

SÃO LEOPOLDO

2013

Felipe André Stein

**IMPACTOS DA RESTRIÇÃO FINANCEIRA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE
NO PAGAMENTO DE JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO**

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.

Área de concentração: Controladoria e Finanças

Orientador: Prof. Dr. João Zani

São Leopoldo

2013

Ficha catalográfica

S819i Stein, Felipe André

Impactos da restrição financeira e estrutura de propriedade no pagamento de juros sobre o capital próprio. / por Felipe André Stein. – 2013. 127f.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Instituto de Ciências Econômicas, Administrativas e Contábeis, 2013. “Orientação: Prof. Dr. João Zani, Ciências Econômicas,”.

1. Contabilidade gerencial. 2. Contabilidade – Teoria – Restrição. 3. Empresas – Governança corporativa – Estrutura de propriedade. 4. Capital financeiro – Juros sobre o capital próprio. I. Título.

CDU 658.15

Catálogo na Publicação:

Bibliotecária: Carla Inês Costa dos Santos. - CRB 10/973

Felipe André Stein

**IMPACTOS DA RESTRIÇÃO FINANCEIRA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE
NO PAGAMENTO DE JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO**

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.

Aprovado em 26 de Fevereiro de 2013.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura – Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini – Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS

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

Orientador: Prof. Dr. João Zani

Visto e permitida a impressão

São Leopoldo, 21 de março de 2013.

Prof^ª. Dr^ª. Clea Beatriz Macagnan
Coordenadora Executiva PPG em Ciências Contábeis.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pelo que sou e tenho.

Aos meus pais pelo grande apoio que sempre tive.

À Karin, pelo amor, paciência, compreensão e apoio durante a realização dos créditos do curso e na realização deste trabalho.

Aos meus amigos e familiares que entenderam e me apoiaram nesta etapa.

Aos amigos e colegas da UNISINOS que pela união deixou este período mais brando.

Aos Professores da UNISINOS, ao meu orientador Professor João Zani e em especial ao Professor Márcio Telles Portal, pelo apoio, amizade e imensa sabedoria que contribuíram para a construção desta Dissertação.

Muito Obrigado a todos!!!

RESUMO

Este estudo teve como objetivo buscar evidências de como as restrições financeiras e a estrutura de propriedade das empresas afetam o pagamento de juros sobre o capital próprio. Para tanto, este estudo teve como base um painel de dados não balanceado, com informações de 399 empresas não financeiras com ações listadas na BM&F BOVESPA entre o período de 2000 e 2009, totalizando 2139 observações. Foram testadas diferentes variáveis em diversas estimações pelos Modelos *Probit* e *Tobit*. Os critérios utilizados para a classificação das empresas como restritas ou irrestritas foi a emissão de *American Depositary Receipt* (ADR), tamanho e nível de governança corporativa. Os resultados das estimações realizadas sem considerar o estado de restrição financeira apontam que o pagamento de juros sobre o capital próprio (JSCP) é determinado pela lucratividade e pelas reservas de lucro das empresas. A depreciação apresenta sensibilidade significativa e positiva com o pagamento de JSCP, mostrando que essas providências são complementares no planejamento tributário das empresas. E surpreendentemente, o pagamento de JSCP não é influenciado pela estrutura de propriedade. Nas estimações onde a amostra é classificada de acordo com os critérios de restrição financeira (restrita ou irrestrita), como previsto pela teoria, as empresas restritas têm maior dependência de seus lucros para o pagamento de JSCP. Todavia, proporcionalmente ao lucro, as empresas restritas pagam mais JSCP do que as irrestritas. Por fim, o grupo de empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam sensibilidade significativa e positiva ao pagamento de JSCP, indiferentemente da natureza jurídica do recebedor. Desta forma, este foi o único grupo de empresas no qual a estrutura de propriedade apresentou relação positiva e significativa com o JSCP. Este estudo apresenta, também, uma grande contribuição aos estudos sobre o pagamento de juros sobre o capital próprio no Brasil, visto seu ineditismo da aplicação dos efeitos das restrições financeiras e da estrutura de propriedade sobre o pagamento de JSCP.

Palavras-chave: Restrição financeira. Estrutura de propriedade. Juros sobre o capital próprio.

ABSTRACT

This study aimed to find evidence of how financial constraints and ownership structure affect the payment of interest on capital. Therefore, it was used as a base, an unbalanced panel data with information from 399 non-financial companies with shares listed on the BM&F BOVESPA between 2000 and 2009, totaling 2139 observations. We tested different variables in different estimates for Probit and Tobit models. The criteria used for the classification of companies as restricted or unrestricted were: American Depositary Receipt (ADR), size and level of corporate governance. The results, carried out without considering the state of financial constraint, indicate that the payment of interest on equity is determined by profitability and profit reserves. Depreciation has a significant and positive sensitivity to the payment of interest on equity, showing that these tools are complementary in tax planning. And surprisingly, the payment of interest on equity is not influenced by the ownership structure. Next, in the estimates where the sample is classified according to the criteria of financial constraint (restricted or unrestricted), as predicted by theory, companies are more dependent of its profits to pay interest on equity. However, in proportion to earnings, restricted companies pay more interest on equity than unrestricted. Finally, the group of companies with the best corporate governance practices have significant and positive sensitivity to the payment of interest on equity, regardless of the legal nature of the recipient. Thus, this was the only group of companies in which the ownership structure had positive and significant relationship with the interest on equity payment. This study also presents a large contribution to studies that aims understand the interest on equity payment in Brazil, given its unprecedented nature of the application of the effects of financial constraints and ownership structure on the payment of interest on capital.

Keywords: *Financial constraint. Ownership structure. Interest on equity.*

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Comparativo das evidências empíricas favoráveis e contrárias às teorias do <i>trade-off</i> e <i>pecking order</i> no Brasil.....	29
Quadro 2 - Estudos sobre a teoria da estrutura de capital no Brasil.....	30

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - <i>Trade off</i> e o valor da empresa.....	23
Figura 2 - Efeitos das fricções financeiras sobre o crédito.....	40
Figura 3 - Processo de classificação e definição das variáveis de estrutura de propriedade.....	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Cálculo dos juros sobre o capital próprio.....	38
Tabela 2 - Critérios para a elegibilidade e cálculo do máximo de JSCP.....	49
Tabela 3 - Matriz Correlação entre os critérios de restrição financeira.....	53
Tabela 4 - Resumo e Motivação das variáveis utilizadas no estudo.....	59
Tabela 5 - Estatísticas descritivas da amostra total, da subamostra quanto ao estado de restrição financeira, da subamostra das empresas que poderiam pagar o máximo de JSCP e da relação entre as empresas que pagam JSCP com as que poderiam pagar o máximo.....	66
Tabela 6 - Estatísticas descritivas: JSCP nos critérios do estado de restrição financeira.....	71
Tabela 7 - Propensão ao pagamento de JSCP.....	74
Tabela 8 - Estimativas do montante pago e da propensão ao pagamento de JSCP.....	77
Tabela 9 - Estimativas do montante de JSCP pago: variáveis substitutas.....	78
Tabela 10 - Número de observações por critério e condição financeira.....	80
Tabela 11 - Propensão ao pagamento de JSCP sob o critério ADR de restrição financeira.....	81
Tabela 12 - Razão entre o montante pago de JSCP e o ativo total sob o critério ADR.....	82
Tabela 13 - Razão entre o montante pago de JSCP e os proventos pagos sob o critério ADR.....	82
Tabela 14 - Razão entre o montante pago de JSCP e o Ebitda sob o critério ADR.....	83
Tabela 15 - Razão entre o montante pago de JSCP e o máximo permitido sob o critério ADR.....	83
Tabela 16 - Pagamento de JSCP e critério de restrição Tamanho.....	86
Tabela 17 - Razão entre o montante pago de JSCP e o ativo total sob o critério Tamanho.....	87
Tabela 18 - Razão entre o montante pago de JSCP e os proventos totais sob o critério Tamanho.....	87
Tabela 19 - Razão entre o montante pago de JSCP e o Ebitda sob o critério Tamanho.....	88
Tabela 20 - Razão entre o montante pago de JSCP e o máximo permitido sob o critério Tamanho.....	88
Tabela 21 - Propensão ao pagamento de JSCP sob o critério Governança Corporativa.....	90
Tabela 22 - Razão entre o montante pago de JSCP e o ativo sob o critério Governança Corporativa.....	91
Tabela 23 - Razão entre o montante pago de JSCP e os proventos sob o critério Governança Corporativa.....	92
Tabela 24 - Razão entre o montante pago de JSCP e o Ebitda sob o critério Governança Corporativa.....	94
Tabela 25 - Razão entre o montante pago de JSCP e o máximo permitido sob o critério Governança Corporativa.....	95

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

JSCP	Juros sobre o capital próprio
EBITDA	Earnings Before Interest, Depreciation and Amortization
ADR	American Depositary Receipt
NYSE	New York Security Exchange
IR	Imposto de renda
CSSL	Contribuição sobre o lucro líquido
SEC	Security Exchange Commission
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
BOVESPA	BM&F Bovespa
IAN	Informações Anuais

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	14
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA.....	14
1.2 OBJETIVOS.....	17
1.2.1 Objetivo geral.....	17
1.3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA.....	17
1.4 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO.....	18
1.5 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO.....	19
1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO.....	19
2 REVISÃO DA LITERATURA.....	20
2.1 CONTEXTO TEÓRICO.....	20
2.2 A ESTRUTURA DE CAPITAL.....	21
2.2.1 Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital de Modigliani e Miller.....	22
2.3 <i>STATIC TRADE OFF</i>	22
2.3.1 Endividamento e impostos sob a luz da teoria do <i>trade of</i>.....	24
2.3.2 Endividamento x custo das dificuldades financeiras.....	26
2.3.2.1 Custos diretos e indiretos.....	26
2.4 BENEFÍCIOS DO ENDIVIDAMENTO.....	27
2.5 <i>STATIC TRADE OFF</i> E <i>PECKING ORDER</i> : estudos no Brasil.....	28
2.6 ASPECTOS TRIBUTÁRIOS DO CÓDIGO FISCAL BRASILEIRO.....	32
2.6.1 Empresas de capital aberto.....	32
2.6.1.1 Lucro Real.....	32
2.6.1.2 Incidência dos encargos tributários.....	33
2.7 JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO (JSCP).....	34
2.7.1 Valor da empresa e o JSCP.....	35
2.7.2 Evidências empíricas dos JSCP.....	38
2.8 RESTRIÇÃO FINANCEIRA E AS DECISÕES DE INVESTIMENTO.....	39
2.8.1 Fundos internos versus fundos externos.....	41
2.9 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE.....	46
3 ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	48

3.1 COLETA DE DADOS E DEFINIÇÃO DA AMOSTRA.....	48
3.2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE.....	50
3.3 CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS DE ACORDO OS CRITÉRIO DE RESTRIÇÃO FINANCEIRA.....	51
3.3.1 Definição das variáveis para captação do estado de restrição financeira.....	52
3.3.1.1 Emissores de ADR.....	52
3.3.1.2 Tamanho.....	52
3.3.1.3 Governança Corporativa.....	53
3.3.2 Correlação entre os critérios.....	53
3.4 MODELO EMPÍRICO.....	54
3.5 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	55
3.5.1 Variáveis dependentes.....	55
3.5.2 Variáveis Explicativas.....	55
3.6 REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL.....	61
3.6.1 O Modelo <i>Probit</i>.....	62
3.6.2 O Modelo <i>Tobit</i>.....	63
3.7 TESTE DE WALD.....	63
4 RESULTADOS.....	64
4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS.....	64
4.2 RESULTADOS DAS REGRESSÕES.....	74
4.2.1 Propensão ao Pagamento de JSCP.....	74
4.2.2 Efeitos da restrição financeira sobre o pagamento de JSCP.....	80
4.2.2.1 Estimativas da propensão ao pagamento de JSCP sob o critério ADR.....	80
4.2.2.2 Estimativas da montante pago de JSCP sob o critério ADR.....	81
4.2.2.3 Estimativas da propensão do pagamento de JSCP sob o critério tamanho.....	85
4.2.2.4 Estimativas sob o critério governança corporativa.....	89
4.3 COMPARATIVO ENTRE OS OBJETIVOS PROPOSTOS E OS RESULTADOS ENCONTRADOS.....	96
4.3.1 Resposta ao problema de pesquisa e às hipóteses	98
4.4 COMPARATIVO ENTRE ESTUDOS ANTERIORES E RESULTADOS ENCONTRADOS.....	99
4.4.1 Resultados iniciais: Propensão e Montante de JSCP.....	99
4.4.2 Propensão e Montante de JSCP dentre os critérios de restrição de acordo com a condição financeira.....	101
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	102
5.1 Sugestões para futuras pesquisas	103

REFERÊNCIAS.....	104
APÊNDICES.....	110
APÊNDICE A1 - PROPENSÃO AO PAGAMENTO DE JSCP SOB O CRITÉRIO ADR.....	111
APÊNDICE A2 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE DE JSCP PAGOS E O ATIVO SOB O CRITÉRIO ADR.....	112
APÊNDICE A3 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE DE JSCP PAGOS E OS PROVENTOS TOTAIS SOB O CRITÉRIO ADR.....	113
APÊNDICE A4 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE DE JSCP PAGOS E O EBITDA SOB O CRITÉRIO ADR.....	114
APÊNDICE A5 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE DE JSCP PAGOS E O MÁXIMO PERMITIDO SOB O CRITÉRIO ADR.....	115
APÊNDICE B1 - PROPENSÃO AO PAGAMENTO DE JSCP SOB O CRITÉRIO TAMANHO.....	116
APÊNDICE B2 - RAZÃO ENTRE O PAGAMENTO DE JSCP E O ATIVO SOB O CRITÉRIO TAMANHO	117
APÊNDICE B3 - RAZÃO ENTRE O PAGAMENTO DE JSCP E OS PROVENTOS TOTAIS SOB O CRITÉRIO TAMANHO.....	118
APÊNDICE B4 - RAZÃO ENTRE O PAGAMENTO DE JSCP E O EBITDA SOB O CRITÉRIO TAMANHO	119
APÊNDICE B5 - RAZÃO ENTRE O PAGAMENTO DE JSCP E O MÁXIMO PERMITIDO SOB O CRITÉRIO TAMANHO.....	120
APÊNDICE C1 - PROPENSÃO AO PAGAMENTO DE JSCP SOB O CRITÉRIO GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	121
APÊNDICE C2 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE PAGO DE JSCP E O ATIVO SOB O CRITÉRIO GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	122
APÊNDICE C3 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE PAGO DE JSCP E OS PROVENTOS SOB O CRITÉRIO GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	123
APÊNDICE C4 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE PAGO DE JSCP E O EBITDA SOB O CRITÉRIO GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	124
APÊNDICE C5 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE PAGO DE JSCP E O MÁXIMO PERMITIDO SOB O CRITÉRIO GOVERNANÇA CORPORATIVA..	125
ANEXOS	126
ANEXO A – LEI 9.249-95.....	127

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo, é apresentada uma breve contextualização do tema de estudo, problema de pesquisa, bem como, os objetivos, as hipóteses de pesquisa, as delimitações, a relevância do estudo e a estrutura da dissertação.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E DEFINIÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

A forma como as empresas financiam seus ativos determina sua estrutura de capital, ou seja, a proporção de capital próprio e de terceiros. Esse tema é polêmico, pois não há consenso entre a exata proporção de capital próprio e de terceiros para a maximização do valor da empresa sob este aspecto.

Modigliani e Miller (1958, 1963) desenvolveram seu teorema baseados em um mercado perfeito, concluindo que não existe uma estrutura de capital ótima para empresas que atuam em mercados eficientes e com concorrência perfeita. Suas conclusões fundamentam-se nos seguintes pressupostos: a) Proposição I: um ambiente livre de impostos, de custos de transação e da possibilidade de inadimplência. Os estudiosos concluíram que o valor da empresa não é afetado pela escolha da estrutura de capital, pois o acesso ao crédito é igual e não há custos de transações. b) Proposição II: onde os impostos também não são considerados, o valor da empresa também não é alterado, pois o ganho fiscal com o endividamento é compensado pelo aumento do custo do capital próprio, devido ao risco que o capital de terceiros representa sobre o capital próprio.

Com essa grande contribuição de Modigliani e Miller, os estudos sobre a estrutura de capital tornaram-se ainda mais ricos. Myers (1984) iniciou seu artigo com a pergunta "*How do firms choose their capital structures?*" e ele mesmo respondeu "*We don't know.*"

Nas últimas décadas, muitas pesquisas foram realizadas na área. Autores como, Myers (1984), Myers e Majluf (1984), Mackie-Mason (1990), Graham (1996, 2000), Fama e French (2002) apontam benefícios e dificuldades que o endividamento pode trazer às empresas, os quais implicam um *trade off*. Essa teoria sugere que as empresas ponderam o uso de capital próprio e capital de terceiros, baseadas nos benefícios fiscais e no custo das dificuldades financeiras. Myers (2003, p.226) afirma que "os custos de dificuldades financeiras são incorridos quando a ameaça ou ocorrência de inadimplência reduz o valor de mercado dos ativos da empresa, operações ou oportunidades de crescimento." Neste caso, a probabilidade

de incorrer em custos com dificuldades financeiras somente aconteceria se a empresa não cumprisse seus compromissos.

No entanto, considerando a obtenção de benefícios fiscais, percebe-se que a dívida aumenta o valor da empresa através da dedutibilidade fiscal dos juros, ou seja, os juros são descontados do lucro tributável, reduzindo o montante sobre o qual os impostos incidem. Nesse caso, diminui o desembolso da empresa e, conseqüentemente, o retorno dos acionistas aumenta.

No Brasil existe a peculiaridade de os Juros sobre o Capital Próprio (doravante JSCP) serem uma alternativa para a distribuição de lucros. A legislação permite que as empresas deduzam da base cálculo do imposto de renda da pessoa jurídica (IRPJ) e da contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL) os juros pagos ou creditados individualmente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculado sobre o valor do patrimônio líquido do último ano-calendário, sendo ajustado e limitado à variação *pro rata*, dia da taxa de juros de longo prazo (TJLP). A dedutibilidade da remuneração do capital próprio investido é um incentivo às empresas para que aumentem a distribuição de lucros. Entretanto, no Brasil, a carga tributária e o custo do dinheiro são altos, se comparados com outras economias. Desta forma, as restrições financeiras impactam diretamente na política de distribuição de lucros. Martins (2010) encontrou evidências que corroboram o argumento acima: 42% da amostra usam subterfúgios legais para reduzir a distribuição de lucros, o que assegura um *payout* abaixo do mínimo previsto pelo estatuto.

Por outro lado, existem duas partes em se tratando de JSCP: a do pagador (empresa); e do beneficiário (investidor). Como visto acima, a empresa tem benefícios fiscais com o pagamento de JSCP; no caso do investidor, nem sempre é assim. O beneficiário sofre com alíquotas de impostos, que são dependentes da natureza jurídica do investidor; ou seja, algumas classes de investidores se beneficiam com o recebimento dos lucros sob a forma de JSCP e outras, não.

Comprovado por diversos estudos, (DECOURT, 2009; COLOMBO & TERRA, 2011; BOULTON, BRAGA-ALVES & SHASTRI, 2012), o pagamento de juros sobre o capital próprio é distinto entre as empresas, isto é, algumas pagam; outras, não; e, ainda, outras pagam o máximo ou próximo do máximo permitido pela legislação. Essas são diferenças ainda não estudadas com maior profundidade. Neste estudo são inseridas duas novas variáveis como possíveis determinantes do pagamento de JSCP: a estrutura de propriedade e a restrição financeira. A legislação dos JSCP fundamenta a inserção da estrutura de propriedade como possível determinante do pagamento dos JSCP, visto que existem alíquotas diferenciadas para

as classes de acionistas. Pessoa física e entidades associativas de investidores são tributadas com alíquota de 15%; enquanto pessoa jurídica, além dos 15%, tem um adicional 9,25% (receitas financeiras). Sob o ponto de vista da empresa pagadora, 100% do valor pago de JSCP podem ser abatidos da base de cálculo do imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido, proporcionando um benefício tributário que conseqüentemente gera valor à empresa.

Conforme os resultados encontrados por Truong & Heaney (2007), a concentração acionária interfere diretamente na distribuição dos lucros devido aos problemas de agência entre acionistas minoritários e majoritários. Quanto menor a concentração acionária, maior o volume de lucros distribuídos, com dupla vantagem aos acionistas: a redução da probabilidade de superinvestimento, pois os gestores selecionariam melhor os investimentos; e uma redução dos custos de monitoramento.

Diversos estudos têm sido publicados sobre o tema. Cita-se La Porta et al. (1998); La Porta et al. (2000); Truong e Heaney (2007). La Porta et al. (1998), ao investigar a influência do sistema legal sobre a proteção dos investidores, chegaram à conclusão de que em países sob a influência do direito civil francês, no caso o Brasil, há fraca proteção legal aos investidores, que motiva uma alta concentração acionária como forma de defesa dos acionistas. Essa situação pode levar a um estado de expropriação de propriedade, quando os acionistas majoritários agem em favor próprio, independentemente dos interesses dos acionistas minoritários. Uma ferramenta imposta pela legislação é a distribuição mínima obrigatória de 25% do lucro aos acionistas, a qual reduz o risco de expropriação por parte dos acionistas majoritários. Contudo, por outro lado, reduz o fluxo de caixa da empresa e aumenta a necessidade de financiamento externo, o que leva à terceira variável estudada neste trabalho: as restrições financeiras.

Evidências de assimetria informacional (Myers e Majluf, 1984) e problemas de agência (Jensen e Meckling, 1976) são apontados como características de restrições financeiras, os quais seriam os possíveis causadores do aumento dos custos dos fundos externos em relação aos fundos internos. Alguns estudos analisam a relação entre imperfeições de mercado e o investimento. Nesse sentido, citam-se Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), como um marco nos estudos sobre o diferencial entre os custos dos fundos internos e externos. Hubbard (1998) realiza uma extensa revisão da literatura sobre a relação entre restrições financeiras e os determinantes do investimento. Almeida, Campello e Weisbach (2004) inserem os aspectos da política de caixa nessa discussão. Almeida e Campello (2010), que verificam a relação entre as fricções financeiras e a substitutividade

entre fundos internos e externos, evidenciam que a relação negativa entre lucros e demanda por dívida é decorrente da endogeneidade do investimento. Não como argumento favorável à teoria do *pecking order*; Portal, Zani e Schönerwald (2012) replicam o estudo de Almeida e Campello (2010) no Brasil, cujos resultados correspondem aos achados dos autores.

Nesse sentido, o objetivo deste trabalho é entender como a relação entre a estrutura de propriedade e a restrição financeira afeta o montante de juros sobre o capital próprio pagos aos acionistas. Para tanto, busca-se responder à seguinte pergunta:

A estrutura de propriedade e as restrições financeiras afetam o pagamento de juros sobre o capital próprio?

1.2 OBJETIVOS

A seguir, é apresentado o objetivo geral desta pesquisa.

1.2.1 Objetivo geral

Buscar evidências empíricas de como a restrição financeira e a estrutura de propriedade das empresas afetam o pagamento de juros sobre o capital próprio.

1.3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

As empresas dependem de financiamento interno ou externo para realizar projetos lucrativos. Quando não há fundos internos suficientes, a empresa busca fundos externos; portanto, cria-se uma relação de complementaridade entre as fontes de financiamento. Estudos empíricos comprovam essa relação. Autores como Almeida, Campello e Weisbach (2004); Almeida e Campello (2010); Portal, Zani e Schönerwald (2012) também apontam diferenças no acesso e de custos do crédito, sendo considerados como sinais de restrições financeiras. Existem empresas que sofrem maiores restrições às fontes externas do que outras. Portanto, há dois grupos de empresas: as financeiramente restritas e as financeiramente irrestritas. Existem características peculiares a cada estado de restrição financeira: há empresas que enfrentam maiores restrições, das quais é esperada maior retenção de lucros para financiar seus projetos. Por outro lado, espera-se que empresas irrestritas, devido ao maior acesso ao crédito, tenham níveis de *payout* maiores, o que configura a primeira hipótese:

H₁: Empresas financeiramente restritas pagam menos juros sobre o capital próprio em relação às empresas financeiramente irrestritas;

Dado o potencial risco de interesses conflitantes entre os acionistas, a segunda hipótese busca verificar a relação entre a estrutura de propriedade e o montante pago de JSCP. A estrutura de propriedade é definida pela natureza jurídica do acionista controlador e a concentração de propriedade na empresa. Visto que a legislação sobre a distribuição de JSCP prevê tratamento diferenciado das alíquotas que incidem sobre a natureza jurídica do recebedor de JSCP, algumas classes de acionistas controladores poderiam agir em busca de benefícios próprios, em detrimento dos acionistas minoritários. Colombo e Terra (2011) apontam uma relação positiva entre a natureza jurídica e a propensão e o montante pago de JSCP, afirmando que a presença de investidores institucionais no controle da empresa aumenta significativamente o pagamento de JSCP. Buscando entender essa relação, a segunda hipótese se configura da seguinte forma:

H₂: A natureza jurídica do acionista controlador e seu percentual de ações com direito a voto interferem na propensão e montante de JSCP pagos;

A terceira hipótese busca relacionar as duas hipóteses anteriores. Devido ao menor acesso ao crédito acrescentado à maiores taxas de juros, as restrições financeiras obrigam as empresas a reter lucros para realizar investimentos lucrativos. Ainda, como apresetado por Colombo e Terra (2011) as diferenças no montante de JSCP pagos podem ser atribuídas à características da estrutura de propriedade das empresas. Neste sentido, a terceira hipótese apresenta-se como:

H₃: O pagamento de JSCP tem relação positiva com a maior concentração acionária e relação negativa nas empresas financeiramente restritas.

1.4 JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO ESTUDO

Tema de diversos estudos em diferentes áreas, os juros sobre o capital próprio (JSCP) amplia o leque de despesas passíveis à dedução da base de cálculo do imposto de renda e contribuição social (NESS JR. e ZANI, 2001). Desta forma criando um incentivo fiscal, mas por outro lado, o caixa é reduzido e informações podem ser passadas aos investidores (BOULTON, BRAGA-ALVES e SHASTRI, 2012). Esse fato nos remete a possíveis problemas de agência entre acionistas e gestores, acionista minoritários e majoritários; e até mesmo entender por que pagar? E quanto pagar?

Desta forma, este estudo inova, relacionando a propensão e o montante do pagamento de JSCP com a natureza jurídica do recebedor e seu *status* financeiro. Os resultados de

Colombo e Terra (2011) sugerem que certas naturezas jurídicas do recebedor, o tamanho, lucratividade, governança corporativa e oportunidades de investimento influenciam positivamente no pagamento de JSCP. Agora, considerando que as restrições financeiras afetem o caixa das empresas, as empresas financeiramente restritas retêm mais caixa do que as irrestritas, sendo esta condição agravada em períodos macroeconômicos negativos (ALMEIDA, CAMPELLO e WEISBACH, 2004).

Neste sentido, percebe-se a importância de identificar os fatores que influenciam no pagamento de JSCP e também como o mesmo acontece nos dois grupos financeiramente opostos. Cria-se, também, uma nova perspectiva sobre o tema JSCP, cruzando fronteiras e tornando mais clara uma parte da política de distribuição de lucros das empresas.

1.5 DELIMITAÇÕES DO ESTUDO

A pesquisa abrange empresas brasileiras não financeiras com ações listadas na BM&F Bovespa e que poderiam obter benefícios com o pagamento de juros sobre o capital próprio.

O período compreendido pelo estudo limita-se aos anos de 2000 a 2009, visto que, 2009 é o último ano que a base de dados Economática[®] possui informações sobre o pagamento de JSCP. Apesar de sofrer com a indisponibilidade de dados nos anos de 2010 e 2011, ainda assim, o estudo é composto por uma robusta amostra dentro de um período de 10 anos.

1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Além desta constextualização do primeiro capítulo, a dissertação dividi-se em mais quatro capítulos. O segundo capítulo expõe um breve resumo das teorias financeiras acerca da estrutura de capital, restrição financeira, estrutura de propriedade e o juros sobre o capital próprio. No terceiro capítulo, encontra-se a metodologia utilizada nesta pesquisa, onde se descrevem os procedimentos da construção da base de dados, cálculo do máximo de JSCP que uma empresa poderia pagar, modelo empírico, descrição das variáveis e modelos econométricos utilizados. Por fim, nos capítulos quatro e cinco são relatados os resultados encontrados, as considerações a respeito do estudo, bem como sugestões para futuros estudos.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo propõe analisar a literatura existente sobre a estrutura de capital, juros sobre o capital próprio, restrição financeira e estrutura de propriedade. Primeiramente é realizada a abordagem teórica para após, realizar uma abordagem empírica dos estudos nas áreas.

2.1 CONTEXTO TEÓRICO

Segundo Grinblatt e Titman (2005), o capital necessário para realizar qualquer investimento financeiro pode advir de diversas fontes, classificadas por meio de uma imensa variedade de instrumentos financeiros, decorrentes do crescimento e do amadurecimento dos principais mercados financeiros espalhados pelo mundo.

Entretanto, mesmo existindo essa grande variedade de títulos, as opções de captação de capital continuam sendo fontes internas e externas. A fonte interna de capital é composta pela retenção dos lucros gerados pela empresa e pela emissão de ações; o capital externo, pela emissão de dívida. O fator que difere o capital próprio do de terceiros é o direito à remuneração. Conforme Zani (2005), a remuneração do capital próprio se dá através da distribuição de dividendos e/ou ganhos de capital; já a remuneração do capital de terceiros se dá através do pagamento de juros sobre o principal.

Zani (2005) salienta, ainda, que a escolha da fonte de capital impacta fluxo de caixa da organização, pois os portadores de dívida devem ser remunerados, de forma integral, antes que os portadores de ações recebam seu pagamento. Outra diferença importante é que o pagamento de juros sobre as dívidas é dedutível do imposto de renda; já o pagamento de dividendos, não.

Nesse sentido, Brealey e Myers (1992, p. 397) conclui que:

Quando uma empresa emite títulos de dívida e ações, compromete-se em dividir os fluxos de tesouraria em duas correntes: uma, relativamente segura, que vai para os titulares da dívida, e outra, de maior risco, que vai para os acionistas. A combinação dos diferentes títulos da empresa (ações ou títulos de dívida) é conhecida por estrutura de capital.

2.2 A ESTRUTURA DE CAPITAL

Conforme Gitman e Madura (2003, p. 344), a estrutura de capital composta pela “dívida de longo prazo e capital próprio mantida pela empresa é uma das áreas mais complexas na tomada de decisão financeira, isto se deve à sua inter-relação com outras variáveis consideradas na decisão financeira”.

Ross, Westerfield e Jaffe (2010) relatam que existem muitas alternativas de estruturas de capital: pode-se usar grande quantidade de capital de terceiros, emitir ações preferenciais, *warrants*, obrigações conversíveis, *caps* e *collars* entre outros. Esse grande número de instrumentos possibilita infinitas variações da estrutura de capital. O objetivo de escolher a melhor estrutura de capital é aumentar o valor da empresa.

Existem várias teorias que tentam explicar a estrutura de capital das empresas, mas, conforme Myers (2003, p. 217), essas teorias são todas condicionais. Explica melhor salientando, conforme texto extraído do livro:

As teorias diferem em sua ênfase relativa sobre os fatores que podem afetar a escolha entre dívida e capital. Esses fatores incluem custos de agência, os impostos, as diferenças de informações e os efeitos das imperfeições do mercado ou restrição institucional ou regulamentar. Cada fator pode ser dominante para algumas empresas ou, em algumas circunstâncias, ainda sem importância em outros lugares.

As teorias podem fazer sentido quando considerados alguns fatores, mas dificilmente se chegará a um consenso na tentativa de escolher a estrutura ótima se considerados todos os fatores. Ainda, conforme Myers (2003), há quatro teorias principais da estrutura de capital:

- A Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital: quando o valor da empresa e as decisões de investimentos independem do financiamento;
- A Teoria do *Static Trade off*: quando as empresas escolhem um endividamento “alvo” ponderando os benefícios da dívida contra os custos da dificuldade financeira e da falência;
- A Teoria do *Pecking Order*: quando necessário o endividamento, dá-se preferência às fontes internas (lucros retidos) primeiramente e, em último caso, fontes externas;
- A Teoria de Agência: que é a diferença entre os interesses dos administradores e dos acionistas.

São inúmeras as pesquisas empíricas que consideram essas teorias. A seguir são explicadas mais profundamente essas teorias.

2.2.1 Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital de Modigliani e Miller

Modigliani e Miller (MM) são os precursores dessa teoria. Conforme Myers (2003, p. 218), “o financiamento não importa em um mercado perfeito”. O valor de mercado da empresa é inalterado pela proporção entre a dívida e o capital próprio, ou seja, o valor da empresa é sempre o mesmo. Sendo assim, não se pode dizer que uma estrutura de capital é melhor ou pior que outra. Para tanto, Modigliani e Miller (MM) elaboraram algumas premissas que autorizam tais afirmações, formuladas em duas proposições: a proposição I e a proposição II.

A proposição I, conforme Damodaran (2004, p. 455), se baseia em um ambiente livre de impostos, de custos de transação e da possibilidade de inadimplência. Brealey e Myers (2005, p. 99) explicam que a proposição I permite às empresas “a separação completa das decisões de investimento e de financiamento. Isso significa que qualquer empresa pode avaliar projetos de investimento sem se preocupar com a origem do dinheiro”.

Segundo Damodaran (2004), com essas premissas, é possível atuar em ambiente livre dos custos de agência e das incertezas a respeito das necessidades futuras de financiamento, fazendo com que a dívida não traga nem benefícios nem custos à empresa. Neste ambiente, torna-se irrelevante a escolha da proporção entre capital próprio e dívida na escolha da estrutura de capital.

Na proposição II, Modigliani e Miller adicionaram o benefício fiscal com a dívida às premissas da proposição I. Nesse ambiente, conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2010), o valor da empresa também não é alterado, pois o ganho com o endividamento é compensado com o aumento do custo do capital próprio, devido ao risco que o endividamento representa sobre o capital próprio.

Para melhor entender essas proposições, Ross, Westerfield e Jaffe (2010) se baseiam na teoria da pizza, que define o valor total da empresa pelo montante de dívida somado ao montante de capital próprio da empresa, sendo assim irrelevante o tamanho de cada parte, pois a soma das duas partes é igual ao valor total da empresa. Por outro lado, Grinblatt e Titman (2005) afirmam que os acionistas não estão interessados no tamanho total da pizza, mas em como ela é dividida.

Myers (2003) complementa afirmando que o valor da pizza depende, sim, de como ela é dividida, pois há pessoas dispostas a adquirir somente partes da pizza e não toda ela. Nesse exemplo, a pizza significa os ativos, o fluxo de caixa e as oportunidades de crescimento de uma empresa; já as fatias são os possíveis *mixes* que seriam formados representando a

estrutura de capital. O mesmo autor complementa, ainda, que, se as táticas de financiamento não adicionassem valor, não haveria incentivos para a busca de uma estrutura perfeita.

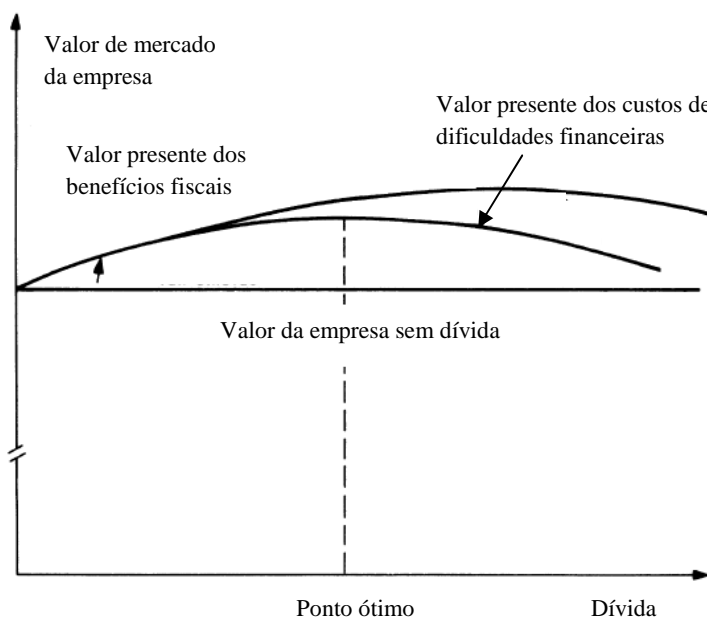
2.3 STATIC TRADE OFF

O objetivo das empresas é maximizar valor. De forma geral, isso acontece quando são escolhidos os projetos mais lucrativos e se há um custo de capital baixo.

A teoria do *Static Trade off* sugere que existe uma estrutura de capital ótima, quando, nas empresas, há proporcionalidade entre o capital próprio e o de capital de terceiros que maximize o benefício fiscal do endividamento ponderado com os custos de dificuldades financeiras. Ou seja, o foco central da teoria reside na troca compensatória entre benefícios fiscais obtidos com custos de dificuldades financeiras esperadas.

Desse modo, a teoria se baseia num endividamento alvo, definido depois de ponderados os benefícios fiscais que o endividamento proporciona com os custos de dificuldades financeiras (Ver figura 1). Na figura, o ponto em que a empresa tem maior valor é quando a curva dos benefícios fiscais cruza a curva dos custos das dificuldades financeiras. Nesse sentido, Myers (2003) salienta que a determinação do endividamento alvo depende do valor dos juros pagos e das consequências de dificuldades financeiras.

Figura 1 - *Trade off* e o valor da empresa



Fonte: Adaptada de Myers (1984, p. 577).

O endividamento alvo pode variar de empresa para empresa, pois, de acordo com Myers (2003, p.230-231), "empresas grandes e seguras, com ativos tangíveis tendem a se endividar mais do que empresas pequenas com ativos de risco na maior parte intangíveis." Afirma, ainda, que "as empresas com alta rentabilidade e oportunidades de crescimento valiosas tendem a se endividar menos."

Segundo a teoria, o objetivo principal é manter uma proporção alvo de dívidas ao longo do tempo, considerando-se a possibilidade de ocorrer alguns desvios dessa proporção. Um fator que a teoria desconsidera são os custos para ajustar a estrutura de capital, ou seja, depois que a empresa atingiu seu alvo de endividamento ela deve se manter nesta proporção. Mas nem sempre é assim. Existem atrasos nos ajustes, talvez, por causa dos custos gerados pela tomada de mais dívidas.

O entendimento é interessante, mas como quantificar custos e benefícios? Myers (2003, p. 232) afirma que é possível quantificar o benefício fiscal com o valor dos juros pagos, mas, [...] "a teoria não especifica a probabilidade de dificuldades financeiras em função da alavancagem e não quantifica os custos de dificuldades financeiras, exceto dizer que estes custos são importantes".

Indiferentemente dos tipos de custos, os benefícios e custos da dívida nos remetem à teoria *do trade off*, que, por sua vez, busca um endividamento ótimo no ponto em que os custos marginais da dívida se igualam aos benefícios. As implicações da teoria do *trade off* são: o incentivo para financiar a dívida aumenta com a taxa de imposto sobre as empresas; e o valor da empresa aumenta com o uso de dívida.

2.3.1 Endividamento e impostos sob a luz da teoria do *trade off*

Abaixo são apresentados a evolução dos estudos sobre a relação entre o endividamento e os impostos e seu impacto na estrutura de capital.

Neste contexto, Graham (2003) explica como acontece o ganho decorrente do endividamento no sistema norte-americano. Para tanto, são consideradas as seguintes características do código fiscal: o faturamento é taxado por TC; juros são dedutíveis; e a distribuição dos lucros não é dedutível, mas é paga depois dos impostos. Nesse sistema, os ganhos dos investidores são completamente taxados, isto é, os juros sobre pessoa física são taxados por TP; os dividendos por T_{div} ; ganhos de capital por TE.

Sendo assim, a cada \$1 de dívida que a empresa assume, o ganho dos investidores se dá por $\$1*(1-TP)$. Da mesma forma, se o benefício da dívida fosse distribuído em forma de lucros ao investidor, o mesmo receberia $\$1*(1-TC)*(1-TE)$. Sendo assim, a vantagem fiscal

líquida para os investidores quando a empresa paga juros sobre \$1 de dívida em comparação a \$1 de distribuição de lucros se dá por $(1-TP) - (1-TC)*(1-TE)$. Ou seja, a taxa de imposto sobre a pessoa física seria reduzida pela multiplicação da taxa de impostos corporativa pela taxa sobre os ganhos de capital.

Se isso for verdadeiro, o endividamento é uma maneira de favorecer os investidores com lucros, mesmo quando considerados os juros corporativos em nível de pessoa física. Nesse caso, as empresas teriam incentivos fiscais para se endividar.

Visto como se dá o ganho dos investidores, apresenta-se como a dívida aumenta o valor da empresa. Se uma empresa tem o montante de \$D em dívidas pagando uma taxa de R_d , o benefício de usar dívida ao invés de capital próprio é dado por:

$$[(1-TP) - (1-TC)*(1-TE)] R_d * D.$$

Assim, o valor da empresa com dívida é dado por:

$$V_{\text{com dívida}} = V_{\text{sem dívida}} + PV [(1-TP) - (1-TC)*(1-TE)] R_d * D$$

O termo PV calcula o valor presente de todas as deduções (presentes e futuras). Percebe-se na fórmula acima que a dívida somente adiciona os benefícios fiscais, mas não tem qualquer outro efeito sobre as operações ou valor.

Considerando os pressupostos de Modigliani e Miller (1958), TC, TP e TE não importam no valor da empresa, pois, com um mercado de capitais perfeito, não importa se a empresa escolhe capital próprio ou de terceiros. No artigo de “correção” em 1963, MM consideram os impostos (TC), mas ainda consideram que os impostos pessoa física (TP) e sobre capital próprio (TE) são iguais a zero. Nesse caso, o valor da empresa é dado por:

$$V_{\text{com dívida}} = V_{\text{sem dívida}} - TC * D,$$

Onde $TC * D$ representa o benefício fiscal.

Graham (2003) faz uma crítica ao modelo acima, que desconsidera o custo da dívida, o que implica que as empresas deveriam financiar suas operações com 100% de dívidas e o valor da empresa cresceria linearmente com os benefícios resultantes da dívida.

Kraus e Litzenberger (1973) apresentaram em seu estudo os efeitos da dívida na escolha da estrutura de capital, incluindo na fórmula do valor da empresa os custos de dificuldades financeiras decorrentes do endividamento. Os autores afirmam que os impostos sobre os lucros da empresa e os custos de dificuldades financeiras são imperfeições no mercado; por isso, devem ser consideradas questões centrais no nível de endividamento e no valor da empresa.

2.3.2 Endividamento x custo das dificuldades financeiras

Embora o endividamento gere benefício fiscal, existem também custos envolvidos, que podem ser configurados como maior custo de capital, menor disponibilidade de crédito, impasses nas relações entre empresas e fornecedores, entre outros.

A probabilidade de falência, segundo Damodaran (2004, p.447), “representa a possibilidade de que os fluxos de caixa de uma empresa sejam insuficientes para atender aos seus compromissos de dívida”.

As dificuldades financeiras acontecem por causa da pressão do capital de terceiros sobre a empresa, pois o endividamento exige o pagamento de juros e também do principal. Se esses pagamentos não ocorrerem, a empresa pode entrar em dificuldades financeiras, sendo o extremo, a falência, decorrente da impossibilidade de pagamento da dívida. Conseqüentemente, os ativos são passados legalmente dos acionistas para os credores. Myers (2003, p.226) deixa bem claro que os custos de dificuldades financeiras "são incorridos quando a ameaça ou ocorrência de inadimplência reduz o valor de mercado dos ativos da empresa, operações ou oportunidades de crescimento”.

Esses custos existem, mas não se sabe a magnitude deles. Conforme Myers (1984), a teoria trabalha com dois pressupostos: a) empresas com maior taxa de variação do valor de mercado de seus ativos, portanto, com maior risco, se endividam menos; b) empresas com ativos tangíveis e atuação em mercados secundários se endividam menos do que empresas com ativos intangíveis e valiosas oportunidades de crescimento. A teoria por trás do custo das dificuldades financeiras não se baseia somente na probabilidade da empresa de entrar em dificuldades, mas, também, no valor envolvido.

2.3.2.1 Custos diretos e indiretos

De acordo com Warner (1977), existem dois tipos de custos envolvidos: os diretos e os indiretos. Os custos diretos envolvem despesas com advogados, contadores e o tempo despendido pelos gerentes no processo de falência. Por outro lado, os custos indiretos envolvem perdas nas vendas, nos lucros e a dificuldade de obter recursos junto às intuições financeiras, devido às altas taxas cobradas e a pouca disponibilidade de recursos.

E, para complicar ainda mais, o custo da falência não é de fácil quantificação. Altman (1984) estima que os custos diretos de dificuldades financeiras representem aproximadamente 3% do valor de mercado da empresa. Em outro estudo, Warner (1977) estimou que os custos legais e administrativos de 11 ferrovias representam em média 5,3% do valor dos ativos no

momento da falência. Acrescenta, ainda, que foram necessários, em média, 13 anos até que as ferrovias se livrassem dos juizados de falência para, então, dar início às operações normais.

Esses custos podem parecer percentualmente não tão representativos, mas, se somados aos custos indiretos de falência, tornam-se representativos. Segundo Altman (1984), os custos diretos e indiretos de dificuldades financeiras são frequentemente superiores a 20% do valor da empresa. Sendo assim, segundo Brealey e Myers (2005, p.141), “não pense apenas na probabilidade de que o empréstimo trará problemas. Pense também no valor que pode ser perdido se surgir o problema”.

Myers (2003, p. 228) faz uma importante contribuição no trecho a seguir: "O reconhecimento das implicações de potenciais conflitos entre credores e acionistas foi uma importante contribuição para a teoria de *trade off*. Os conflitos de interesses significam que a mera ameaça de inadimplência pode gerar custos de agência.”

O mesmo autor salienta, ainda, que os custos de agência explicam por que empresas em crescimento e com projetos de valor presente líquido positivo utilizam mais o capital próprio para realizar os projetos.

2.4 BENEFÍCIOS DO ENDIVIDAMENTO

As empresas que se endividam para financiar seus investimentos podem beneficiar-se de duas maneiras: através dos benefícios fiscais e da disciplina imposta aos administradores pelo pagamento da dívida (DAMODARAN, 2004). Graham (2000) caracteriza o benefício fiscal da dívida como sendo o montante de impostos economizados resultante da dedução dos juros.

Contrapondo os argumentos acima, Miller (1977) salienta que os impostos de pessoa física podem eliminar o benefício fiscal. Para tanto, Miller pressupõe que os custos da captação de dívida ou de capital próprio são os mesmos, tornando indiferente à empresa a escolha pela fonte de financiamento. O benefício da dívida é compensado quando considerados os custos fiscais que os investidores têm com o uso de dívida em relação ao uso de capital próprio. Essa desvantagem fiscal leva os investidores a exigir maior retorno sobre a dívida, eliminando os benefícios fiscais decorrentes da dívida. Nesse sentido, Graham (2003) complementa dizendo que há duas implicações na análise de Miller (1977): a) altos impostos pessoais sobre rendimentos de juros desestimulam as empresas a usarem dívidas; b) o aumento do endividamento é afetado pelo imposto de renda jurídico e de pessoa física.

Ampliando o modelo de Miller (1977), DeAngelo e Masulis (1980) focaram o benefício fiscal marginal do endividamento, também chamado de *tax shields* (escudos fiscais). Os autores argumentam que, com a existência dos escudos fiscais, o modelo de Miller cairia em ruínas. DeAngelo e Masulis (1980) construíram um modelo em que as características do código fiscal são incorporadas, tornando possível a escolha de um nível de endividamento para as empresas. Para tanto, os autores argumentam que a taxa de impostos das empresas não é constante e nem sempre é igual à taxa estatutária.

2.5 STATIC TRADE OFF E PECKING ORDER: estudos no Brasil

No Brasil, é crescente o número de trabalhos que busca investigar a estrutura de capital e seus efeitos sobre as empresas. Em seu estudo, Rocha e Amaral (2008) buscam encontrar evidências favoráveis e contrárias às principais teorias acerca da escolha da estrutura de capital. Um breve resumo de suas conclusões sobre as teorias do *trade off* e *pecking order* são apresentadas no quadro abaixo.

Quadro 1 - Comparativo das evidências empíricas favoráveis e contrárias às teorias do *trade-off* e *pecking order* no Brasil

Teoria	Evidências Favoráveis	Evidências Contrárias
<i>Trade-off</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Intuição da utilização moderada do endividamento. - Relação negativa entre oportunidades de investimento com VPL positivo e endividamento. - Fortes evidências em favor dos modelos baseados na teoria de agência. - Evidências em favor do ajuste parcial no curto prazo. 	<ul style="list-style-type: none"> - Relação negativa entre lucratividade e endividamento. - Elevada importância dos lucros retidos como uma fonte de financiamento distinta da emissão de novas ações.
<i>Pecking order</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Relação negativa entre endividamento e lucratividade. - Forte evidência de relação entre endividamento e o déficit de financiamento. - Bom suporte de <i>surveys</i> para justificar a hierarquia das fontes de financiamento. 	<ul style="list-style-type: none"> - Relação negativa entre oportunidades de investimento com VPL positivo e uso de dívidas. - Pouca explicação oferecida para muitas das variáveis usualmente consideradas na literatura. - Falha em lidar com evidências favoráveis ao uso das emissões de novas ações em determinadas situações.

Fonte: Adaptado de Rocha e Amaral (2008, p. 20).

Como se pode perceber no quadro acima, os autores apontam evidências contrárias e favoráveis claras em ambas as teorias, mas há também evidências duvidosas.

Assim, apresenta-se abaixo um quadro baseado em alguns trabalhos que analisaram o comportamento de algumas variáveis da estrutura de capital, com o propósito de enquadrar o comportamento financeiro das empresas em alguma das principais teorias acerca da estrutura de capital das empresas. O termo “✓” significa para qual(is) teorias o(s) autor(es) encontrou(aram) evidências; e “NR” significa que não apontou relação com as teorias do *Pecking Order* ou *Static Trade off*.

Quadro 2 - Estudos sobre a teoria da estrutura de capital no Brasil

AUTOR (ES)	RESUMO	<i>Pecking Order</i>	<i>Static Tradeoff</i>
Eid Junior (1996)	O estudo analisou o comportamento das empresas em relação ao custo e a estrutura de capital. Seus resultados apontaram que 40% das empresas da amostra seguem uma hierarquia para captar recursos.	✓	
Perobelli e Famá (2002)	Os autores basearam-se no estudo de Titman e Wessels (1988). Buscou-se identificar os fatores indutores do endividamento das empresas. Seus resultados mostram que as empresas brasileiras de menor porte são mais propensas ao endividamento de curto prazo e empresas de alto giro tendem a ser menos endividadas. Os autores não classificam os resultados da pesquisa, embora apontem algumas relações com a teoria do <i>pecking order</i> .	“NR”	“NR”
Silva e Brito (2005)	Em seu estudo, os autores buscaram testar as previsões da teoria do <i>pecking order</i> e <i>static tradeoff</i> sobre os dividendos e a dívida. O estudo, baseado em Fama e French (2002), aplica o método de Fama e McBeth (1973), o qual tem robustez em relação à correlação seccional e aponta um ajuste para a autocorrelação, permitindo resultados mais robustos. Silva e Brito (2005) encontram que as empresas mais lucrativas e que menos investem são as menos endividadas, favorecendo a teoria do <i>pecking order</i> , e parte da variação de curto prazo nos lucros é absorvida pela dívida.	✓	
Brito e Lima (2005)	Brito e Lima (2005) buscaram identificar a importância da origem dos controladores na determinação da estrutura de capital das empresas. Seus resultados indicam que as empresas de controle privado nacional se endividam mais do que as de controle público ou estrangeiras, sendo esse endividamento de curto prazo. O argumento favorável ao <i>tradeoff</i> é a relação positiva entre a tangibilidade e o endividamento total ou de longo prazo. Quanto à teoria do <i>pecking order</i> , o crescimento	✓	✓

	apresentou relação positiva com o endividamento e, conjuntamente, negativa com a rentabilidade.		
Nakamura et all. (2007)	Os autores buscaram entender quais os fatores que explicam o endividamento das empresas. Para a realização do estudo, os autores utilizaram a técnica de <i>Panel Data</i> Dinâmico, que, por sua vez, apresentou resultados consistentes com as teorias do <i>pecking order</i> e <i>static tradeoff</i> . Conforme Nakamura et all. “o comportamento dos tomadores de decisão das empresas brasileiras segue, portanto, a lógica de escolha de flexibilidade e controle (<i>Pecking Order</i>), mas com uma dinâmica de ajuste de grau de endividamento ótimo de curto prazo (<i>Trade-off</i>).”	✓	✓
Brito, Corrar e Batistella (2007)	Os autores investigaram a relação entre o nível de endividamento e os fatores apontados pela teoria como seu determinante. Os resultados apontam um endividamento maior a curto prazo, acreditando ser devido à falta de recursos de longo prazo. Os resultados indicam que os fatores risco, tamanho, composição dos ativos e crescimento são determinantes para a estrutura de capital das empresas analisadas, enquanto que os fatores rentabilidade e tipo de capital não se mostram relevantes na forma como as empresas se financiam.	“NR”	“NR”
IQUIAPAZA, Souza e Amaral (2007)	Os autores buscaram reavaliar as proposições do <i>pecking order</i> em uma amostra das empresas listadas na BOVESPA no período de 1998 a 2005. Os autores concluem que quando é analisada toda a amostra, o <i>pecking order</i> não pode ser rejeitado. Mas, quando subdivididas pelo seu porte, lucratividade e crescimento dos ativos, o suporte à teoria vai desaparecendo conforme as proporções da empresa. Seus resultados não são consistentes com a literatura recente à validade do <i>pecking order</i> como teoria capaz de explicar as decisões na estrutura de capitais.	“NR”	“NR”
Rocha e Amaral (2008)	Os autores, baseados no modelo dinâmico de <i>tradeoff</i> proposto por Flannery e Rangan (2006), analisam a relação entre estrutura de capital e seus determinantes em 72 empresas brasileiras de capital aberto, no período de 2000 a 2005. Os autores encontraram evidências do <i>tradeoff</i> na amostra de empresas brasileiras, mas não foram tão significativas quanto Flannery e Rangan (2006).		✓
	Os autores analisaram os determinantes da		

Bastos e Nakamura (2009)	estrutura de capital em uma amostra de 297 empresas brasileiras, chilenas e mexicanas no período de 2001 a 2006. Os autores encontraram fortes argumentos da teoria do <i>pecking order</i> na explicação do endividamento no Brasil e no México. Já no Chile, além dos indícios para o <i>pecking order</i> , foi encontrada forte influência da teoria do <i>trade off</i> como explicação para o endividamento. As variáveis comuns aos três países e que apresentaram resultados mais significantes para a estrutura de capital foram: liquidez corrente, rentabilidade, <i>market to book value</i> e tamanho da empresa.	✓	✓
Pohlmann e Iudícibus (2010)	Utilizando a análise de regressão linear múltipla e buscando testar a validade de hipóteses relacionadas à influência da tributação do lucro na estrutura de capital das 500 maiores empresas do Brasil entre os anos de 2001 a 2003, os autores encontraram relação entre o nível de tributação e grau de endividamento. Essa relação confirma o maior poder de explicação da teoria do <i>trade off</i> em detrimento da teoria do <i>pecking order</i> .		✓

Fonte: Elaborado pelo autor.

Embora as pesquisas acima citadas apresentem evidências interessantes relativas às teorias, especialmente a favor da teoria do *pecking order*, a literatura empírica não é conclusiva na explicação. Nada indica a possibilidade de apenas uma delas ser capaz de explicar as decisões de financiamento das empresas.

Rajan e Zingales (1995, p. 1421) iniciam seu estudo questionando “[...] *what do we really know about corporate capital structure choice?*”. Seu objetivo é investigar os determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas nos maiores países industrializados. Os autores revelam que os fatores identificados por outros estudos como correlacionados com o endividamento nos Estados Unidos, também estão correlacionados com os fatores de endividamento das empresas em outros países. Entretanto, os autores alertam que o estudo dessa correlação ainda precisa ser mais aprofundado.

Ainda, apesar das inúmeras pesquisas realizadas, os mesmos autores questionam por que não se consegue obter melhor explicação empírica sobre os determinantes da escolha da estrutura de capital. Como visto, ainda há muito que entender até que a discussão atinja conclusões mais estáveis.

2.6 ASPECTOS TRIBUTÁRIOS DO CÓDIGO FISCAL BRASILEIRO

Este capítulo apresenta aspectos tributários do código fiscal brasileiro, inerentes à amostra da pesquisa.

2.6.1 Empresas de capital aberto

As empresas têm várias formas para apurar a renda, as quais influenciam diretamente na base de cálculo e, conseqüentemente, na conta do IRPJ a ser paga ao governo. Existem quatro formas de apuração contábil: 1) lucro real (trimestral ou anual); 2) lucro presumido; 3) lucro arbitrado; 4) simples. Vale lembrar que o fator determinante na forma da apuração contábil dos lucros é o faturamento. Nesta pesquisa, somente será apresentada a forma de apuração contábil pelo lucro real, pois as empresas listadas na BOVESPA devem ser Sociedades Anônimas. Conforme Brasil (1976), a Lei 6404-76 diz que todas as sociedades anônimas devem apurar seus lucros e recolher IRPJ e CSSL pelo método de apuração do Lucro Real.

2.6.1.1 Lucro Real

A apuração da base de cálculo do IRPJ pelo Lucro Real é dada pelo faturamento decrescido das despesas passíveis de dedução. Segundo o artigo 247 do RIR/1999, o lucro real é o lucro líquido do período de apuração ajustado pelas adições, exclusões ou compensações prescritas ou autorizadas pela legislação fiscal vigente.

A pessoa jurídica que se enquadrar em qualquer dos incisos do artigo 14 da Lei nº 9.718-98 é obrigada a apurar o IRPJ pelo Lucro Real. Ou seja, são aqueles:

- 1) Cujas receita total, no ano-calendário anterior, seja superior ao limite de R\$ 48.000.000,00;
- 2) Cujas atividades sejam de bancos comerciais, bancos de investimentos, bancos de desenvolvimento, caixas econômicas, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades corretoras de títulos, valores mobiliários e câmbio, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, empresas de arrendamento mercantil, cooperativas de crédito, empresas de seguros privados e de capitalização e entidades de previdência privada aberta;
- 3) Que tiverem lucros, rendimentos ou ganhos de capital, oriundos do exterior;
- 4) Que, autorizados pela legislação tributária, usufruam benefícios fiscais relativos à isenção ou redução do imposto;

- 5) Que, no decorrer do ano-calendário, tenham efetuado pagamento mensal pelo regime de estimativa;
- 6) Que explorem as atividades de prestação cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção e riscos, administração de contas a pagar e a receber, compras de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços (factoring);
- 7) Que explorem as atividades de securitização de créditos imobiliários, financeiros e do agronegócio.

As empresas tributadas pelo Lucro Real têm a opção trimestral e anual tendo como diferença o valor pago de impostos. A apuração trimestral acontece nos meses de março, junho, setembro e dezembro de cada ano-calendário. Na apuração anual as empresas devem pagar mensalmente o imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro, que é calculado por estimativa. A base de cálculo estimada é resultado da multiplicação de um percentual sobre a receita bruta do mês. O percentual depende da atividade da pessoa jurídica, dada pelo art. 14 da Lei nº 9.249-95 (HIGUCHI ET all., 2011).

Constatada essa diferença, Higuchi et all. (2011) aponta dois problemas com a apuração trimestral: 1) a limitação da compensação dos prejuízos fiscais; 2) a possibilidade de cometer mais infrações fiscais. “O lucro do trimestre anterior não pode ser compensado com o prejuízo dos trimestres seguintes, ainda que dentro do mesmo ano-calendário. O prejuízo fiscal de um trimestre só poderá reduzir até o limite de 30% do lucro real dos trimestres seguintes.” Esses problemas não acontecem na apuração pelo Lucro Real.

2.6.1.2 Incidência dos encargos tributários

Neste capítulo são apresentados os impostos e as respectivas alíquotas, que incidem sobre o lucro das empresas estudadas na amostra.

a) Imposto de renda pessoa jurídica

A Lei nº 9.249/1995 no art.3º prevê que as empresas tributadas pelo lucro real, presumido ou arbitrado com lucros de até R\$ 240.000,00 paguem a alíquota de 15% de imposto de renda e a parcela que exceder a este montante implicará um adicional de 10%. Ou seja, empresas com lucro real, presumido ou arbitrado com lucros somados no período de apuração, superiores a R\$ 240.000,00, sofrem com uma alíquota de 25% de imposto de renda.

b) Contribuição social sobre o lucro (CSSL)

A CSSL foi instituída pela Lei nº 7.689-88 para fins do financiamento da seguridade social. Desta forma, além do imposto de renda, a pessoa jurídica optante pelo lucro real, presumido ou arbitrado deverá recolher a contribuição social sobre o lucro (CSSL). A base de cálculo da contribuição é o valor do resultado do exercício, antes da provisão para o imposto de renda, sendo cobrada a alíquota de 9%.

2.7 JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO (JSCP)

Os juros sobre capital próprio (JSCP) se referem a um percentual aplicado sobre o patrimônio líquido da empresa, o que é uma forma de remunerar o capital investido pelos acionistas. Esse montante é dedutível da base de cálculo do imposto de renda (IR) e da contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL), ou seja, os JSCP são dedutíveis dos rendimentos tributáveis, que, por sua vez, são a base de cálculo para o imposto de renda e a contribuição social, que, somadas, representam aproximadamente 34%.

Em 1957, com a aprovação do Decreto-Lei nº 41.019 deu-se o início à remuneração sobre o capital próprio. Esse decreto era específico às empresas do setor elétrico pelo fato de terem projetos que exigiam longo período de maturação. A medida seria um incentivo aos acionistas para continuarem a investir. Em 1976, houve a aprovação da Lei 6.404 (Lei das Sociedades por Ações) cujo art. 179 diz o seguinte:

As contas serão classificadas do seguinte modo:

I – [...]

V – no ativo diferido: as aplicações de recursos em despesas que contribuirão para a formação do resultado de mais de um exercício social, inclusive os juros pagos ou creditados aos acionistas durante o período que anteceder o início das operações sociais.

Desse modo, amplia-se o benefício a todas as sociedades por ações.

O JSCP foi regulamentado pela Lei tributária 9.249-95 (Conforme ANEXO A). Essa Lei teve como compensação decretar o fim da correção monetária e possibilitar a dedução do IR e do CSLL sobre os juros pagos aos acionistas a título de remuneração sobre o capital próprio. O art. 9º da Lei diz que

a pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, *pro rata* dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP (BRASIL, 1995).

Conforme o art.78 da Lei nº 9.430-96, 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.

Conforme Ness Jr. e Zani (2001), a Lei 9.249-95 amplia o leque de despesas passíveis de dedução na base de cálculo do IRPJ e CSLL. Em 1997, com a alteração do § 1º, além de abatidos do IRPJ, a dedução dos juros sobre o capital próprio passou a ser dedutível da CSLL (9%). Assim, as empresas podem deduzir 100% da carga fiscal sobre os lucros, que são limitados a 50% do lucro efetivo da empresa no período de compensação.

Ness Jr. e Zani (2001) explicam que a Lei 9.249-95 faculta a destinação dos JSCP, que podem ser capitalizados, sofrendo uma tributação de 15%; serem pagos, mas sendo também tributados pelo mesmo imposto, mas por conta do beneficiário; ou podem ser distribuídos como dividendos, conforme trata o Artigo 202 da Lei 6.404/76, sem sofrer qualquer tributação.

2.7.1 Valor da empresa e o JSCP

Há uma extensa literatura que trata da estrutura de capital das empresas, especificamente do benefício fiscal do endividamento. Acredita-se que o valor da firma pode ser aumentado com o uso da dívida, desde que exista a dedutibilidade fiscal dos juros pagos. Mas, para que haja lucro, os investidores precisam assumir maior risco de falência. A essência está em contrabalançar os custos da falência com a vantagem fiscal da dívida para atingir uma estrutura de capital ótima.

Modigliani e Miller (1958, 1963) assumem que o valor da empresa com dívida é dado por:

$$VL = VU + TC * B$$

Na fórmula acima, o benefício fiscal da dívida é representado por $TC * B$, ou seja, o valor que a dívida agrega à empresa é dado pelo valor de impostos que são deduzidos da base de cálculo dos impostos pagos ao governo.

Miller (1977) afirma que o benefício é compensado pelos efeitos tributários dos investimentos da pessoa física e que as empresas obteriam vantagem fiscal somente se as alíquotas somadas de imposto de renda sobre pessoa física (TS e TB) fossem inferiores a da pessoa jurídica.

As teorias sobre a estrutura de capital admitem implicações negativas da dívida, pois ela precisa ser quitada; portanto, as empresas precisam de garantias de que cumprirão seus compromissos.

Ness Jr. e Zani (2001) adaptam o modelo de Modigliani e Miller (1958, 1963) e Miller (1977) ao caso brasileiro, integrando o JSCP e os critérios de dedutibilidade fiscal. Os autores inserem os impactos dos JSCP sobre o valor da firma, chegando aos seguintes modelos:

- Valor da empresa sem dívida

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

- Valor da empresa com dívida

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

- Valor da empresa com dívida e custo de falência

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

Onde:

LAJIR (1-TC) = Fluxo de caixa depois do IRPJ

TC = Alíquota de imposto de renda pessoa jurídica

TS = Imposto de renda sobre dividendos

TB = Imposto de renda sobre rendimento dos Bônus

B = Valor de mercado da dívida

ro = Custo de capital de uma empresa sem dívidas

TS* = Imposto de renda da pessoa física sobre JSCP

VPCF(Pb) = Valor presente do custo de falência

JSCP = Juros sobre o capital próprio, calculado da seguinte forma:

$$JSCP = PL \times TJLP \leq 0,5 LAJSCPIR$$

onde:

PL	=	Patrimônio líquido ajustado ao início do período
TJLP	=	Taxa de juros de longo prazo
LAJSCPIR	=	Lucro antes dos JSCP e do IRPJ

Para o cálculo do valor da empresa nos casos acima, os autores admitem os seguintes valores:

LAJIR	=	R\$ 10.000
TC	=	0,33 (atualmente 0,34)
TS	=	0,00
TB	=	0,20
B	=	R\$ 15.000
ro	=	0,15
TS*	=	0,15
JSCP	=	R\$ 30.000 x 0,1015 (atualmente 0,055)
PL	=	R\$ 30.000
TJLP	=	0,1015 ao ano (atualmente 0,055)

Dados os valores acima, Ness Jr e Zani (2001) chegam aos seguintes resultados:

- Valor da empresa sem dívidas e com JSCP: R\$ 48.321

O valor da empresa sem dívida é R\$ 44.667 $\{(10.000 \times 0,67) / 0,15\}$, e a diferença de R\$ 3.654 (48.321 – 48.931) é o ganho com a dedução dos JSCP.

- Valor da empresa com dívidas e JSCP: R\$48.931

Nesse caso, considerando 50% capital próprio e 50% de terceiros, o valor da empresa aumenta R\$ 610, ou seja, há um ganho de 1,26% com o financiamento de 50% do valor da empresa com capital de terceiros.

- Valor da empresa com dívidas, JSCP e custo de insolvência: R\$ 47.620.

Agora, com a inserção do custo de insolvência, a empresa reduz seu valor em R\$ 1.311. Portanto, como observado por Ness Jr. e Zani (2001), percebe-se a complexidade das decisões sobre a estrutura de capital das empresas.

Domingues Pinto (2010) apresenta outra forma de observação do ganho com o JSCP. O autor salienta que, para o cálculo do JSCP, deve-se ter como base o valor do patrimônio líquido do último período.

Tabela 1 - Cálculo dos juros sobre o capital próprio

Exemplo de cálculo:

Cálculo do valor dos juros

Patrimônio Líquido em 31-12-X0	R\$	10.000.000,00
TJLP		<u>5,50%</u>
Juros sobre PL em 31-12-X1	R\$	<u>550.000,00</u>

Redução de carga tributária

CSSL: 9% de R\$ 550.000,00	R\$	49.500,00
IRPJ: 15% de R\$ 550.000,00	R\$	82.500,00
Adicional de IR (se houver): 10% de R\$ 550.000,00	R\$	<u>55.000,00</u>
<u>Redução total que poderá ser alcançada em 31-12-X1</u>	<u>R\$</u>	<u>187.000,00</u>

Fonte: Adaptado de Domingues Pinto (2009, p. 47).

Conforme Domingues Pinto (2009, p. 48), a utilização deste procedimento gerou redução de tributação de R\$ 187.000,00. Conforme o autor, a economia tributária que poderá ser alcançada é de R\$ 104.500,00, pois o valor referente ao IRPJ (R\$ 82.500,00) é retido na fonte. Ainda, se houver sócios ou acionistas pessoas jurídicas, o juro tributável será tratado como receita tributável. Portanto, é necessário checar o ganho com a dedução do JSCP.

2.7.2 Evidências empíricas dos JSCP

Ness Jr. e Zani (2001) afirmam que as empresas poderiam obter uma economia fiscal de 27% da alíquota original, porém, considerados todos os benefícios da dedução dos JSCP,

deduz-se que as empresas fazem uso desse benefício. Conforme estudo de Futema, Basso e Kayo (2009), que analisam a estrutura de capital, os dividendos e o JSCP, conclui-se que ainda são baixos os índices de distribuição de lucros se comparado ao mercado norte-americano (os autores consideram os dividendos e o JSCP como distribuição de lucros).

Santos (2007) buscou identificar as empresas que pagam JSCP, com base em amostras de empresas tributadas pelo lucro real e classificadas dentro das atividades de prestação de serviços, excluindo-se o setor financeiro, comercial e industrial, as quais publicavam seus demonstrativos através dos meios de comunicação. A amostra constitui-se de 3.000 empresas levantadas no período de 1996 a 2005. Os resultados demonstram que 42% das empresas da amostra pagam ou creditam JSCP aos seus acionistas. Destaca, ainda, o aumento do número de empresas estatais que passaram a pagar ou creditar JSCP. Destaca, ainda, a grande diferença entre empresas com e sem ações negociadas em bolsa. Dois terços do total de empresas com ações negociadas em bolsa pagam JSCP e apenas um terço das empresas sem ações em bolsa pagam dividendos.

2.8 RESTRIÇÃO FINANCEIRA E AS DECISÕES DE INVESTIMENTO

Modigliani e Miller (1958) sugerem que o valor da firma e as decisões sobre investimentos independem da forma de financiamento. O teorema é válido em ambiente livre de impostos, de custos de transação e da possibilidade de inadimplência, em que as fontes externas seriam substitutos perfeitos das fontes internas, permitindo, desse modo, investimentos geradores de valor, independentemente das decisões de financiamento.

O mundo acadêmico entende que os pressupostos de Modigliani e Miller (1958) não caracterizam o ambiente econômico e financeiro no qual as empresas atuam, eliminando a ideia da perfeita substituição entre as fontes internas e externas. Conforme essa ideia, o investimento dependeria de fatores como a disponibilidade de recursos internos e o acesso a novas dívidas.

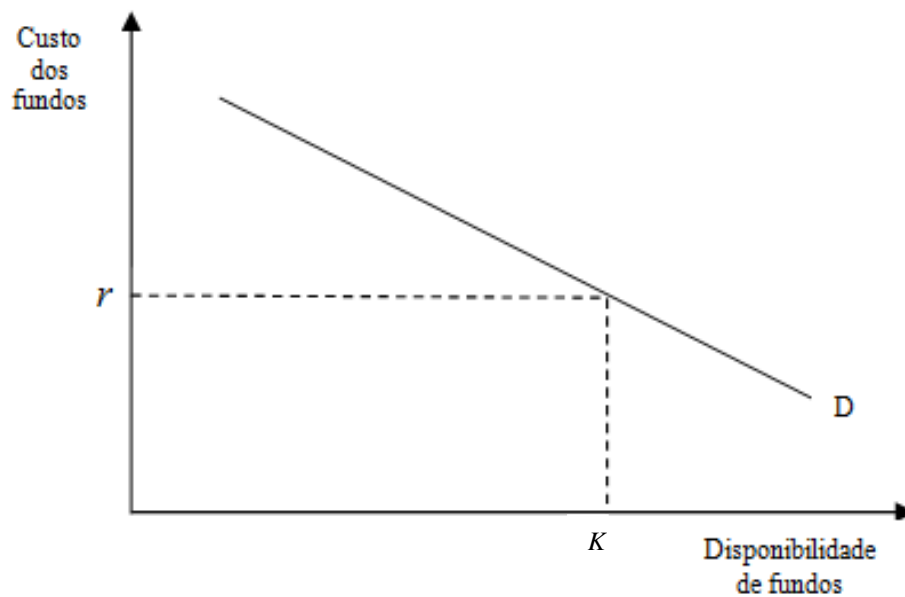
Evidências de assimetria informacional (Myers e Majluf, 1984) e problemas de agência (Jensen e Meckling, 1976) são apontados como características de fricções financeiras. Também são apontados como possíveis causadores do aumento dos custos externos em relação aos internos. Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) argumentam que, dependendo do grau de assimetria informacional, além do aumento do custo da dívida, pode ocorrer racionamento de crédito por causa da forte desconfiança dos emprestadores no sentido de

identificar os bons e os maus pagadores. Quando as taxas de juros aumentam, conforme os autores, os melhores pagadores perdem interesse em adquirir dívida, restando apenas os maus pagadores. Assim, alguns tomadores de dívida recebem investimentos enquanto outros sofrem com o racionamento de crédito.

Hubbard (1998) aponta que problemas de assimetria informacional entre o investidor e o emprestador abrem uma lacuna entre fontes internas e externas, tornando os fundos externos mais caros em relação aos fundos internos. Esses problemas fundamentam-se no aumento dos custos de monitoração e no potencial risco moral sobre o controle do investimento dos fundos.

Hubbard (1998) apresenta os efeitos das fricções financeiras sobre o crédito. Na Figura 2, a disponibilidade de crédito é função decrescente do custo do crédito dá origem à demanda por fundos (D). Ou seja, quanto maior o custo dos fundos, menor será a disponibilidade para a empresa.

Figura 2 - Efeitos das fricções financeiras sobre o crédito



Fonte: Adaptado de Hubbard (1998).

A demanda é regida pela taxa de juros cobrada; à determinada taxa r a empresa terá K disponibilidade de capital. Analogamente, poder-se-ia inferir que empresas submetidas a taxas (r) de juros mais altos apresentam maiores problemas de fricções financeiras, que podem ser consideradas financeiramente restritas; no lado inferior da reta, as empresas financeiramente irrestritas, tendo em vista a maior disponibilidade de fundos (K) a taxas mais brandas.

Kaplan e Zingales (1997, p. 6) definem o estado de restrição financeira como “se o custo ou disponibilidade de fundos externos impedisse a empresa de realizar algum investimento que a mesma teria escolhido se tivesse fundos internos disponíveis”.

2.8.1 Fundos internos versus fundos externos

Partindo da ideia de que não há substitutividade perfeita entre os fundos internos e externos, Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) apresentam os principais fatores do encarecimento dos fundos externos, conceitualmente chamado de fricções financeiras. Os principais custos dos fundos externos são os custos de transação, de benefícios fiscais da dívida, de problemas de agência, de dificuldades financeiras e de assimetria informacional. A assimetria informacional é apontada pelos autores como uma das mais importantes, pois, conforme Myers e Majluf (1984), há diferenças entre os níveis de informação do gestor e do investidor. Essa assimetria informacional pode levar os gestores ao mau uso dos fundos externos, ou seja, em favor de seus interesses.

Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) analisam as imperfeições e disparidades do mercado de capitais norteamericano entre o período de 1970 a 1984, através de uma extensa revisão dos fatores financeiros em investimentos utilizados em outros estudos. Em seguida, buscam padrões financeiros para o tamanho das empresas, considerando diferentes explicações para a perfeita substitutibilidade dos fundos externos pelos internos. A hipótese é que empresas que mais retêm lucros são as que sofrem maiores restrições financeiras ao investimento. Sustentando essa ideia, supõem que, sendo baixa a diferença dos custos externos, a prática de retenção de lucros não deveria revelar muito sobre a política de investimentos. Por outro lado, sendo significativa a diferença entre os custos dos fundos externos e internos, os autores acreditam que a política de investimento das empresas seria conduzida pelas flutuações do fluxo de caixa. Desse modo, investimentos de empresas com baixo nível de distribuição de dividendos teriam maior sensibilidade dos fundos internos às flutuações do fluxo de caixa, apresentando assim maior grau de restrição financeira.

Os resultados mostram que empresas maduras e com maior distribuição de dividendos apresentam menor sensibilidade do fluxo de caixa aos investimentos; portanto, apresentam menor grau de restrição financeira, bem como demonstram que as fricções financeiras realmente importam nas decisões de investimentos de muitas empresas.

Kaplan e Zingales (1997) questionam a fonte da correlação entre o fluxo de caixa e o investimento nas empresas. Sua análise se baseia em 49 empresas de baixo percentual de pagamento de dividendos da amostra de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988). Essas empresas

apresentaram maior sensibilidade entre as variações do fluxo de caixa e o investimento. Os resultados apontam que apenas 15% das empresas poderiam ter alguma diferença de acesso entre fundos internos e externos, o que leva os autores a concluir que uma maior sensibilidade do fluxo de caixa às fontes de financiamento não poderia indicar um estado de restrição financeira.

Corroborando com esses resultados, Erickson e Whited (2000) analisam o enfoque metodológico da relação entre as oportunidades de investimento e o fluxo de caixa. Seus resultados apontam que a relação investimento/fluxo de caixa é decorrente do erro de mensuração do modelo utilizado.

Outro importante estudo que vai ao encontro dos efeitos das fricções financeiras sobre as políticas corporativas é o estudo de Almeida, Campello e Weisbach (2004), que responde às críticas de Kaplan e Zingales (1997) e Erickson e Whited (2000), apresentando uma nova abordagem empírica, que possibilita um maior entendimento da relação entre restrição financeira, políticas financeiras e investimento, ao inserir os aspectos da política de caixa. A ideia é que diante de um potencial risco de restrições financeiras futuras, as empresas aumentam o volume de caixa hoje para ter os fundos necessários para realizar projetos valiosos no futuro. Portanto, empresas em estado de restrição financeira realizam um *trade-off* para ter uma política de caixa que otimize a relação entre os custos e benefícios da retenção de caixa para futuros investimentos. Por outro lado, empresas irrestritas financeiramente não precisam de caixa; conseqüentemente, não têm custos por reter em caixa.

Essa diferença possibilita aos autores formular um modelo empírico para identificar os efeitos da restrição financeira sobre a política de financiamento das empresas através da propensão à retenção de caixa (*cash flow sensitivity of cash*). Empresas irrestritas não deveriam mostrar propensão sistemática a reter caixa. Já as empresas restritas financeiramente deveriam apresentar sensibilidade positiva entre o fluxo de caixa e a retenção de caixa.

O enfoque de Almeida, Campello e Weisbach (2004) evita vários problemas apontados por outros autores, visto que o caixa é uma variável financeira interna. Para empresas irrestritas, as variações de caixa não deveriam depender do fluxo de caixa, nem das oportunidades de investimento futuras. Para testar a sensibilidade do fluxo de caixa, os autores analisam empresas do período entre 1971 e 2000, obtendo uma amostra de 29.954 empresa/ano para as observações. As empresas são classificadas em financeiramente restritas e financeiramente irrestritas, dentro de cinco abordagens diferentes: política de *payout*; tamanho do ativo; classificação dos títulos (*rating*); classificação dos títulos de curto prazo; e a medida do índice apresentado por Kaplan e Zingales (1997).

Seus resultados apontam que, das cinco abordagens, em quatro as empresas restritas apresentam sensibilidade positiva significativa entre o caixa e o fluxo de caixa. E, em períodos macroeconômicos negativos, as empresas deverão aumentar a propensão de reter caixa.

Almeida e Campello (2007) buscam identificar como as fricções financeiras afetam o investimento. Os autores supõem que existem variáveis que aumentam a capacidade de adquirir fundos externos em ambientes onde empresas têm diferenças de acesso ao crédito. Sustentam essa ideia com base na hipótese de que empresas com mais ativos tangíveis têm mais acesso aos fundos externos, visto que a tangibilidade oferece maior segurança ao prestador em caso de falta de pagamento. Essa hipótese baseia-se no estudo de Kiyotaki e Moore (1997), que definem essa situação como multiplicador do crédito.

O efeito multiplicador de crédito ocorre quando as empresas aumentam seus ativos ao longo do tempo e os utilizam como colateral para aumentar o crédito externo, além de mitigar o custo dos novos fundos. Nesse sentido, Almeida e Campello (2007) mostram que a sensibilidade do fluxo de caixa ao investimento é crescente à medida que os ativos tangíveis crescem em empresas financeiramente restritas, efeito esse não encontrado em empresas irrestritas. Por outro lado, os autores pontuam que empresas restritas e com mais ativos tangíveis sofrem efeitos negativos maiores com a queda de receita. Esses resultados sugerem que as fricções financeiras realmente impactam nas decisões de investimento das empresas, corroborando com os resultados de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988); Almeida, Campello e Weisbach (2004), entre outros.

Mesmo com tantos argumentos comprovando as implicações das fricções financeiras sobre as decisões de investimento, ainda são escassos os estudos que analisam como as implicações das fricções financeiras sobre as decisões de investimento afetam a estrutura de capital das empresas. Cita-se o estudo de Almeida e Campello (2010), que busca conciliar os dois fatores à estrutura de capital, sob o enfoque da teoria do *pecking order*.

A teoria do *pecking order* sugere uma hierarquia nas fontes de financiamento, ou seja, dá-se preferência às fontes internas para o financiamento dos projetos. Isso decorre da ideia de que, devido à assimetria informacional, os custos dos fundos externos seriam maiores do que os custos dos fundos internos. Portanto, geram uma relação negativa entre as fontes internas (fluxo de caixa) e as fontes externas em empresas que sofrem com a assimetria informacional.

Entretanto, Almeida e Campello (2010) salientam que a relação negativa entre fundos internos e a demanda por fundos externos não deve ser relacionada à teoria do *pecking order*, pois caso a relação negativa entre o fluxo de caixa e a demanda por fundos externos decorra

da assimetria informacional e, conseqüentemente, dos custos do financiamento externo, essa relação deve ser negativamente mais acentuada em cenários com maior fricção financeira.

Almeida e Campello (2010) apresentam robustas evidências de que a relação negativa entre os lucros e a demanda por fundos externos concentra-se em grandes empresas, com altos níveis de distribuição de dividendos; portanto, com menor probabilidade de sofrer com as fricções financeiras. Por outro lado, a maior complementaridade entre os fundos internos e os externos em empresas restritas é explicada pelo efeito endógeno do investimento sobre as decisões de financiamento externo, não podendo ser atribuídos aos custos financeiros decorrentes da assimetria informacional.

Já Portal, Zani e Schönerwald (2012) argumentam que a teoria do *pecking order* não considera a endogeneidade das decisões de investimento na medida em que os fundos internos tornam-se insuficientes para financiar as oportunidades de investimento e os custos dos fundos externos são tão elevados a ponto de serem desconsiderados como fonte de financiamento.

Almeida e Campello (2010) apresentam três fatores que suportam a ideia de que, em caso de empresa financeiramente restrita, a relação entre fundos internos e fundos externos é afetada pela endogeneidade do investimento.

Primeiramente, devido à escassez de recursos para financiar projetos de valor presente/líquido/ positivo, as empresas restritas sofrem maiores custos de oportunidade com novos investimentos. Nesse caso, empresas restritas considerariam vantajoso recorrer aos fundos internos para novos investimentos. Segundo, empresas restritas se preocupam não somente com os fundos para investimentos correntes, mas, também, com fundos para investimentos futuros. Essa necessidade de disponibilidade futura por fundos para financiar investimentos implica um aumento de demanda da empresa restrita por fundos internos, ou seja, suas oportunidades futuras de investimento exigem o aumento da geração de ativo líquido, como caixa (fluxo de caixa) e capital de giro. Conseqüentemente, reduz-se a demanda de gastos com fundos internos, bem como, a necessidade de fundos externos. Por último, devido ao efeito multiplicador de crédito, empresas restritas exercem relação de complementaridade entre fundos internos e a capacidade de adquirir fundos externos. Empresas restritas que enfrentam altos custos para levantar fundos externos utilizam seus ativos e fundos internos como colaterais para adquirir fundos externos adicionais, sendo os novos fundos externos investidos em ativos tangíveis que serão novos colaterais para aumentar a capacidade de obter fundos externos no futuro.

Nesse sentido, esses três fatores apontam na mesma direção: empresas restritas não reduzirão a demanda por fundos externos, cuja complementaridade advém da interdependência das decisões de financiamento e investimento (ALMEIDA e CAMPELLO, 2010). Os autores testam a relação entre as fricções financeiras e a sensibilidade dos fundos externos ao fluxo de caixa (fundos internos), com base numa amostra de 10.031 empresas entre o período de 1971 a 2001. Os autores realizam os testes com base em quatro diferentes características: pagamento de dividendos; tamanho do ativo; classificação dos títulos (*rating*); e classificação dos títulos de curto prazo; sensibilidade entre os fundos internos e externos ao fluxo de caixa. Seus resultados apontam uma sensibilidade negativa, estatisticamente significativa, do fluxo de caixa aos fundos externos em empresas irrestritas. Já nas empresas restritas não foi encontrada qualquer relação. Esses dados não suportam as interpretações usualmente direcionadas ao *pecking order*; portanto, é improvável que a assimetria informacional seja a causadora dessa relação negativa.

Outro dado importante revelado pelos estudos de Almeida e Campello (2010) é que a endogeneidade do investimento é fator chave em empresas restritas que buscam fundos externos, visto que há maior complementaridade entre fundos internos e externos em empresas restritas.

Com base nos robustos e significativos resultados dos estudos de Almeida e Campello (2010) em empresas norte-americanas, Portal, Zani e Schönerwald (2012) aplicaram esse método às empresas brasileiras. Sua amostra corresponde a 326 empresas de capital aberto disponíveis na base de dados da Economatica[®] entre o período de 1995 e 2005. Os autores buscaram encontrar evidências dos efeitos da restrição financeira sobre a sensibilidade negativa entre o fluxo de caixa e os fundos externos.

Os autores utilizam três métodos de classificação do estado de restrição financeira (Almeida e Campello (2010) utilizaram quatro): o *payout*; se emitem ADR; e uma terceira que os autores chamam de intersecção entre os critérios de tamanho e *payout*. Os diversos testes aplicados indicaram que as empresas brasileiras financeiramente restritas apresentam sensibilidade negativa menor dos fundos externos em relação ao fluxo de caixa, do que a sensibilidade apresentada pelas empresas irrestritas. Outra diferença diz respeito ao impacto das fricções financeiras sobre os fundos: empresas restritas apresentam sensibilidade positiva dos fundos internos em relação ao fluxo de caixa, ao contrário das empresas irrestritas, que não apresentam comportamento significativo.

Esses resultados vão ao encontro dos de Almeida e Campello (2010), sugerindo que, em razão do aspecto endógeno das decisões de investimento em empresas restritas, prevalece

uma relação de complementaridade entre fundos internos e externos, diferente da relação de substitutividade que a teoria do *pecking order* preconiza. Ainda, segundo Portal, Zani e Schönerwald (2012), a sensibilidade negativa entre fluxo de caixa e fundos externos não pode ser atribuída ao maior custo das fontes externas, o que impossibilita a relação com a teoria do *pecking order*.

2.9 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Na moderna teoria das finanças, um valor mobiliário representa algum tipo de valor financeiro, reconhecido pelo retorno (o fluxo de caixa). A dívida tem a promessa do pagamento de juros, ao passo que títulos de capital (ações) conferem ao proprietário o direito a dividendos. Entretanto, alguns estudos (La Porta et all. (1998), La Porta et all. (2000), Truong e Heaney (2007), Byrne e O'Connor (2012)) analisam os efeitos da estrutura de propriedade sobre a distribuição de lucros.

Indiferente do tipo de transação, sempre há mais de uma parte envolvida, a quem são concedidos benefícios, mas, também, deveres. Entretanto, em alguns casos, pode haver expropriação de propriedade, quando uma das partes age em benefício próprio. Na relação empresa/investidor, como apontado por La Porta et all. (2000), há o risco do problema de agência.

Campos (2006) explica que a estrutura de propriedade das empresas é determinada por dois aspectos: o percentual de ações do acionista ou grupo majoritário de acionistas (concentração de propriedade) e sua identificação (pessoa física, pessoa jurídica, fundos de investimentos ou pensão, órgãos de governo ou empresas estatais). A autora cita a existência de um *trade-off* entre os custos e os benefícios da propriedade, tendo em vista possíveis conflitos de interesses entre acionistas e executivos e acionistas majoritários e acionistas minoritários.

Em se tratando da estrutura de propriedade, La Porta et all. (2000) encontraram robustos resultados que reforçam a importância de minorar os efeitos de agência nas empresas, visto que existe certa influência dos acionistas controladores sobre as decisões das empresas. Leech e Leavy (1991) afirmam que a estrutura de propriedade tem grande importância no desempenho da empresa; salientam que a concentração de propriedade aumenta a inserção de acionistas no processo decisório reduzindo possíveis problemas de

agência. Ou seja, o aumento de capital por parte dos principais acionistas leva a uma concentração maior de propriedade da empresa a um número menor de acionistas.

Claessens et all. (2002) apontam dois efeitos de uma maior concentração de propriedade. O primeiro, tendo o acionista ou grupo majoritário um grande capital investido, terá mais interesse em monitorar os executivos, o que reduz as chances de problemas de agência. O segundo efeito acontece quando o acionista ou grupo majoritário passa(m) a perseguir interesses próprios, em detrimento dos demais acionistas. Colombo e Terra (2011) fazem uma conexão desses efeitos com a distribuição de lucros, ou seja, através de sua interferência no processo decisório, o acionista majoritário poderia interferir na política de distribuição de lucros.

Truong e Heaney (2007) analisam a interação entre os maiores investidores e a política de dividendos em uma amostra de 8.279 empresas de 37 países. Seus resultados apontam como características das maiores empresas pagadoras de dividendos, altos lucros e baixo endividamento. Os autores identificaram uma relação positiva entre a participação acionária da empresa e o pagamento de dividendos; além disso, concluíram que o pagamento de dividendos tende a ser menor em empresas onde o maior acionista é um *insider* ou uma instituição financeira.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Apresenta-se, neste capítulo, a metodologia e a definição do modelo empírico utilizado neste estudo. Compreende as variáveis do estudo, os critérios de restrição financeira e a explicação dos modelos empíricos.

3.1 COLETA DE DADOS E DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

Para este estudo, foram selecionadas todas as empresas não financeiras cujas ações estavam listadas na BM&F Bovespa entre o período de 2000 e 2009. As informações financeiras foram coletadas no *software* Economática[®], e as informações sobre a estrutura de propriedade foram coletadas no sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (www.cvm.com.br) no *link* que trata das Informações Anuais (IAN). No sítio da CVM buscou-se informações quanto ao controlador último e seu percentual de ações com direito a voto. Além das informações sobre a estrutura de propriedade foram coletadas no sítio da CVM informações sobre as empresas emitentes de *American Depositary Receipt* (ADR). A relação de empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa foi coletada no sítio da BM&F Bovespa.

A pesquisa restringe-se ao período 2000-2009, visto que eram poucas as empresas que distribuía lucros sob a forma de juros sobre o capital próprio antes de 2000. O ano limite é 2009 devido à indisponibilidade de dados no *software* Economática[®]. Os dados foram ajustados pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) a valores de 2009.

A população escolhida para o estudo são todas as empresas não financeiras listadas na BM&F Bovespa entre os anos de 2000 e 2009; portanto, 599 empresas. Foram eliminadas as empresas que apresentavam, pelo menos, uma das seguintes características: (i) crescimento anual do ativo total superior a 100%; (ii) empresas com dívida superior ao valor contábil dos ativos; (iii) valor da variável *Q de Tobin* inferior a zero ou superior a 10; (iv) empresas que não apresentavam endividamento em nenhum ano do período analisado; (v) empresas com patrimônio líquido negativo. O propósito dessas restrições era: excluir empresas que passaram por fusão ou aquisição; minimizar os potenciais efeitos de erro de mensuração da variável *Q de Tobin*; e, por fim, eliminar empresas que poderiam estar próximas da falência. Com a aplicação dessas restrições, a amostra passou a contemplar 399 empresas, num total de 2.139 empresas/ano observações.

Ressalta-se que o propósito deste estudo são as empresas que podem beneficiar-se com o pagamento de juros sobre o capital próprio; portanto, somente são consideradas as empresas que pagam JSCP em níveis abaixo do que poderiam pagar e empresas que não pagam JSCP, mas poderiam pagar. A elegibilidade e o cálculo do máximo de juros sobre o capital próprio seguem os seguintes critérios definidos pela Lei nº 9.249/95:

Tabela 2 - Critérios para a elegibilidade e cálculo do máximo de JSCP

Critérios ao pagamento de JSCP	
PL	>0
	E
LAJSCPIR	>0
	OU
Res_Luc + Luc_Acum	>0
Limites	
TJLP	$\leq \text{TJLP} * \text{PL}$
	Condicionado à
LAJSCPIR	$\leq 50\% * (\text{LAJSCPIR})$
	OU
Res_Luc + Luc_Acum	$\leq 50\% * (\text{Res_Luc} + \text{Luc_Acum})$

Fonte: Elaborado pelo autor.

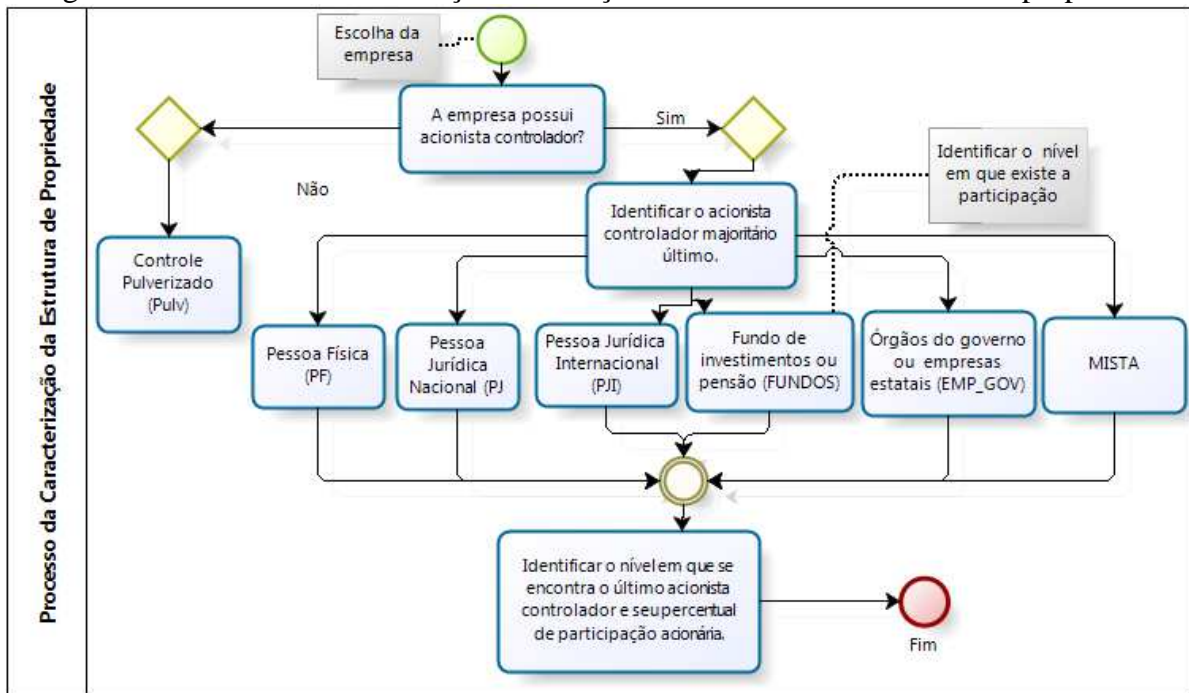
Conforme a Tabela 2, somente podem beneficiar-se com o pagamento de JSCP empresas que têm patrimônio líquido (PL) maior que zero (>0) e lucro antes dos juros sobre o capital próprio e imposto de renda (LAJSCPIR) maior que zero (>0) ou reserva de lucro mais lucros acumulados (*Res Luc + Luc Acum*) maiores que zero (>0). Para o cálculo do JSCP, aplica-se a taxa de juros de longo prazo (TJLP) sobre o patrimônio líquido. A dedução da base de cálculo fica condicionada a 50% do LAJSCPIR ou a 50% das *Res Luc + Luc Acum*. Desta forma, a variável máximo de juros sobre o capital próprio (*maxjscp*) é composta pelo valor resultante da multiplicação da TJLP pelo PL sendo condicionado à 50% do LAJSCPIR ou a 50% das reservas de lucro mais lucros acumulados.

Em um próximo passo, devido às distintas características das empresas da amostra, foi observado um desvio padrão elevado; portanto, verificou-se a presença de *outliers* na base de dados. *Outliers* são observações muito diferentes do restante da amostra, que podem afetar os resultados de qualquer pesquisa. Nesta pesquisa, foram excluídas as observações distantes quatro desvios padrão para baixo e para cima da média.

3.2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

A classificação das variáveis de estrutura de propriedade seguiu a lógica da legislação sobre a tributação do beneficiário dos JSCP, ou seja, buscando identificar o último acionista dos níveis de participações. Conforme Campos (2006), a estrutura de propriedade das empresas apresenta duas dimensões: a concentração de propriedade, que se refere ao número de ações que um acionista ou grupo de acionistas detêm, e sua identificação quanto à natureza jurídica a que o acionista ou grupo majoritário pertence. Consideram-se neste estudo seis categorias para a classificação do acionista ou grupo majoritário: pessoa física (PF); pessoa jurídica nacional (PJNI); pessoa jurídica internacional (PJI); fundos de investimento ou de pensão (FUNDOS); órgãos do governo ou empresas estatais (EMP_GOV); e MISTA, quando os últimos acionistas controladores são representados por diferentes grupos. Na figura abaixo, são apresentados os critérios de classificação da estrutura de propriedade das empresas.

Figura 3 - Processo de classificação e definição das variáveis de estrutura de propriedade



Fonte: Elaborado pelo autor.

A Figura 3 sintetiza os critérios considerados na classificação das variáveis de estrutura de propriedade. Primeiramente, identifica-se se há na empresa, acionista controlador; se não, cria-se uma variável *dummy* para controle pulverizado (Pulv); se sim, identifica-se o acionista último e cria-se outra variável *dummy*, sendo pessoa física (PF), pessoa jurídica nacional (PJNI), pessoa jurídica internacional (PJI), fundos de investimento ou pensão

(FUNDOS), órgão governo ou empresa estatal (EMP_GOV) ou mista. Esta última caracteriza empresas com os últimos acionistas controladores representados por diferentes grupos. Por fim, identifica-se a participação acionária sobre as ações com direito à voto e sobre o total de ações da empresa.

Vista a possibilidade da emissão de ações com e sem direito a voto no Brasil, caracteriza-se também a participação no controle e na participação total na empresa. A participação no controle representa o percentual de ações com direito a voto (ON) que o(s) último(s) acionista(s) detém do total de ações com direito a voto da empresa. Já a participação total na empresa representa o percentual de ações com e sem direito a voto (ON e PN) do último acionista em relação ao total de ações da empresa.

Os dados de participação no controle e de participação total da empresa são utilizados para construir a variável de diferença do poder de voto (ON_CAPTOTAL).

$$ON_CAPTOTAL_{i,t} = \frac{PC_{i,t}}{PT_{i,t}}$$

Onde, $ON_CAPTOTAL_{i,t}$ representa a diferença de poder de voto; $PC_{i,t}$ a participação no controle (percentual de ações com direito à voto); e $PT_{i,t}$ a participação total (soma das ações com e sem direito à voto).

A diferença do poder de voto é dada pela razão entre o percentual de ações com direito a voto e o percentual de participação no capital total (direito ao fluxo de caixa). Essa variável tem o propósito de identificar desvios entre o poder de voto e o pagamento de JSCP. O aporte empírico para essa variável advém da pesquisa de Silveira e Bellato (2006).

3.3 CLASSIFICAÇÃO DAS EMPRESAS DE ACORDO OS CRITÉRIO DE RESTRIÇÃO FINANCEIRA

Para a realização dos testes empíricos, se faz necessária a classificação das empresas da amostra em dois grupos: as empresas financeiramente restritas; e as financeiramente irrestritas. A classificação quanto ao estado de restrição financeira é realizada anualmente, visto que as empresas podem alterar seu estado de restrição no período de análise tendo em vista as oportunidades de investimento e a disponibilidade de fundos (SCHIANTARELLI, 1996).

Com essa classificação espera-se que empresas com restrição financeira paguem menos JSCP; e apresentem maior dependência do lucro e reserva de lucros comparativamente às empresas sem restrição financeira, e dessas, espera-se que o pagamento de JSCP ocorra sob qualquer condição, visto que essas empresas têm acesso facilitado ao crédito.

3.3.1 Definição das variáveis para captação do estado de restrição financeira

Kaplan e Zingales (1997) apontam a diferença entre o custo de fontes internas e externas como característica de fricção financeira. Entretanto, adotar critérios que distingam as empresas restritas das irrestritas depende do ambiente e da disponibilidade de dados. Diversos são os critérios utilizados, entre os quais podem ser citados: política de dividendos (FAZZARI, HUBBARD e PETERSEN, 1988; ALMEIDA, CAMPELLO e WEISBACH, 2004); tamanho (ALMEIDA, CAMPELLO e WEISBACH, 2004); *rating* (ALMEIDA, CAMPELLO e WEISBACH, 2004); Índice FGV-100, empresas de classe mundial, alavancagem (ZANI e PROCIANOY, 2006); ADR, intersecção entre tamanho e *payout* (PORTAL, ZANI e SCHÖNERWALD, 2012), entre outros.

Considerando critérios já utilizados por outros autores, a realidade brasileira e as limitações dos dados disponíveis, propõem-se os seguintes critérios para a classificação do status financeiro das empresas: emissores de ADR, Tamanho e Governança Corporativa.

3.3.1.1 Emissores de ADR

Pelo critério ADR, as empresas são classificadas anualmente, sendo consideradas irrestritas as emitentes de *American Depositary Receipt* (ADR) de níveis 2 e 3; e restritas, as empresas não emitentes. Justifica-se esse critério em virtude das altas exigências informacionais cobradas pela SEC e o maior acesso ao crédito a um custo menor.

No Brasil, o critério ADR foi utilizado por Portal, Zani e Schönerwald (2012), que apresentaram resultados compatíveis com a teoria.

3.3.1.2 Tamanho

Em relação ao critério tamanho, anualmente, as empresas são classificadas com base no seu tamanho, sendo utilizado como *proxie* o logaritmo natural do ativo total. Assim, são classificadas como financeiramente irrestritas as empresas pertencentes aos três *decis* superiores do total da amostra. Por outro lado, as empresas financeiramente restritas são as que pertencem aos três *decis* inferiores.

Esse critério respalda-se em Frank e Goyal (2002), para quem as empresas maiores têm menor custo de informação e maior acesso ao crédito. No Brasil, esse critério foi utilizado por Portal (2010); Terra (2003); Zani e Procianoy (2006), mostrando-se relevante.

3.3.1.3 Governança Corporativa

O critério governança corporativa considera as empresas participantes do Novo Mercado e Nível II da Bovespa como financeiramente irrestritas, sendo as demais consideradas restritas.

Conforme Silveira e Bellato (2006), a governança corporativa pode ser caracterizada como um conjunto de mecanismos que buscam minimizar os problemas de agência, garantindo retornos mais seguros. Os segmentos especiais de listagem da Bovespa buscam reduzir riscos para os investidores, através de exigências que garantam direitos aos acionistas, independentemente da participação acionária.

Rogers, Securato e Ribeiro (2008) testaram o custo de capital e o retorno ao acionista de acordo com as práticas de governança corporativa. Seus resultados apontam menor custo de capital para empresas com melhores práticas de governança corporativa. Portal (2010) tentou usar a governança corporativa como critério de definição do *status* financeiro da empresa, mas devido à limitação de dados não reportou seus resultados.

Desta forma, acredita-se que a prática de governança corporativa possa ser utilizada como critério de classificação como irrestritas as empresas participantes dos segmentos Novo Mercado e Nível de governança corporativa da Bovespa.

3.3.2 Correlação entre os critérios

Apresenta-se na Tabela 3 a matriz de correlação entre os critérios que buscam caracterizar o *status* financeiro das empresas da amostra.

Tabela 3 - Matriz Correlação entre os critérios de restrição financeira

	ADR	Tamanho	Nm_nii
ADR	1.00		
Tamanho	0.4304	1.00	
Nm_nii	0.0496	0.0861	1.00

Matriz de correlação entre os critérios de restrição.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota-se que a correlação entre os critérios é baixa; portanto, possibilita a análise das empresas restritas e irrestritas nas diferentes estimações.

3.4 MODELO EMPÍRICO

O modelo básico deste estudo é representado pela seguinte regressão múltipla:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_g^k \gamma_g \text{Controle}_{git} + \sum_{j=1}^n \beta_j \text{Estrutura de propriedade}_{jit} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

Y_{it} = Variável dependente referente à distribuição de JSCP pela empresa i no período t .

Controle_{git} representa as variáveis de controle Lucratividade, Tamanho, Governança Corporativa, Benefício não fiscais, Endividamento, Investimento e Payout.

$\text{Estrutura de propriedade}_{jit}$ representa as variáveis independentes da estrutura de propriedade.

ε_{it} é o termo erro, este mede a parcela das variáveis que não é explicada pelo modelo.

Esse modelo foi usado nos testes iniciais, seu objetivo é identificar quais variáveis determinam o pagamento de JSCP, seu montante e como a estrutura de propriedade afeta o pagamento de JSCP.

Num segundo momento, a amostra é separada de acordo com os critérios, já vistos, que definem o *status* financeiro da empresa, classificando-a como restrita ou irrestrita. E, a partir dessa condição, são testadas as variáveis de controle e de estrutura de propriedade, com o propósito de testar as hipóteses deste estudo.

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_h^r \omega_h \text{Restrição Financeira}_{hit} + \sum_g^k \gamma_g \text{Controle}_{git} + \sum_{j=1}^n \beta_j \text{Estrutura de propriedade}_{jit} + \varepsilon_{it}$$

Y_{it} = Variável dependente referente à distribuição de JSCP pela empresa i no período t .

$\text{Restrição Financeira}_{hit}$ representa as variáveis independentes do estado de restrição financeira, sendo h = emissor de ADR, TAM e GC.

Controle_{git} representa as variáveis de controle Lucratividade, Tamanho, Governança Corporativa, Benefício não fiscais, Endividamento, Investimento e Payout.

$\text{Estrutura de propriedade}_{jit}$ representa as variáveis independentes da estrutura de propriedade.

ε_{it} é o termo erro, este mede a parcela das variáveis que não é explicada pelo modelo.

3.5 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Neste capítulo são apresentadas as variáveis utilizadas para testar a influência das restrições e estrutura de propriedade no pagamento de juros sobre o capital próprio. Primeiramente são apresentadas as variáveis dependentes, após as variáveis independentes e por fim, na Tabela 4 um resumo das variáveis.

3.5.1 Variáveis dependentes

$DJSCP_{i,t}$: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa i pagou juros JSCP no ano t , caso contrário zero;

$JSCPAT_{i,t}$: proporção entre o montante pago de JSCP e o ativo total da empresa i no período t . Variável utilizada em Colombo e Terra (2011).

$JSCPPROV_{i,t}$: proporção entre o montante pago de JSCP e o total de proventos distribuídos pela empresa i no período t (Proventos = JSCP+Dividendos). Variável utilizada em Boulton, Braga-Alves e Shastri (2011).

$JSCPMAXJSCP_{i,t}$: é a proporção entre o montante de JSCP distribuído pela empresa i no período t e o montante máximo de JSCP que a empresa poderia ter pago aos acionistas, dentro dos limites legais. Variável utilizada em Colombo e Terra (2011).

$JSCPEBITDA_{i,t}$: é a proporção entre o montante de JSCP pagos e os lucros antes dos impostos, juros e depreciação..

3.5.2 Variáveis Explicativas

a) Medidas de lucratividade

- $RESLUCAT_{i,t}$: proporção entre as reservas de lucro e o ativo total.
- $EBITDAAT_{i,t}$: proporção entre o lucro antes dos juros, impostos e contribuição social adicionada da depreciação dividido pelo ativo total.
- $EBITDAREC_{i,t}$: proporção entre o lucro antes dos juros, impostos e contribuição social adicionada da depreciação dividido pela receita.

b) Medidas substitutas da dívida

- $DEPRECAT_{i,t}$: mede a proporção entre a depreciação e o ativo.

- $DEPRECEBITDA_{i,t}$: mede a proporção entre a depreciação e o ebitda (lucro antes dos juros, impostos e contribuição social adicionada a depreciação).
- $DESPFINAT_{i,t}$: mede a proporção entre as despesas financeiras e ativo total. Entende-se que quanto maior esse índice, menor será o pagamento de JSCP.
- $DESPFINEBITDA_{i,t}$: Proporção entre as despesas financeiras e o ebitda (lucro antes dos juros, impostos e contribuição social adicionada a depreciação).

c) Medida de endividamento

- $ENDFIN_{i,t}$: Proporção entre as dívidas de curto e longo prazos e o ativo total. Variável construída da seguinte forma: $(FinCP + FinLP + DbntCP + DbntLP) / AT$. Onde FinCP é o financiamento de curto prazo, FinLP o financiamento de longo prazo, DbntCP as debêntures de curto prazo, DbntLP as debêntures de longo prazo e AT o ativo total.

d) Medidas de Investimento e oportunidades de investimento

- $Q_{i,t}$: Mede as oportunidades de investimento. Variável é construída da seguinte forma: $(AT - PL + VM) / AT$. Onde AT representa o ativo total, PL o patrimônio líquido, e VM o valor de mercado.
- $CAPEXLAG_{i,t}$: proporção entre os investimentos realizados no período t e o imobilizado no período $t-1$.

e) Medidas de estrutura de propriedade

- $PAR_TO_{i,t}$: Mede a concentração de propriedade. É participação total (ações com (ON) e sem (PN) direito a voto) do acionista majoritário controlador ou soma da participação dos acionistas controladores.
- $PARTON_{i,t}$: Percentual da participação das ações com direito à voto do(s) acionista(s) controlador(es).
- $PARTPN_{i,t}$: Percentual da participação das ações sem direito à voto do(s) acionista(s) controlador(es).
- $ON_CAPTOTAL_{i,t}$: Razão entre o percentual das ações com direito à voto do(s) acionista(s) controlador(es) e o capital total possuído pelo(s) acionista(s) controlador(es). Busca-se identificar possíveis desvios de direito sobre o controle e o fluxo de caixa. Variável utilizada por Colombo e Terra (2011).

- $PF_{i,t}$: *dummy* que assume valor “1” caso o(s) acionista(s) controlador(es) último(s) é/são pessoa(s) física, e zero “0” caso contrário.
- $FAM_{i,t}$: *dummy* que assume valor “1” caso o(s) acionista(s) controlador(es) último(s) é família. Considera-se família quando os acionistas controladores últimos possuem o mesmo sobrenome, e zero “0” caso contrário.
- $PJN_{i,t}$: *dummy* que assume valor “1” caso o(s) acionista(s) controlador(es) último(s) é/são empresas resididas em território brasileiro, e zero “0” caso contrário.
- $PJI_{i,t}$: *dummy* que assume valor “1” caso o(s) acionista(s) controlador(es) último(s) é/são empresas resididas em outros países, e zero “0” caso contrário.
- $EMP_GOV_{i,t}$: *dummy* que assume valor “1” caso o(s) acionista(s) controlador(es) último(s) é/são empresa(s) estatal(is) , e zero “0” caso contrário.
- $FUNDOS_{i,t}$: *Dummy* que assume valor “1” caso o(s) acionista(s) controlador(es) último(s) é/são fundos de pensão ou investimento, e zero “0” caso contrário.
- $MISTA_{i,t}$: *dummy* que assume valor “1” caso o(s) acionista(s) controlador(es) último(s) é/são de diferentes grupos (por exemplo, empresas que possuam em seu controle fundos de investimento e uma família), e zero “0” caso contrário.
- $FUNDPARTI_{i,t}$: *dummy* que assume valor “1” caso tenha a participação de fundos de pensão ou investimentos com mais de 5% no primeiro nível de controle, e zero “0” caso contrário.
- $FUNDPARTII_{i,t}$: *dummy* que assume valor “1” caso tenha a participação de fundos de pensão ou investimentos com mais de 5% no segundo ou demais níveis de controle, e zero “0” caso contrário.
- $CONTRI_{i,t}$: *dummy* que assume valor “1” em empresas não verticalizadas, ou seja, quando o(s) controlador(es) último(s) se encontra(m) no primeiro nível de controle, e zero “0” caso contrário.
- $PULV_{i,t}$: *dummy* que assume valor “1” se a empresa não possuir controlador definido, e zero “0” caso contrário.

f) Demais medidas

- $ADR_{i,t}$: Variável *dummy* que assume valor “1” para empresas emissoras de ADR nível 2 e 3 negociadas na NYSE – New York Stock Exchange -
- $NM_NII_{i,t}$: Variável *dummy* que assume valor “1” se a empresa adere ao Nível II de governança corporativa ou Novo Mercado, caso contrário “0”.

- $LNTA_{i,t}$: Logaritmo natural do tamanho da empresa. Presume-se que empresas maiores pagam mais proventos sob a forma de JSCP.
- $D_DIV_{i,t}$: Variável *dummy* que assume valor “1” se a empresa i paga dividendo no período t , caso contrário “0”.

Tabela 4 - Resumo e Motivação das variáveis utilizadas no estudo

(1) VARIÁVEIS	(2) DESCRIÇÃO	(3) REFERÊNCIAS	(4) JUSTIFICATIVA
Pagamento de JSCP			
DJSCP	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresas que podem JSCP no ano corrente e "0" nas demais.		
JSCPAT	Razão entre o JSCP pago e ativo total.	Colombo e Terra (2011); Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010)	Variáveis dependentes usadas para analisar o pagamento de JSCP.
JSCP_EBITDA	Razão entre o JSCP pago e o Ebitda.		
JSCPmaxJSCP	Razão entre o JSCP pago e o máximo permitido pela legislação.		
JSCPProv	Razão entre o JSCP pago e os proventos totais pagos.		
Tamanho			
LNTA	Logaritmo natural do tamanho.	Almeida, Campello e Weisbach (2004); Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010)	O tamanho pode ter relação positiva com o pagamento de JSCP.
Lucratividade			
EBITDAAT	Razão entre o ebitda e o ativo total.	Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010); Truong e Heaney (2007)	Espera-se que empresas mais lucrativas paguem mais JSCP.
RESLUCAT	Razão entre as reservas de lucro e o ativo total.		
EBITDAREC	Razão entre o ebitda e a receita.		
Substitutos da dívida			
DEPRECAT	Razão entre a depreciação e o ativo total.	Colombo e Terra (2011); Fama e French (2002);	O JSCP e os substitutos da dívida proporcionam benefícios fiscais, portanto acredita-se haver uma relação de substitutividade.
DESPFINAT	Razão entre as despesas financeiras e o ativo total.		
DESPFINEBITDA	Razão entre as despesas financeiras e o ebitda.		
DEPRECEBITDA	Razão entre a depreciação e o ebitda.		
Investimento e Oportunidades de Investimento			
CAPEXLAG	Razão entre os investimentos e o imobilizado no período $t-1$.	Truong e Heaney (2007); Algrighi e Bisinha (2010)	Acredita-se na relação negativa entre o investimento e oportunidade de investimento com o pagamento de JSCP.
Q	Q de Tobin		
Dividendos			
D_DIV	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresas que pagaram dividendos e "0" para as demais.	Truong e Heaney (2007).	Busca-se entender a relação entre os dividendos e o JSCP.
Governança Corporativa			
ADR	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresas que emitem ADR e "0" para as demais.	Byrne e O'Connor (2012); Rogers, Securato e Ribeiro (2008); Truong e Heaney; Zani e Procianny (2006)	Autores encontraram relação positiva entre melhores práticas de governança corporativa e os proventos.
NM_NII	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresas listadas no Novo Mercado e Nível II da Bovespa.		

Continuação da Tabela 4 - Resumo e Motivação das variáveis utilizadas no estudo

Endividamento			
ENDIFIN	Razão entre as dívidas de curto e longo prazo e o ativo total.	Fama e French (2002); truong e Heaney (2007).	Espera-se relação negativa entre o endividamento e o pagamento de JSCP.
Estrutura de Propriedade			
ON_CAPTOTAL	Razão entre o percentual de ações com direito à voto e o percentual do total de ações.		
PAR_TO	Percentual de ações pertencentes ao(s) controlador(es) com e sem direito à voto.		
PF	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresa controlada pela natureza jurídica pessoa física.		
PJN	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresa controlada pela natureza jurídica pessoa jurídica domiciliada no Brasil.		
PJI	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresa controlada pela natureza jurídica pessoa jurídica domiciliada no exterior.		
FAM	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresa controlada pela natureza jurídica família.		
EMP_GOV	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresas controladas pelo estado.		
FUNDOS	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresas controladas por fundos de pensão ou investimentos.	Colombo e Terra (2011) Campos (2006); Truong e Heaney (2007); Silva (2004).	Autores encontraram evidências da relação positiva entre a estrutura de propriedade e o pagamento de JSCP.
MISTA	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresas com diferentes naturezas jurídicas no controle.		
PARTON	Soma do percentual de ações com direito à voto dos controladores.		
PARTPN	Soma do percentual de ações sem direito à voto dos controladores.		
FUNDPARTI	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresas que possuem participação acionária de fundos no primeiro nível (participação direta).		
FUNDPARTII	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresas que possuem participação acionária de fundos no segundo ou mais níveis (participação indireta).		
CONTRI	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresas onde o controlador último apresenta-se no primeiro nível de controle.		
PULV	<i>Dummy</i> que assume valor "1" para empresas que não possuem controlador definido.		

A Tabela 4 apresenta as variáveis usadas no estudo (1), a descrição de cada uma (2), bem como, sua fonte (3) e, por fim, a justificativa de sua utilização (4).

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.6 REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL

Para testar as interações entre a estrutura de propriedade e o estado de restrição financeira sobre o pagamento de JSCP, foram aplicados dois modelos não lineares: o *Probit* e *Tobit*, sobre dados em painel. Os testes foram realizados no software STATA.

Dados em painel, também chamados longitudinais, são dados de variáveis obtidos num determinado período no tempo e analisados numa série de tempo. Segundo Gujarati (2006, p.513), “os dados em painel tem uma dimensão espacial e outra temporal.” A dimensão espacial refere-se ao conjunto de variáveis (empresas, PIB, pessoas) em determinado ano; e a dimensão temporal refere-se ao estudo dessas variáveis ao longo do tempo.

Baltagi (2005) apresenta algumas vantagens na utilização de dados em painel:

a) Controle da heterogeneidade: a análise de dados em painel admite a heterogeneidade entre as variáveis estudadas, sugerindo variáveis explicativas específicas e individuais; portanto, resolvem o problema da omissão de variáveis. Esta é uma das principais razões para utilizar dados em painel;

b) Minimiza efeitos de multicolinearidade: esse efeito é minimizado quando as variáveis são observadas ao longo do tempo. Mais dados sobre cada variável possibilitam estimativas mais eficientes;

c) “Dados em painel geram dados mais informativos, maior variabilidade, menor colinearidade entre as variáveis, maior grau de liberdade e eficiência” (BALTAGI, 2005 p. 5);

d) A dinâmica de ajustamento: dados em painel possibilitam observar tendências de determinadas variáveis ao longo de um período;

e) Permitem construir e testar modelos comportamentais mais complexos.

Baltagi (2005) explica que a regressão com dados em painel incorpora os efeitos séries temporais (*time-series*) e corte transversal (*cross-section*) sob suas variáveis. Uma regressão com dados em painel é definida por:

$$y_{i,t} = \alpha + X'_{i,t}\beta + u_{i,t}$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

Onde, i denota pessoas, empresas, (corte transversal) e t denota o período no tempo (série temporal); α representa o intercepto, β é o coeficiente para X, o qual representa a observação referente à empresa i . O autor explica, ainda, que a maioria das aplicações dos dados em painel utiliza o modelo de erro único para os distúrbios, ou seja:

$$u_{i,t} = \mu_i + v_{i,t}$$

Na qual, μ_i representa os efeitos específicos e individuais não observados; e $v_{i,t}$ representa o restante do distúrbio.

A estimação com dados em painel ocorre de duas maneiras: com o modelo de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios. O modelo de efeitos fixos assume que μ_i é calculado a partir de parâmetros fixos e $v_{i,t}$; é independente e normalmente distribuído. Assim, o modelo de efeitos fixos considera a heterogeneidade constante e individual no período, impactando somente sobre o intercepto. Nesse processo, existem muitos parâmetros e há perda de graus de liberdade, que podem ser evitados no modelo de efeitos aleatórios. No modelo de efeitos aleatórios, μ_i é independente de $v_{i,t}$; e $X_{i,t}$ é independente de μ_i . Ou seja, a heterogeneidade das empresas é considerada como uma variável, que impacta somente nos resíduos da regressão. As características individuais das empresas são aleatórias, extraídas aleatoriamente da amostra.

Neste estudo, as equações foram estimadas por modelos de efeitos aleatórios, devido à estimação pelo método da máxima verossimilhança. Conforme Kennedy (2009), sendo a variável dependente composta por dados censurados, ou seja, há maior número de observações em determinado limite, as estimativas dos mínimos quadrados ordinários ou mínimos quadrados ponderados são viesadas, visto que o pagamento de JSCP não pode assumir valores negativos. Conforme a Tabela 5, como há maior valor de observações com valor zero, propõe-se utilizar os modelos *Probit* e *Tobit* para dados censurados. Conforme Gujarati (2006), os modelos *Probit* e *Tobit* são as duas abordagens mais comumente usadas para o cálculo das estimativas nos modelos que têm variáveis dependentes dicotômicas, ou seja, assumem valor 1 ou 0. Neste estudo são utilizados os modelos *Probit* e *Tobit* visto que os mesmos foram utilizados em estudos semelhantes, como em Colombo e Terra (2011); Truong e Heaney (2007); Boulton, Braga-Alves e Shastri (2011).

3.6.1 O Modelo *Probit*

Para identificar como a estrutura de propriedade e o estado de restrição financeira afetam o pagamento de JSCP, foram criadas duas variáveis *dummy*: uma, para identificar as empresas que efetivamente pagaram JSCP no período t ; sendo-lhes atribuído valor 1; e zero, às demais. A outra *dummy* busca identificar as empresas que poderiam pagar o máximo de JSCP no período t , dado pela legislação vigente, sendo-lhes atribuído valor 1; e às demais, zero. No presente estudo utiliza-se o modelo *Probit* somente nas estimações com a *dummy* JSCP (DJSCP), visto que, esse modelo somente é recomendado para variáveis binárias ou dicotômicas.

No modelo *Probit*, assume-se que a função de distribuição acumulada (FDA) da variável dependente tem distribuição normal; portanto, os efeitos da variação das variáveis independentes sobre a probabilidade de a empresa pagar JSCP ou o máximo de JSCP é normalmente distribuída. Esse fato, segundo Wooldridge (2006), torna o modelo *Probit* mais popular. Além disso, os problemas de especificação são mais facilmente analisados devido às propriedades da distribuição normal.

3.6.2 O Modelo *Tobit*

O modelo *Tobit* é usado quando as variáveis dependentes são censuradas, ou seja, existe uma quantidade significativa de valores zero. O modelo *Tobit* é uma extensão do modelo *Probit*. A variável dependente pode assumir qualquer valor positivo na sua distribuição. Para este estudo, o modelo *Tobit* apresenta o montante do pagamento de JSCP e não somente a propensão em acontecer (modelo *Probit*).

Devido aos significativos avanços dos softwares estatísticos, foi possível a aplicação de técnicas estatísticas mais avançadas para a estimação de modelos econométricos. Os modelos *Probit* e *Tobit* são exemplos disso, pois estudos relacionados ao pagamento de dividendos e JSCP fazem uso desses modelos, como Truong e Heaney (2007); Boulton, Braga-Alves e Shastri (2011); Byrne e O'Connor (2012); Colombo e Terra (2012).

Nesses modelos, as variáveis dependentes apresentam valores positivos não sendo necessário que as variáveis explicativas ou dependentes sejam positivas, isto é, podem assumir qualquer valor.

3.7 TESTE DE WALD

O Teste de Wald é utilizado para testar restrições múltiplas, ou seja, testa a omissão de variáveis. Wooldridge (2006) salienta que há uma difícil estatística por trás deste teste, que é facilmente calculado em muitos softwares estatísticos. Conforme Gujarati (2004), o teste de Wald pode ser usado em regressões lineares ou não, em pequenas ou grandes amostras. No presente estudo esse teste foi utilizado para identificar se a omissão das variáveis *dummy* referentes a ano e setor afetaria o resultado final; portanto, nas estimações em que o coeficiente não se mostrou estatisticamente significativo, as variáveis de ano, setor ou ambas foram excluídas e uma nova estimação foi realizada.

4 RESULTADOS

Neste capítulo são apresentadas as estatísticas descritivas e os resultados das regressões. Primeiramente, são apresentadas as estatísticas descritivas, após, resultados tabulados das regressões pelos modelos *Probit* e *Tobit* e, por fim, um comparativo dos resultados desta pesquisa com alguns estudos prévios.

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas da amostra total em relação a cada variável; da subamostra, com base nos critérios de restrição financeira; da subamostra das empresas que poderiam pagar o máximo de JSCP; e da relação entre as empresas que pagam JSCP e as que poderiam pagar o máximo de JSCP permitido pela legislação. As colunas entre os critérios de restrição apresentam o Teste T de diferença de médias.

Verifica-se que as empresas financeiramente restritas comprometem entre 6,90% e 7,06% de seu ativo com despesas financeiras (*despfinat*). Por outro lado, empresas irrestritas comprometem entre 5,79% e 6,42% de seu ativo com tais despesas, o que sugere que empresas que sofrem mais com as fricções financeiras são taxadas com juros mais altos. Outro resultado que vem ao encontro a essa hipótese é o endividamento financeiro (*endifin*). Como esperado, empresas restritas se endividam menos do que as irrestritas: aquelas comprometem entre 19,33% e 25,68% de seu ativo com capital de terceiros, enquanto as irrestritas comprometem índices entre 26,65% e 30,71% do ativo total com capital de terceiros.

Observa-se, também, que empresas irrestritas apresentam reservas de lucro entre 3,63% e 11,19% do ativo total, enquanto as restritas têm entre 0,41% e 4,09%. Ainda, as empresas irrestritas têm lucro maior em relação aos lucros antes dos juros, imposto de renda e contribuição social (*ebitdaat*) do que as empresas restritas, índice que varia entre 3,48% e 5,32% e entre 2,37% e 4,30% do ativo total, respectivamente. Em relação à depreciação, empresas irrestritas apresentam maiores índices relativos ao ativo total; portanto, obtêm maiores benefícios não fiscais, visto que a depreciação, assim como o JSCP, é deduzida antes da base de cálculo do IR e CSLL.

A medida Q de Tobin (q) apresentou-se superior para as empresas irrestritas em todos os critérios, variando entre 1,27 e 1,70. Observa-se que o maior valor Q ocorreu no critério

governança corporativa (*GCNMN2*), o que significa que empresas com melhores práticas de governança corporativa têm maiores oportunidades de investimento. Comparativamente às empresas irrestritas, as restritas apresentam variação do Q de Tobin entre 1,10 e 1,23.

Tabela 5 - Estatísticas descritivas da amostra total, da subamostra quanto ao estado de restrição financeira, da subamostra das empresas que poderiam pagar o máximo de JSCP e da relação entre as empresas que pagam JSCP com as que poderiam pagar o máximo

Variáveis	(a) Amostra total		(b) ADR		Teste T	(c) TAMANHO		Teste T	(d) GCNMN2		Teste T	(e) Máximo JSCP		Teste T	(f) JSCP com Max		Teste T
			Irrestrita	Restrita		Irrestrita	Restrita		Irrestrita	Restrita		S	N		S	N	
jscp_ebitda	Méd	0.068296	0.3115	0.03659	0.01*	0.13605	0.0621	0.49	0.028086	0.076057	0.58	0.081523	0.025951	0.46	0.330117	0	0.00*
	DP	1.458086	4.18794	0.34096		2.566085	0.51414		0.066388	1.592282		1.66817	0.150209		3.347883	0	
jscpmaxjscp	Méd	0.144023	0.19763	0.14404	0.02**	0.181368	0.16069	0.35	0.164303	0.149063	0.50	0.151483			0.622936	0	0.00*
	DP	0.305091	0.39066	0.3189		0.355271	0.32937		0.333176	0.329695		0.330193			0.39342	0	
dmaxjscp	Méd	0.750818	0.92562	0.73168	0.00*	0.833333	0.68224	0.00*	0.752941	0.753752	0.97	1	0		1	0	
	DP	0.432641	0.26293	0.4432		0.372969	0.46597		0.431937	0.430944		0	0		1	0	
djscp	Méd	0.208041	0.31818	0.19399	0.00*	0.281932	0.19626	0.00*	0.202941	0.209005	0.80	0.243176	0.100569	0.00*	1	0	
	DP	0.406001	0.46674	0.39553		0.450291	0.39748		0.402782	0.406711		0.429134	0.301043		0	0	
jscpato	Méd	0.004167	0.0068	0.00451	0.01*	0.005363	0.00604	0.36	0.004362	0.004842	0.50	0.005788	0.00164	0.00*	0.0238	0	0.00*
	DP	0.010289	0.0128	0.01195		0.011358	0.0147		0.010711	0.012311		0.013222	0.00661		0.017045	0	
jscpprov	Méd	0.120945	0.13028	0.1194	0.50	0.12578	0.16398	0.01*	0.107062	0.1239	0.26	0.119796	0.127994	0.62	0.401255	0	0.00*
	DP	0.221877	0.19985	0.22535		0.218906	0.24186		0.222999	0.221614		0.215453	0.25828		0.206243	0	
despfinat	Méd	0.068138	0.06065	0.0691	0.02**	0.064279	0.07061	0.04**	0.057913	0.070071	0.00*	0.068202	0.067943	0.92	0.059595	0.070991	0.00*
	DP	0.054108	0.05098	0.05443		0.050006	0.0589		0.045742	0.055348		0.055049	0.051171		0.044003	0.057922	
deprecat	Méd	0.030782	0.0484	0.02856	0.00*	0.035346	0.02554	0.00*	0.032601	0.030443	0.14	0.032326	0.026052	0.00*	0.037407	0.030703	0.00*
	DP	0.024827	0.03383	0.0225		0.026785	0.02103		0.025618	0.02467		0.024604	0.024934		0.027456	0.023401	
endifin	Méd	0.258397	0.30014	0.25307	0.00*	0.307109	0.19333	0.00*	0.266514	0.256862	0.34	0.267899	0.229331	0.00*	0.221027	0.282959	0.00*
	DP	0.172035	0.13076	0.17592		0.154964	0.17482		0.164226	0.173473		0.17109	0.171821		0.148442	0.175167	
despfinebitda	Méd	0.443425	0.46418	0.24112	0.59	0.169608	-0.0981	0.49	0.410951	0.239202	0.63	0.51054	-0.51461	0.00*	0.291467	0.58238	0.00*
	DP	3.679088	0.67633	6.3192		6.205099	7.37752		2.035373	6.432329		1.737522	11.77221		2.024296	1.627115	
deprecebitda	Méd	0.300347	0.42531	0.26836	0.10***	0.321143	0.23922	0.28	0.385951	0.267163	0.15	0.302217	0.23577	0.35	0.303574	0.301774	0.96
	DP	1.495434	0.35996	1.43586		1.177723	1.45453		1.259516	1.374635		0.594654	2.573419		0.344175	0.656171	
reslucac	Méd	0.040193	0.11192	0.03098	0.00*	0.061436	0.00413	0.00*	0.036303	0.040929	0.71	0.082395	-0.09117	0.00*	0.136891	0.064755	0.00*
	DP	0.206671	0.17091	0.20909		0.130244	0.29745		0.14416	0.216502		0.184988	0.215455		0.129249	0.196558	
ebitdaat	Méd	0.044982	0.0348	0.04305	0.35	0.048297	0.02375	0.00*	0.0532	0.039956	0.08***	0.067218	-0.03801	0.00*	0.080083	0.062992	0.00*
	DP	0.094841	0.0866	0.13141		0.082277	0.18564		0.085177	0.133541		0.09129	0.180722		0.08994	0.091373	
q	Méd	1.248667	1.33355	1.23784	0.06***	1.269065	1.10319	0.00*	1.704658	1.162487	0.00*	1.296315	1.102919	0.00*	1.375377	1.270912	0.01*
	DP	0.735122	0.48935	0.7602		0.563764	0.66075		1.073059	0.615424		0.739675	0.701874		0.7595	0.731696	
ebitdarec	Méd	0.104972	0.06324	0.11043	0.81	0.030686	0.15366	0.56	0.080325	0.109748	0.87	0.157176	-0.06321	0.15	0.097556	0.176777	0.21
	DP	2.910535	0.16243	3.09467		1.742085	5.03114		0.222822	3.178696		1.081376	5.657598		0.126184	1.24394	
on_capttotal	Méd	1.521349	1.51581	1.52205	0.90	1.528906	1.48047	0.21	1.514192	1.52275	0.84	1.529671	1.49654	0.35	1.550533	1.52308	0.51
	DP	0.675303	0.60104	0.6843		0.724601	0.58786		0.63636	0.682843		0.680471	0.659729		0.803638	0.636905	
par_to	Méd	50.86148	50.257	50.9392	0.72	51.72248	53.1283	0.36	52.51937	50.54663	0.23	50.44835	52.13545	0.23	50.21932	50.52157	0.85
	DP	27.72805	27.8851	27.7144		28.26093	26.4161		26.76454	27.90352		28.09074	26.56463		28.40888	27.99979	
pf	Méd	0.187619	0.17155	0.18968	0.50	0.18612	0.19968	0.54	0.197015	0.185836	0.63	0.188525	0.184825	0.85	0.203125	0.18386	0.40
	DP	0.390501	0.37778	0.39216		0.389511	0.40008		0.398339	0.389084		0.391254	0.388534		0.40285	0.387531	

Continuação da TABELA 5 - Estatísticas descritivas da amostra total, da subamostra quanto ao estado de restrição financeira, da subamostra das empresas que poderiam pagar o máximo de JSCP e da relação entre as empresas que pagam JSCP com as que poderiam pagar o máximo

Variáveis	(a) Amostra Total		(b) ADR		Teste T	(c) Tamanho		Teste T	(d) GC_NMN2		Teste T	(e) Máximo JSCP		Teste T	(f) JSCP com Max		Teste T
			Irrestrito	Restrito		Irrestrito	Restrito		Irrestrito	Restrito		Irrestrito	Restrito		Irrestrito	Restrito	
pjn	Méd	0.190476	0.23013	0.18538	0.10***	0.222398	0.16586	0.01*	0.18209	0.192068	0.67	0.187894	0.198444	0.60	0.263021	0.163894	0.00*
	DP	0.39277	0.4218	0.38871		0.416185	0.37226		0.386496	0.394038		0.390751	0.399217		0.440848	0.370333	
pji	Méd	0.140476	0.13389	0.14132	0.76	0.135647	0.15781	0.27	0.104478	0.147309	0.04**	0.144388	0.128405	0.37	0.114583	0.15391	0.56
	DP	0.347563	0.34125	0.34845		0.342683	0.36486		0.306337	0.354514		0.351594	0.334866		0.318934	0.361013	
fam	Méd	0.268571	0.29289	0.26545	0.37	0.263407	0.2496	0.58	0.331343	0.256657	0.00*	0.272383	0.256809	0.49	0.234375	0.284526	0.05**
	DP	0.443322	0.45604	0.44169		0.440829	0.43313		0.4714	0.436912		0.445327	0.437299		0.42416	0.451376	
emp_gov	Méd	0.067619	0.04603	0.07039	0.16	0.048896	0.09984	0.00*	0.059702	0.069122	0.53	0.061791	0.085603	0.06***	0.052083	0.064892	0.36
	DP	0.251151	0.20998	0.25588		0.215821	0.30003		0.237287	0.253733		0.240851	0.28005		0.222485	0.246438	
fundos	Méd	0.034762	0.0251	0.036	0.39	0.029969	0.02899	0.92	0.038806	0.033994	0.66	0.030265	0.048638	0.05**	0.018229	0.03411	0.11
	DP	0.18322	0.15677	0.18635		0.170635	0.1679		0.193421	0.181266		0.171369	0.21532		0.133954	0.181587	
mista	Méd	0.038571	0.0251	0.0403	0.25	0.039432	0.04348	0.72	0.035821	0.039094	0.78	0.034048	0.052529	0.06***	0.023438	0.037438	0.19
	DP	0.192617	0.15677	0.19672		0.194775	0.2041		0.186121	0.193872		0.18141	0.223309		0.151486	0.189911	
parton	Méd	67.17714	67.2346	67.1698	0.97	68.33379	69.2892	0.54	69.19782	66.79361	0.16	66.85598	68.16811	0.36	67.0093	66.80701	0.91
	DP	28.43988	29.3695	28.3264		28.7041	25.8601		26.83407	28.72575		28.99337	26.66244		29.85912	28.7238	
partpn	Méd	23.34832	24.7331	23.1705	0.46	24.89855	22.8213	0.22	25.73298	22.89571	0.12	23.39409	23.20712	0.90	24.47302	23.0494	0.43
	DP	30.58548	30.5135	30.5984		31.01794	29.5553		30.98913	30.49608		30.76136	30.06545		31.5561	30.50843	
fundpartii	Méd	0.262857	0.25105	0.26437	0.66	0.246057	0.26409	0.46	0.253731	0.264589	0.68	0.241488	0.328794	0.00*	0.213542	0.250416	0.14
	DP	0.44029	0.43452	0.44112		0.431052	0.4412		0.435797	0.441239		0.428121	0.470233		0.410342	0.433433	
fundpartii	Méd	0.120057	0.13389	0.11828	0.48	0.130915	0.14493	0.47	0.125749	0.11898	0.73	0.115385	0.134503	0.25	0.145833	0.105657	0.03**
	DP	0.325106	0.34125	0.32303		0.337574	0.35231		0.332063	0.323857		0.319586	0.341525		0.3534	0.307526	
contri	Méd	0.551905	0.53138	0.55454	0.50	0.550473	0.58132	0.27	0.543284	0.553541	0.73	0.545397	0.571984	0.29	0.565104	0.539102	0.37
	DP	0.497417	0.50006	0.49715		0.497839	0.49374		0.498868	0.497266		0.498092	0.495273		0.49639	0.498676	
pulv	Méd	0.091905	0.09623	0.09135	0.81	0.096215	0.0628	0.03**	0.074627	0.095184	0.23	0.098361	0.071984	0.07***	0.101563	0.097338	0.81
	DP	0.28896	0.29553	0.28818		0.295118	0.2428		0.263181	0.293552		0.297896	0.258714		0.302466	0.296541	
capexlag	Méd	0.068394	0.10119	0.06411	0.00*	0.081519	0.04823	0.00*	0.093153	0.063775	0.00*	0.072774	0.054146	0.00*	0.078666	0.07082	0.06***
	DP	0.071081	0.07259	0.06977		0.071793	0.05987		0.083059	0.067647		0.069821	0.073319		0.05885	0.073014	
lnta	Méd	14.28842	16.4667	14.0105	0.00*	16.24736	12.308	0.00*	14.43511	14.2607	0.08**	14.47553	13.71609	0.00*	14.54229	14.45408	0.37
	DP	1.7091	1.26923	1.5512		0.972096	0.84314		1.205231	1.787365		1.68331	1.661043		1.61856	1.703683	
D_div	Méd	0.6989247	0.89256	0.67422	0.00*	0.825545	0.55919	0.00*	0.764706	0.68649	0.00*	0.800869	0.3871	0.00*	0.951531	0.81132	0.00*
	DP	0.4588326	0.31031	0.46879		0.379796	0.49687		0.424808	0.46405		0.399471	0.48755		0.21503	0.395	

A Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas, média (Méd), desvio padrão (DP) e teste de diferença de médias (Teste T), das variáveis usadas no estudo. Na coluna (a) é apresentado a média (Méd) e o desvio padrão (DP) da amostra total. A coluna (b) apresenta a média e desvio padrão das empresas restritas e irrestritas de acordo com o critério ADR. A coluna (c) apresenta a média e desvio padrão das empresas restritas e irrestritas de acordo com o critério tamanho. A coluna (d) a média e desvio padrão das empresas restritas e irrestritas de acordo com o critério governança corporativa. As colunas (e) e (f) consideram as empresas que podem pagar o máximo de JSCP e empresas que pagam JSCP e poderiam aumentar esse montante dentro o período de 2000 até 2009.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Seguindo, quando observado os resultados do Teste T das variáveis de estrutura de propriedade percebe-se que, com poucas exceções, nenhuma apresenta significância estatística. Portanto, a estrutura de propriedade sob os critérios de restrição financeira pouco influenciam no pagamento de juros sobre o capital próprio.

A variável investimentos realizados (*capexlag*) se mostra significativamente diferente entre as empresas irrestritas e restritas. A variação foi de 8,15% a 10,12% nas empresas irrestritas e de 4,82% a 6,41% sobre o ativo total nas empresas restritas. Quanto ao tamanho (*lnta*), empresas irrestritas são, em média, maiores (variação entre 14,43 e 16,46) do que as empresas restritas (variação entre 12,31 e 14,26). Por fim, entre os critérios de classificação, a média do número de empresas que pagam dividendos é maior nas empresas financeiramente irrestritas.

Sintetizando, os resultados acima apresentados revelam que empresas irrestritas são, em média, maiores, com mais oportunidades de investimento, maior depreciação, maior reserva de lucro, mais dívidas a um menor custo em relação às empresas financeiramente restritas. Portanto, entende-se que: empresas irrestritas são maiores, investem mais e têm mais condições de distribuir lucros. Como esperado, esses resultados confirmam a hipótese de que empresas sem restrição financeira têm maior acesso e disponibilidade de recursos.

As próximas colunas da Tabela 5 se referem à análise da variável *dmaxjscp* (“S” para as empresas que poderiam pagar o máximo de JSCP e “N” para as demais). A variável *dmaxjscp* é uma *dummy* para as empresas que poderiam aumentar seu pagamento de JSCP. Por fim, a última coluna refere-se às empresas que pagam JSCP e podem pagar o máximo permitido pela legislação.

Analisando as estatísticas das empresas que não poderiam pagar o máximo de JSCP permitido pela legislação, percebe-se que elas apresentam médias negativas nas variáveis *reslucacat* e *ebitdaat*, indicando prejuízos no ano corrente e também no anterior. A variável *reslucacat* mede a proporção entre as reservas de lucro e o ativo total, e a variável *ebitdaat*, a proporção entre o lucro antes dos juros, impostos e contribuição social, mais a depreciação pelo ativo total. Nota-se, ainda, que empresas que poderiam pagar o máximo de JSCP têm maiores oportunidades de investimento (variável *q* com média 1,29) e maior endividamento.

As empresas que pagam JSCP e poderiam pagar o máximo têm níveis de endividamento inferiores à média total da amostra: 22,1% do ativo contra 25,85%, respectivamente. Isso aponta mais um motivo para o pagamento de JSCP, pois essas empresas têm menor benefício fiscal dado seu menor endividamento. Também possuem maior média de reserva de lucros: 13,69% do ativo contra 4,02% do total da amostra e maiores oportunidades

de investimento (q); além disso, a grande maioria distribui dividendos, (variável d_div com média 95,15% contra 69,89% da amostra total). Esse resultado sinaliza que 95,15% das empresas que pagam JSCP e poderiam aumentar esse montante também distribuem lucros aos acionistas sob a forma de dividendos. A variável $deprecat$ (proporção entre depreciação e ativo total) explica o resultado. A depreciação é concorrente do pagamento de JSCP. Ambos são dedutíveis da base de cálculo do IR e CSLL. As empresas que pagam JSCP e poderiam aumentar esse montante, depreciam em média 21,42% do que a média da amostra (3,74% contra 3,08%). Portanto, essas empresas poderiam estar se beneficiando com os substitutos dos JSCP.

Na Tabela 6, são apresentadas as estatísticas descritivas das empresas que pagam JSCP e poderiam aumentar esse montante pago, bem como, das empresas que não pagam JSCP e poderiam pagar o máximo, com base nos três critérios de restrição financeira. Verifica-se que empresas restritas que, com base nos critérios ADR e Tamanho, pagam JSCP e poderiam aumentar esse montante, distribuem proporção maior de proventos sob a forma de JSCP do que as empresas irrestritas. Para empresas irrestritas, o índice varia entre 36,29% e 36,55%; e, entre 40,97% e 46,59%, nas restritas. Nesse mesmo grupo de empresas, uma das variáveis que medem os substitutos ao pagamento de JSCP ($deprecat$) apresenta média mais elevada nas empresas irrestritas que nas restritas. A variável $deprecat$ varia entre 4,24% e 6,42% para empresas irrestritas; e 2,92% a 3,13%, em empresas restritas.

A variável reserva de lucros apresenta média superior nas empresas restritas, exceto no critério ADR, em que as empresas irrestritas que pagam JSCP e poderiam aumentar o montante pago apresentam maior reserva de lucros. As medidas, tamanho ($lnta$) e investimento ($capexlag$) são sistematicamente maiores em empresas irrestritas que pagam JSCP e poderiam aumentar esse montante do que nas empresas restritas. As medidas de estrutura de propriedade não apresentaram significância estatística em nenhum dos critérios.

Analisando o grupo de empresas que não pagam JSCP, mas poderiam beneficiar-se com o pagamento de JSCP, a depreciação ($deprecat$) e o endividamento ($endifin$) apresentam coeficientes sistematicamente maiores em todos os critérios de restrição das empresas irrestritas do que nas empresas restritas. A variável que mede a proporção entre as despesas financeiras e o ativo ($desfinat$) é sistematicamente maior em empresas restritas; portanto, neste grupo ficam claros os efeitos das fricções financeiras sobre as empresas.

As reservas de lucros são maiores em empresas irrestritas que podem pagar JSCP e não o fazem do que nas empresas restritas que não pagam JSCP. A medida Q de Tobin também é sistematicamente maior em empresas irrestritas que poderiam pagar JSCP do que

nas restritas. As medidas *capexlag*, *lnta* e *D_div* apresentam médias sistematicamente maiores nas empresas irrestritas que não pagam JSCP e que poderiam pagar, comparativamente às empresas restritas. Ou seja, empresas que não pagam JSCP, mas poderiam beneficiar-se com o pagamento de JSCP são maiores, investem mais e a maioria opta pelo pagamento de dividendos.

Tabela 6 - Estatísticas descritivas: JSCP nos critérios do estado de restrição financeira

Variáveis		(1) JSCP (S) com Max			(2) JSCP (N) com Max			(1) JSCP (S) com Max			(2) JSCP (N) com Max			(1) JSCP (S) com Max			(2) JSCP (N) com Max		
		ADR		Teste t	ADR		Teste t	CRITAM		Teste t	CRITAM		Teste t	NOVO MERC._NII		Teste t	NOVO MERC._NII		Teste t
		Irrestrita	Restrita		Irrestrita	Restrita		Irrestrita	Restrita		Irrestrita	Restrita		Irrestrita	Restrita		Irrestrita	Restrita	
jscp_ ebitda	Méd	0.97336	0.17449	0.06***	0	0	0.63	0.519761	0.28045	0	0	0.62	0.135836	0.367409	0	0	0		
	DP	7.41921	0.78856		0	0		5.112223	1.15768		0		0	0.077864		3.654673		0	0
Jscp- maxjscp	Méd	0.59025	0.63067	0.42	0	0	0.54	0.610264	0.63982	0	0	0.33	0.667644	0.614375	0	0	0		
	DP	0.47439	0.37216		0	0		0.403964	0.35436		0		0	0.339243		0.402861		0	0
dmaxjscp	Méd	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	0	1	1	0	1	1		
	DP	0	0		0	0		0	0		0		0	0		0	0	0	
djscp	Méd	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1	0	0	0		
	DP	0	0		0	0		0	0		0		0	0		0	0	0	
jscp at	Méd	0.02144	0.02436	0.18	0	0	0.00*	0.019366	0.03231	0	0	0.60	0.022752	0.024	0	0	0		
	DP	0.01447	0.01757		0	0		0.014225	0.01822		0		0	0.013958		0.017586		0	0
jscp prov	Méd	0.36549	0.40972	0.09***	0	0	0.00*	0.362862	0.46587	0	0	0.79	0.394941	0.402464	0	0	0		
	DP	0.16117	0.21488		0	0		0.216796	0.12454		0		0	0.228884		0.201976		0	0
despfinat	Méd	0.05517	0.06065	0.33	0.0603	0.0725	0.02**	0.060852	0.0478	0.01*	0.06546	0.0792	0.00*	0.052854	0.06089	0.18	0.062863	0.072528	
	DP	0.03397	0.04605		0.0558	0.0581		0.043442	0.04064		0.05347	0.06433		0.036829	0.045186		0.0508	0.05907	
deprecat	Méd	0.06417	0.03131	0.00	0.0415	0.0292	0.00*	0.042449	0.0297	0.00*	0.03441	0.02745	0.00*	0.035446	0.037787	0.54	0.032378	0.030392	
	DP	0.0409	0.01866		0.0267	0.0225		0.033313	0.0169		0.02356	0.02187		0.018564	0.028872		0.025956	0.022896	
endifin	Méd	0.24268	0.2159	0.16	0.3219	0.2775	0.00*	0.265258	0.12761	0.00*	0.33233	0.22163	0.00*	0.208473	0.223431	0.46	0.315157	0.276909	
	DP	0.11976	0.15417		0.1248	0.1804		0.134199	0.14157		0.15828	0.17657		0.141529	0.149817		0.161225	0.177086	
Despfin- ebitda	Méd	0.30785	0.28756	0.94	0.476	0.5976	0.40	0.407886	0.02854	0.21	0.48117	0.61217	0.31	0.339095	0.282296	0.84	0.537268	0.590953	
	DP	0.23291	2.25083		0.5988	1.7248		0.330079	3.76371		1.74496	1.57877		0.240837	2.208551		0.838958	1.737097	
Deprec- ebitda	Méd	0.46617	0.26464	0.00*	0.372	0.2917	0.17	0.344753	0.28299	0.07***	0.34521	0.28817	0.35	0.239841	0.315884	0.11	0.358704	0.29084	
	DP	0.23784	0.35445		0.3671	0.6872		0.209893	0.34272		0.83435	0.72809		0.092278	0.372619		1.117924	0.523052	
resluc at	Méd	0.1692	0.12925	0.02**	0.1127	0.0581	0.00*	0.10161	0.22295	0.00*	0.06766	0.03928	0.08***	0.087307	0.146386	0.00*	0.053488	0.066877	
	DP	0.10108	0.13406		0.1444	0.2019		0.104645	0.13667		0.13296	0.28012		0.087767	0.133773		0.148359	0.204362	
ebitda at	Méd	0.01216	0.09657	0.00*	0.0538	0.0643	0.19	0.097319	0.05713	0.00*	0.0603	0.05457	0.40	0.092556	0.077681	0.23	0.073161	0.061043	
	DP	0.08647	0.08286		0.078	0.0931		0.08844	0.09133		0.07675	0.10051		0.054149	0.095176		0.075819	0.093969	
q	Méd	1.33607	1.38468	0.62	1.3264	1.2632	0.32	1.386437	1.29908	0.35	1.28569	1.0895	0.00	1.727485	1.307952	0.00*	1.784284	1.174436	
	DP	0.38461	0.82381		0.5073	0.7575		0.673994	0.84754		0.52326	0.56086		0.96357	0.695529		1.218573	0.547098	
Ebitda- rec	Méd	0.02056	0.11618	0.00*	0.099	0.1879	0.42	0.095575	0.0781	0.30	0.11654	0.16082	0.71	0.119032	0.093434	0.14	0.124021	0.186931	
	DP	0.15692	0.11001		0.1443	1.3288		0.158111	0.08604		1.87644	0.92251		0.086198	0.132192		0.144001	1.356796	
on_ cap- total	Méd	1.56893	1.54626	0.84	1.4956	1.5269	0.60	1.63813	1.4843	0.16	1.50635	1.45386	0.27	1.4883	1.562336	0.53	1.54921	1.517854	
	DP	0.60473	0.84399		0.6037	1.5269		0.982863	0.56146		0.61757	0.57734		0.709187	0.820908		0.628329	0.63882	
par_ to	Méd	45.5951	51.3232	0.12	51.287	50.415	0.72	47.68622	54.1026	0.06	52.2108	53.394	0.58	56.5545	49.04614	0.06***	51.13679	50.40378	
	DP	27.6715	28.5149		28.119	27.995		27.11136	27.4895		29.0706	26.6932		32.45539	27.49071		25.84943	28.4035	

Continua próxima página

VARIÁVEIS		JSCP (S) com Max		Teste t	JSCP (N) com Max		Teste t	JSCP (S) com Max		Teste t	JSCP (N) com Max		Teste t	JSCP (S) com Max		Teste t	JSCP (N) com Max		Teste t
		ADR			ADR			CRITAM			CRITAM			NOVO MERC. NII			NOVO MERC. NII		
		Irrestrita	Restrita		Irrestrita	Restrita		Irrestrita	Restrita		Irrestrita	Restrita		Irrestrita	Restrita		Irrestrita	Restrita	
pf	Méd	0.17568	0.20968	0.51	0.1769	0.1848	0.82	0.24359	0.2243	0.64	0.16712	0.18553	0.53	0.3	0.185185	0.04**	0.181347	0.184341	0.92
	DP	0.38314	0.40774		0.3829	0.3883		0.43063	0.41908		0.37358	0.38934		0.462125	0.389049		0.462125	0.389049	
pjn	Méd	0.22973	0.27097	0.47	0.2109	0.1573	0.10***	0.262821	0.26168	0.98	0.1779	0.15723	0.47	0.2	0.274691	0.23	0.170985	0.162537	0.77
	DP	0.42353	0.44518		0.4093	0.3643		0.441583	0.44162		0.38294	0.36459		0.403376	0.447049		0.403376	0.447049	
pji	Méd	0.10811	0.11613	0.85	0.1565	0.1536	0.93	0.076923	0.15888	0.04**	0.16442	0.17296	0.77	0.05	0.126543	0.09***	0.134715	0.157582	0.42
	DP	0.31264	0.3209		0.3645	0.3607		0.267328	0.36728		0.37116	0.37881		0.219784	0.332975		0.219784	0.332975	
fam	Méd	0.27027	0.22581	0.42	0.2925	0.2834	0.82	0.23718	0.21495	0.67	0.28571	0.24843	0.27	0.3	0.222222	0.19	0.357513	0.270565	0.01*
	DP	0.44713	0.41879		0.4565	0.4509		0.426723	0.41272		0.45236	0.43278		0.462125	0.416383		0.462125	0.416383	
emp_gov	Méd	0.04054	0.05484	0.62	0.0544	0.0664	0.58	0.044872	0.05607	0.68	0.04852	0.10063	0.01*	0.033333	0.055556	0.48	0.046632	0.068385	0.26
	DP	0.19857	0.22803		0.2276	0.249		0.207689	0.23115		0.21515	0.30131		0.18102	0.229416		0.18102	0.229416	
fundos	Méd	0.02703	0.01613	0.53	0.0204	0.036	0.33	0.019231	0.00935	0.52	0.03504	0.0283	0.62	0.016667	0.018519	0.92	0.036269	0.033697	0.86
	DP	0.16327	0.12618		0.1419	0.1864		0.137778	0.09667		0.18413	0.1661		0.129099	0.135025		0.129099	0.135025	
mista	Méd	0.02703	0.02258	0.82	0.0204	0.0398	0.25	0.032051	0.01869	0.51	0.04043	0.04088	0.98	0.05	0.018519	0.14	0.025907	0.039643	0.36
	DP	0.16327	0.1488		0.1419	0.1956		0.176704	0.13607		0.19723	0.19833		0.219784	0.135025		0.219784	0.135025	
parton	Méd	63.1822	67.9229	0.22	67.848	66.662	0.64	65.9375	71.337	0.13	68.3088	68.5757	0.90	70.192	66.41991	0.37	69.34326	66.32187	0.18
	DP	30.5563	29.6674		29.603	28.611		28.53396	28.0708		29.3898	26.1653		31.00546	29.65388		31.00546	29.65388	
partpn	Méd	20.8497	25.3379	0.27	25.996	22.639	0.21	23.79846	26.9579	0.42	25.3708	22.8748	0.29	31.267	23.21488	0.07***	23.55477	22.95274	0.80
	DP	29.0255	32.1144		30.813	30.458		28.68169	33.8653		31.8239	29.0811		37.51227	30.22522		37.51227	30.22522	
Fund-parti	Méd	0.2973	0.19355	0.05**	0.2109	0.2559	0.24	0.24359	0.19626	0.37	0.24528	0.25157	0.85	0.233333	0.209877	0.68	0.233161	0.253717	0.55
	DP	0.46019	0.39572		0.4093	0.4366		0.43063	0.39904		0.43084	0.4346		0.426522	0.40785		0.426522	0.40785	
Fund-partii	Méd	0.14865	0.14516	0.94	0.1224	0.1033	0.48	0.173077	0.18692	0.77	0.1186	0.12579	0.77	0.2	0.135803	0.20	0.098446	0.107037	0.72
	DP	0.35817	0.35283		0.3289	0.3045		0.379532	0.39168		0.32375	0.33213		0.403376	0.343109		0.403376	0.343109	
contri	Méd	0.52703	0.57419	0.46	0.5374	0.5393	0.97	0.551282	0.57944	0.65	0.54178	0.57547	0.38	0.5	0.577161	0.27	0.528497	0.54113	0.75
	DP	0.50268	0.49526		0.5003	0.4987		0.498965	0.49597		0.49892	0.49505		0.50422	0.494775		0.50422	0.494775	
pulv	Méd	0.12162	0.09677	0.53	0.0952	0.0976	0.91	0.089744	0.07477	0.67	0.10243	0.07233	0.17	0.083333	0.104938	0.61	0.072539	0.102081	0.20
	DP	0.32908	0.29613		0.2945	0.297		0.286735	0.26425		0.30362	0.25944		0.278718	0.306948		0.278718	0.306948	
capexlag	Méd	0.10044	0.07338	0.00*	0.1029	0.0662	0.00*	0.085544	0.06208	0.00*	0.08325	0.05447	0.00*	0.08347	0.077723	0.48	0.095085	0.066354	0.00*
	DP	0.06553	0.05596		0.0774	0.0712		0.058108	0.05026		0.07632	0.06366		0.057098	0.059229		0.057098	0.059229	
lnta	Méd	16.3452	14.1157	0.00*	16.64	14.15	0.00*	16.08851	12.4582	0.00*	16.4176	12.4495	0.00*	14.57342	14.53633	0.87	14.57788	14.43081	0.27
	DP	0.9428	1.44202		1.3627	1.514		0.737478	0.64776		1.09664	0.76097		1.34776	1.667136		1.34776	1.667136	
D_div	Méd	0.986667	0.94322	0.116	0.89933	0.732	0.00*	0.9496855	0.9818182	0.172	0.835106	0.60976	0.00*	0.952381	0.95137	0.97	0.8186528	0.7400195	0.02**
	DP	0.11547	0.23179		0.30191	0.4431		0.2192837	0.13422		0.371579	0.48855		0.214669	0.21543		0.214669	0.21543	

Estadísticas descriptivas das variáveis utilizadas baseadas na amostra total. Fazem parte desta tabela empresas que pagam JSCP e que poderiam aumentar esse montante e empresas que não pagam JSCP mas poderiam pagar separadas de acordo com os critérios do estado de restrição financeira.

- (1) Empresas que pagam JSCP e poderiam aumentar esse montante
- (2) Empresas que não pagam JSCP e poderiam pagar o máximo

Fonte: Elaborado pelo autor.

Considerando a média, o desvio padrão e o teste de diferença de médias pode-se afirmar que as empresas financeiramente irrestritas apresentam maior depreciação, maior nível de endividamento, maior reserva de lucros, *Q de Tobin* mais elevado, enfim, são maiores e, proporcionalmente, preferem pagar dividendos, em comparação às empresas restritas.

Empresas que não pagam o máximo de JSCP permitido pela legislação, não têm reservas de lucros ou lucros acumulados e tiveram prejuízos no ano corrente, ainda, em média, apresentam maior nível de endividamento, se comparadas ao total da amostra. As empresas restritas que pagam JSCP e poderiam pagar o máximo distribuem maior percentual de proventos sob a forma de JSCP. Pelo critério tamanho, apresentam menor endividamento e maior reserva de lucro. Por fim, as empresas irrestritas que não pagam JSCP, mas poderiam pagar apresentam maior nível de endividamento, investem mais e, proporcionalmente preferem distribuir os lucros sob a forma de dividendos.

Buscando estudos similares para comparar os resultados encontrados nas estatísticas descritivas, verificou-se que Portal (2010), com uma amostra de 354 empresas com ações negociadas na BM&F Bovespa entre o período de 1994 e 2008, encontrou resultados semelhantes em relação às características das empresas financeiramente restritas e irrestritas. Pál e Ferrando (2006) analisam países da zona do euro entre o período de 1994 e 2003 e um de seus resultados aponta que, pelo critério tamanho, as empresas restritas possuem maior reserva de lucro do que as irrestritas. Esses resultados correspondem aos encontrados nas estatísticas descritivas. Pelo critério tamanho, em média, as empresas restritas que pagam JSCP possuem reserva de lucro duas vezes superior às empresas irrestritas.

Quanto às variáveis de estrutura de propriedade, percebe-se que nenhuma apresentou significância estatística no teste de diferença de médias. Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010), com uma amostra de 286 empresas entre o período de 1996 e 2007, encontram indícios de que as empresas poderiam privilegiar certas categorias de investidores. No Brasil, o estudo de Colombo e Terra (2011), com uma amostra de 404 empresas entre o período de 1997 e 2008, encontraram resultados que sugerem haver relação entre a estrutura de propriedade e a propensão e o montante de JSCP pago. As variáveis relativas à estrutura de propriedade serão testadas com maior profundidade nas regressões a seguir.

4.2 RESULTADOS DAS REGRESSÕES

Apresenta-se neste capítulo, os resultados das estimações iniciais, onde são considerados somente os JSCP e a estrutura de propriedade.

4.2.1 Propensão ao Pagamento de JSCP

Para entender os motivos que permitem às empresas o pagamento de JSCP, é usada como variável dependente a *dummy* JSCP (*djscp*), que assume valor 1 para empresas que pagaram JSCP e zero, para as demais. Para esse tipo de variável binária (valores 1 ou 0), utiliza-se o modelo *Probit*, que busca estimar a influência das variáveis independentes sobre a propensão ao pagamento de JSCP.

As estimações abaixo se basearam no estudo de Colombo e Terra (2011). No estudo, um dos objetivos foi analisar a propensão e o montante de JSCP na perspectiva do recebedor. Portanto, no presente estudo, foram inseridas novas variáveis com o objetivo de aprofundar a análise da relação entre a estrutura de propriedade e o *status* financeiro sobre o pagamento de JSCP em empresas que poderiam obter benefícios com o JSCP.

As Tabelas 7 a 9 apresentam uma série de regressões com variações e substituições entre variáveis independentes, com o objetivo único de testar a influência de cada variável na explicação do pagamento de JSCP. As regressões 1 e 2 (REG 1, REG2), apresentadas na Tabela 7, são o modelo base para as estimativas. A primeira regressão contém medidas de tamanho, lucratividade, oportunidades de investimento, benefícios não fiscais (*nondebt tax shields*), governança corporativa e estrutura de propriedade. Neste conjunto de regressões, percebe-se que as variáveis *ebitdaat* e *reslucacat* são as únicas variáveis que explicam o pagamento de JSCP. Nas regressões 3 e 4, complementa-se o modelo com outras três variáveis (*endifin*, *capexlag* e *d_div*), as quais apresentam resultados significantes. As variáveis *ebitdaat*, *reslucacat* e *d_div* apresentam resultados positivos ao pagamento de JSCP, enquanto *endifin* e *capexlag* interferem negativamente.

Nas regressões 5, 6, 7 e 8, são substituídas as variáveis *ebitdaat* por *ebitdarec*, *deprecat* por *deprecebitda*, e *despfinat* por *despfinebitda*. Esse procedimento justifica-se pelo fato de buscar testar variações na especificação dessas variáveis. Nesse novo modelo, nas regressões 4 e 5, a variável reserva de lucro continua significativa a 1%, o mesmo acontecendo com a medida Q de Tobin. Ou seja, a reserva de lucro e as oportunidades de investimento estão positivamente relacionadas ao pagamento de JSCP. Já nas regressões 7 e 8, além das

reservas de lucro e o Q de Tobin, o endividamento financeiro e a *dummy* para o pagamento de dividendos são significantes.

Nestes testes iniciais, percebe-se que a lucratividade, as reservas de lucro e o pagamento de dividendos apresentam coeficientes positivos estatisticamente significantes a 1%. Este comportamento é sistemático em todos os testes realizados, enquanto o endividamento financeiro tem coeficiente negativo com significância estatística variando de 1% a 10% nas diferentes regressões. São surpreendentes os resultados referentes à estrutura de propriedade, que não se mostraram estatisticamente significantes em níveis inferiores a 10%. Em todas as regressões foi realizado o Teste de Wald, que, conforme Wooldridge (2006), busca identificar a importância de determinada variável no modelo após sua estimação. Neste estudo, se buscou testar a importância dos efeitos ano e setor.

Tabela 7 - Propensão ao pagamento de JSCP

VARIÁVEIS	REG 1	REG 2	REG 3	REG 4	REG 5	REG 6	REG 7	REG 8
Constante	0.00 (0.999)	0.01 (0.995)	-0.01 (0.988)	-2.72* (0.006)	0.00 (0.99)	0.00 (0.998)	-0.02 (0.987)	0.00 (0.997)
lnta	0.22 (0.829)	0.55 (0.584)	0.85 (0.398)	0.44 (0.658)	-0.08 (0.933)	-0.12 (0.908)	0.35 (0.729)	0.18 (0.86)
ebitdaat	6.15* (0.00)	6.18* (0.00)	4.33* (0.00)	4.45* (0.00)				
reslucac	6.43* (0.000)	7.00* (0.00)	5.05* (0.00)	4.57* (0.00)	7.71* (0.00)	7.22* (0.00)	4.96* (0.00)	4.55* (0.00)
deprecat	1.35 (0.179)	1.39 (0.163)	0.81 (0.419)	0.84 (0.40)				
despfinat	-1.39 (0.164)	-0.85 (0.398)	0.03 (0.975)	-0.57 (0.567)				
Adr	0.84 (0.401)	0.9 (0.369)	0.75 (0.45)	0.71 (0.48)	1.32 (0.185)	1.01 (0.314)	1.14 (0.254)	0.88 (0.377)
Nm_nii	0.85 (0.397)	1.18 (0.237)	1.02 (0.306)	0.96 (0.337)	0.71 (0.48)	0.32 (0.746)	0.50 (0.614)	0.45 (0.65)
q	0.78 (0.435)	0.62 (0.536)	0.42 (0.676)	0.62 (0.535)	2.70* (0.007)	3.02* (0.003)	1.77*** (0.077)	2.02** (0.043)
endifin			-1.64*** (0.10)	-1.67*** (0.094)			-2.53** (0.011)	-2.65* (0.008)
despfinebitda					1.67*** (0.095)	1.55 (0.12)	1.52 (0.128)	1.49 (0.136)
Deprecebitda					-0.74 (0.459)	-0.49 (0.626)	-1.08 (0.28)	-0.85 (0.394)
ebitdarec					-0.12 (0.903)	-0.02 (0.983)	-0.18 (0.729)	-0.09 (0.928)
capexlag			-1.73*** (0.084)	-1.93** (0.053)			-1.42 (0.157)	-1.45 (0.147)
D_div			5.37* (0.00)	5.13* (0.00)			6.56* (0.00)	6.23* (0.00)
on_captotal	-1.10 (0.273)			-1.33 (0.183)		-1.15 (0.249)		-1.32 (0.186)
par_to	-1.24 (0.216)			-1.55 (0.12)		-1.30 (0.193)		-1.57 (0.117)
pf	0.53 (0.599)			0.63 (0.53)		0.63 (0.528)		0.63 (0.526)
pjn	0.87 (0.382)			0.93 (0.354)		1.08 (0.28)		1.02 (0.307)
pji	0.13 (0.899)			0.33 (0.742)		0.31 (0.76)		0.38 (0.705)
fam	0.17 (0.863)			0.29 (0.771)		0.38 (0.704)		0.35 (0.728)
emp_gov	0.06 (0.95)			0.26 (0.795)		0.18 (0.857)		0.29 (0.774)
fundos	0.05 (0.959)			0.37 (0.71)		0.01 (0.994)		0.43 (0.664)
mista	-0.77 (0.444)			-0.61 (0.545)		-0.64 (0.52)		-0.58 (0.559)
parton	0.84			0.97		1.00		1.02

	(0.399)		(0.333)		(0.318)		(0.31)	
partpn	0.72 (0.471)		0.88 (0.379)		0.53 (0.594)		0.79 (0.428)	
fundparti	0.25 (0.804)		-0.16 (0.87)		0.38 (0.704)		-0.10 (0.92)	
fundpartii	0.00 (0.997)		0.02 (0.986)		-0.11 (0.915)		0.03 (0.972)	
contri	0.16 (0.876)		0.62 (0.533)		0.17 (0.865)		0.74 (0.462)	
pulv	0.00 (0.999)		0.00 (0.99)		0.00 (0.999)		0.00 (1.00)	
Observações	1783	1991	1953	1750	2013	1804	1972	1768
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Log likelihood	-538.666	-615.634	-588.88	-513.48	-641.672	-562.34	-602.538	-525.427
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.00	.	0.00	0.00	0.00

Nota: A tabela apresenta os resultados das regressões pelo modelo *Probit* da variável *dummy* JSCP. Esta variável assume valor 1 para as empresas que pagaram JSCP e zero, caso contrário. Cada coluna representa uma regressão, as quais foram realizadas o Teste de Wald para detectar significância do efeito de ano e setor ao modelo estimado. Para cada variável são relatados o coeficiente e a probabilidade da estatística Z (em parênteses) a qual está em valor nominal, devendo ser multiplicada por 100 caso o leitor queira a estatística em percentual.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 8 apresenta os resultados das regressões que buscam identificar as estimativas do montante pago e da propensão ao pagamento de JSCP a partir do modelo Tobit. As regressões 1 a 6 (REG 1,..., REG 6) são compostas pelas variáveis base (REG1, REG 3 e REG5). As restantes são testadas com as variáveis de estrutura de propriedade, tendo como variáveis dependentes a proporção entre os JSCP pagos e o ativo total, a proporção dos JSCP pagos com o máximo permitido e a proporção entre o JSCP e os proventos pagos.

Os resultados destes testes vão ao encontro dos resultados da tabela anterior, em que as variáveis *ebitdaat* (lucratividade) e *reslucacat* (reservas de lucro) apresentam coeficientes positivos e estatisticamente significantes a 1%, com exceção de *ebitdaat* a 5% na REG 5. Os resultados são sistemáticos em todas as regressões, indicando que a lucratividade é forte determinante do montante de JSCP a ser pago.

Outro resultado interessante é o coeficiente positivo e sistematicamente significativo da variável *deprecat* nas estimações com as dependentes JSCPAT e JSCPmaxJSCP. Assim, as empresas com maiores índices de depreciação pagam maior montante de JSCP. Esse resultado converge com a ideia de que a depreciação é um substituto do pagamento de JSCP, o que também é apontado por Colombo e Terra (2011). Os autores apresentam coeficientes positivos e significantes a 1% em todas as estimações pelo modelo *Tobit*. Sua explicação é que a depreciação, a amortização e o JSCP são utilizados de forma sistemática no planejamento tributário das empresas.

O último grupo de regressões tem como variável dependente a *dummy* JSCP, desta vez com o modelo *Tobit* e com a inclusão de novas variáveis. As estimações confirmam os resultados encontrados com o modelo *Probit*, isto é, a reserva de lucro continua sendo forte requisito ao pagamento de JSCP. O Q de *Tobin* e a *dummy* dividendos continuam com

coeficientes positivos e estatisticamente significantes e o endividamento, negativamente relacionado à propensão do pagamento de JSCP.

Tabela 8 - Estimativas do montante pago e da propensão ao pagamento de JSCP

VARIÁVEIS	JSPAT		JSCPMAXJSCP		JSCPPROV		DJSCP			
	REG 1	REG 2	REG 3	REG 4	REG 5	REG 6	REG 7	REG 8	REG 9	REG 10
Constante	0.01 (0.993)	0.01 (0.988)	-1.04 (0.30)	-0.01 (0.992)	-0.01 (0.99)	-0.01 (0.99)	-0.01 (0.993)	-0.01 (0.994)	-0.01 (0.993)	-0.01 (0.993)
lnta	0.01 (0.988)	-0.17 (0.867)	0.76 (0.448)	0.60 (0.55)	0.16 (0.872)	-0.32 (0.748)	-0.13 (0.896)	-0.09 (0.931)	0.39 (0.694)	0.22 (0.827)
ebitdaat	8.41* (0.00)	8.22* (0.00)	6.09* (0.00)	5.88* (0.00)	2.10** (0.035)	2.87* (0.004)				
reslucac	8.38* (0.00)	7.79* (0.00)	6.02* (0.00)	5.45* (0.00)	3.64* (0.00)	3.31* (0.001)	7.49* (0.00)	8.01* (0.00)	5.11* (0.00)	4.64* (0.00)
deprecat	3.03* (0.002)	2.67* (0.008)	3.99* (0.00)	3.73* (0.00)	0.42 (0.674)	0.47 (0.638)				
despfinat	-1.31 (0.191)	-1.79*** (0.074)	-0.59 (0.559)	-1.41 (0.158)	-0.70 (0.485)	-1.47 (0.141)				
Adr	0.72 (0.473)	0.73 (0.465)	0.19 (0.851)	0.16 (0.873)	0.47 (0.641)	0.55 (0.582)	1.01 (0.311)	1.30 (0.195)	1.11 (0.268)	0.88 (0.379)
Nm_nii	0.54 (0.588)	0.31 (0.758)	0.72 (0.473)	0.45 (0.652)	0.17 (0.863)	0.61 (0.541)	0.29 (0.772)	0.68 (0.498)	0.41 (0.683)	0.26 (0.795)
q	0.67 (0.50)	0.90 (0.371)	1.17 (0.242)	1.19 (0.234)	0.40 (0.69)	0.04 (0.971)	3.10* (0.002)	2.80* (0.005)	1.82*** (0.069)	2.00** (0.046)
endifin									-2.54** (0.011)	-2.70* (0.007)
dspfebitda							1.58 (0.115)		1.79*** (0.074)	1.59 (0.112)
Deprecebitda							-0.47 (0.642)	-0.94 (0.345)	-1.34 (0.182)	-0.81 (0.416)
ebitdarec							-0.04 (0.969)	-0.11 (0.913)	-0.16 (0.876)	-0.07 (0.944)
capexlag									-1.52 (0.129)	-1.38 (0.168)
D_div									7.32* (0.00)	6.97* (0.00)
on_capttotal		-0.69 (0.491)		-0.93 (0.35)		-1.08 (0.281)	-1.20 (0.23)			-1.21 (0.227)
par_to		-0.85 (0.395)		-0.95 (0.342)		-1.20 (0.23)	-1.25 (0.212)			-1.39 (0.164)
pf		0.49 (0.622)		0.68 (0.495)		0.37 (0.712)	0.72 (0.474)			0.70 (0.485)
pnj		0.65 (0.518)		0.90 (0.367)		0.69 (0.491)	1.08 (0.279)			1.02 (0.309)
pnj		0.31 (0.758)		0.29 (0.77)		0.13 (0.895)	0.32 (0.752)			0.36 (0.72)
fam		0.16 (0.873)		0.28 (0.781)		0.14 (0.892)	0.47 (0.638)			0.45 (0.656)
emp_gov		0.19 (0.85)		0.66 (0.509)		0.06 (0.95)	0.27 (0.79)			0.38 (0.701)
fundos		0.37 (0.708)		0.06 (0.955)		0.43 (0.668)	0.20 (0.845)			0.49 (0.627)
mista		-0.76 (0.45)		-0.68 (0.498)		-0.76 (0.447)	-0.41 (0.68)			-0.33 (0.738)
parton		0.75 (0.454)		0.56 (0.574)		0.48 (0.631)	0.86 (0.392)			0.80 (0.426)
partpn		0.29 (0.77)		0.42 (0.677)		0.33 (0.74)	0.75 (0.456)			1.02 (0.306)
fundpartii		-0.21 (0.836)		0.22 (0.822)		-0.33 (0.742)	0.25 (0.804)			-0.10 (0.921)
fundpartii		0.08 (0.94)		-0.15 (0.882)		-0.26 (0.795)	-0.42 (0.677)			-0.19 (0.849)
contri		0.22 (0.823)		-0.09 (0.926)		0.96 (0.339)	0.04 (0.971)			0.67 (0.502)
pulv		-0.02 (0.986)		-0.01 (0.99)		-0.01 (0.99)	-0.01 (0.992)			-0.01 (0.991)

Observações	1991	1783	1523	1355	1492	1332	1804	2013	1972	1768
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Log likelihood	646.573	567.675	-683.144	-605.039	-544.315	-483.642	-864.889	-985.729	-938.353	-820.72
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

A tabela 8 apresenta os resultados pelo modelo *Tobit* das variáveis JSCPAT, JSCPMAXJSCP, JSCPPROV e DJSCP. Cada coluna representa uma regressão, as quais foram realizadas o Teste de Wald para detectar significância do efeito de ano e setor ao modelo estimado. Para cada variável são relatados o coeficiente e a probabilidade da estatística Z (entre parênteses) a qual está em valor nominal, devendo ser multiplicada por 100 caso o leitor queira a estatística em percentual. Os símbolos ***, **, *; correspondem aos níveis de significância 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 9 apresenta os resultados das estimações pelo modelo *Tobit* das medidas da proporção entre o montante do JSCP e o ativo; entre o JSCP pago pelo montante que poderia ser pago pelas empresas; do montante de JSCP e os proventos totais; e por fim da proporção entre o JSCP e o *ebitda*. As estimações seguiram o modelo apresentado na Tabela 7, sendo a Tabela 9 a continuidade das estimações vistas na Tabela 8.

Assim como nos testes anteriores, as variáveis reserva de lucro, *Q* de *Tobin* e a *dummy* dividendos apresentam-se estatisticamente significantes. Percebe-se que a *dummy* dividendos somente apresenta sinal negativo no primeiro grupo de regressões, em que a variável dependente é a proporção de JSCP sobre o total de proventos pagos. Este comportamento deve-se ao fato de que o pagamento de JSCP é complementar ao pagamento de dividendos. Por fim, embora as medidas, endividamento financeiro (*endifin*) e investimento (*capexlag*) não apresentem significância estatística em todas as estimações, verifica-se comportamento sistemático quanto ao sinal dos coeficientes: todos negativos.

Sintetizando, os resultados apresentados parecem demonstrar que a propensão ao pagamento de JSCP está condicionada aos lucros correntes, às reservas de lucro, ao endividamento financeiro e ao pagamento de dividendos, que são determinantes do montante de JSCP a ser pago. Não surpreendem os resultados estatisticamente mais significantes relativos aos lucros correntes, às reservas de lucros e à distribuição ou não de dividendos. A estrutura de propriedade, com poucas exceções, não apresentou significância estatística nas regressões realizadas.

Tabela 9 - Estimativas do montante de JSCP pago: variáveis substitutas

VARIÁ- VEIS	JSCPAT				JSCPMAXJSCP				JSCPPROV				JSCP_EBITDA			
	REG 1	REG 2	REG 3	REG 4	REG 1	REG 2	REG 3	REG 4	REG 1	REG 2	REG 3	REG 4	REG 1	REG 2	REG 3	REG 4
Constante	-0.01 (0.989)	-0.01 (0.989)	-0.01 (0.992)	-2.23** (0.026)	-0.10 (0.922)	-0.01 (0.992)	0.16 (0.875)	0.27 (0.875)	-0.02 (0.986)	-0.01 (0.989)	-0.01 (0.991)	-0.01 (0.991)	-0.01 (0.994)	-0.01 (0.991)	-0.02 (0.984)	0.00 (0.997)
lnta	-1.10 (0.273)	-1.17 (0.243)	-0.67 (0.502)	-2.23** (0.026)	-0.20 (0.845)	-0.39 (0.697)	-0.50 (0.618)	-0.69 (0.488)	-0.48 (0.631)	-0.67 (0.505)	-0.14 (0.892)	-0.17 (0.863)	-0.30 (0.767)	-0.57 (0.569)	-0.43 (0.88)	-0.82 (0.411)
Resluc- at	8.46* (0.00)	9.03* (0.00)	6.31* (0.00)	5.76* (0.00)	3.45* (0.001)	3.96* (0.00)	5.71* (0.00)	6.15* (0.00)	3.86* (0.00)	3.69* (0.00)	3.61* (0.00)	4.30* (0.00)	6.42* (0.00)	8.75* (0.00)	7.06* (0.00)	9.35* (0.00)

Adr	1.11 (0.268)	1.36 (0.174)	1.23 (0.219)	1.03 (0.302)	0.55 (0.58)	0.83 (0.404)	0.66 (0.512)	0.96 (0.335)	0.81 (0.417)	0.66 (0.509)	0.69 (0.492)	0.93 (0.353)	0.27 (0.786)	0.39 (0.696)	0.56 (0.567)	0.71 (0.477)
Nm_nii	-0.67 (0.504)	-0.40 (0.693)	-0.60 (0.55)	-0.68 (0.494)	-0.94 (0.345)	-0.27 (0.79)	-0.40 (0.688)	-0.09 (0.926)	-0.22 (0.829)	0.13 (0.896)	-0.19 (0.849)	-0.14 (0.886)	1.21 (0.225)	1.17 (0.241)	1.27 (0.203)	1.34 (0.18)
q	4.86* (0.00)	4.46* (0.00)	3.68* (0.00)	3.99* (0.00)	2.50** (0.012)	3.32* (0.001)	4.22* (0.00)	4.01* (0.00)	1.00 (0.318)	0.90 (0.369)	1.02 (0.31)	1.05 (0.293)	1.76*** (0.078)	2.50** (0.012)	1.76*** (0.078)	2.38** (0.017)
endifin			-2.78* (0.005)	-2.94* (0.003)	-1.36 (0.173)	-0.75 (0.452)					-1.58 (0.115)	-1.17 (0.243)	-2.10** (0.036)		-2.12** (0.034)	
Despfin- ebitda	1.04 (0.298)	1.32 (0.188)	1.11 (0.267)	0.93 (0.35)	-0.74 (0.458)	-0.31 (0.76)	-1.12 (0.264)	-0.51 (0.612)	1.44 (0.15)	1.39 (0.163)	1.42 (0.156)	1.38 (0.166)	3.60* (0.00)	3.64* (0.00)	2.81* (0.005)	2.88* (0.004)
Deprec- ebitda	-0.30 (0.767)	-0.51 (0.613)	-0.74 (0.456)	-0.55 (0.584)	0.42 (0.674)	-0.12 (0.908)	0.99 (0.321)	0.18 (0.859)	-1.24 (0.213)	-0.77 (0.442)	-1.09 (0.274)	-1.42 (0.157)	0.18 (0.859)	0.12 (0.905)	2.28** (0.022)	2.10** (0.036)
Ebitda- rec	0.06 (0.953)	0.02 (0.983)	-0.01 (0.99)	0.04 (0.969)	0.34 (0.735)	0.04 (0.972)	0.84 (0.401)	0.46 (0.645)	0.14 (0.89)	0.471 (0.641)	0.44 (0.662)	0.18 (0.861)	-0.10 (0.917)	-0.11 (0.912)	-0.15 (0.88)	-0.13 (0.901)
Capex- lag			-1.81*** (0.071)	-1.41 (0.158)	-1.23 (0.218)	-1.86*** (0.063)					-1.79*** (0.074)	-1.91*** (0.056)	-1.36 (0.174)		-1.81*** (0.071)	
D_div			6.38* (0.00)	6.01* (0.00)	5.40* (0.00)	5.71* (0.00)					6.38* (0.00)	6.01* (0.00)	4.99* (0.00)		5.24* (0.00)	
on_cap- total	-1.06 (0.288)			-1.06 (0.291)	-1.36 (0.175)		-1.17 (0.242)			-1.10 (0.27)	-0.99 (0.324)		-0.63 (0.526)	-0.65 (0.518)		
par_to	-1.28 (0.201)			-1.41 (0.158)	-1.60 (0.109)		-1.21 (0.227)			-1.25 (0.21)	-1.42 (0.156)		-0.97 (0.331)	-0.86 (0.388)		
pf	0.41 (0.679)			0.41 (0.682)	0.33 (0.744)		0.49 (0.624)			0.50 (0.619)	0.69 (0.487)		0.41*** (0.068)	0.40 (0.687)		
pjn	0.71 (0.477)			0.66 (0.509)	0.60 (0.547)		0.89 (0.375)			0.88 (0.381)	0.97 (0.33)		0.69 (0.492)	0.72 (0.474)		
pji	0.33 (0.744)			0.38 (0.701)	0.25 (0.804)		0.23 (0.815)			0.33 (0.745)	0.62 (0.538)		0.61 (0.542)	0.55 (0.581)		
fam	0.16 (0.872)			0.13 (0.899)	-0.08 (0.934)		0.14 (0.885)			0.33 (0.745)	0.51 (0.612)		0.18 (0.854)	0.21 (0.834)		
emp_gov	0.09 (0.93)			0.20 (0.845)	0.42 (0.678)		0.44 (0.662)			0.26 (0.797)	0.51 (0.612)		0.18 (0.859)	0.07 (0.944)		
fundos	0.13 (0.898)			0.42 (0.674)	0.28 (0.777)		-0.03 (0.976)			0.62 (0.533)	0.25 (0.806)		0.47 (0.639)	0.25 (0.804)		
mista	-0.67 (0.504)			-0.57 (0.57)	-0.56 (0.578)		-0.67 (0.501)			-0.61 (0.541)	-0.15 (0.879)		-0.23 (0.817)	-0.35 (0.725)		
parton	1.38 (0.169)			1.38 (0.168)	1.31 (0.191)		1.10 (0.273)			0.53 (0.593)	0.38 (0.705)		0.04 (0.964)	0.01 (0.99)		
partpn	0.25 (0.807)			0.54 (0.592)	0.63 (0.527)		0.30 (0.762)			0.25 (0.799)	1.16 (0.244)		0.96 (0.338)	0.74 (0.457)		
Fund- part1	0.35 (0.724)			0.01 (0.991)	0.65 (0.515)		0.79 (0.429)			-0.61 (0.541)	-0.59 (0.555)		-0.97 (0.331)	-0.70 (0.483)		
Fund- partii	-0.08 (0.936)			0.16 (0.869)	-0.02 (0.986)		-0.42 (0.673)			0.00 (0.998)	-0.01 (0.991)		0.40 (0.686)	0.18 (0.855)		
contri	0.14 (0.889)			0.57 (0.569)	0.36 (0.721)		-0.44 (0.657)			1.05 (0.292)	1.09 (0.278)		-0.45 (0.654)	-0.73 (0.467)		
pulv	-0.01 (0.991)			0.00 (1.00)	-0.01 (0.991)		-0.01 (0.988)			-0.01 (0.99)	-0.01 (0.988)		-0.02 (0.986)	-0.02 (0.988)		
N	1804	2013	1972	1768	1349	1517	1372	1542	1505	1344	1325	1483	1768	1804	1972	2013
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Log likely- hood	529.8	605.07	637.08	558.82	-615.29	-691.05	-636.74	-722.6	-547.58	-487	-443.85	-490.17	-600.62	-624.17	-690.78	-716.56
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.009	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

A tabela 9 apresenta os resultados pelo modelo Tobit das variáveis JSCPPROV, JSCP_Ebitda, JSCPAT e JSCPMAXJSCP. Cada coluna representa uma regressão, as quais foram realizadas do Teste de Wald para detectar significância do efeito de ano e setor ao modelo estimado. Para cada variável são relatados o coeficiente e a probabilidade da estatística Z (entre parênteses) a qual está em valor nominal, devendo ser multiplicado por 100 caso o leitor queira a estatística em percentual. Os símbolos ***, **, *; correspondem aos níveis de significância 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2.2 Efeitos da restrição financeira sobre o pagamento de JSCP

Neste capítulo, busca-se entender possíveis diferenças relativas à propensão do pagamento de JSCP e do montante pago entre empresas financeiramente restritas e irrestritas, que não usam todo o benefício dos JSCP permitido pela legislação vigente. Para tanto, foram aplicadas novas restrições à amostra, que variam de acordo com os critérios utilizados para caracterizar o estado de restrição financeira. A Tabela 10 apresenta o número de observações por critério e a condição financeira.

Tabela 10 - Número de observações por critério e condição financeira

CRITÉRIOS	Condição financeira	Observações (N)
ADR	Restrita	1388
	Irrestrita	224
Tamanho	Restrita	438
	Irrestrita	535
Governança Corporativa	Restrita	1356
	Irrestrita	256

Fonte: Elaborado pelo autor.

As tabelas abaixo apresentam, resumidamente, as estimações pelo Modelo *Tobit*, de cada uma das variáveis dependentes (DJSCP, JSCPAT, JSCPPROV, JSCP_EBITDA, JSCPmaxJSCP) em cada um dos critérios de restrição financeira. Para facilitar o entendimento, as Tabelas 11 a 25 foram limitadas às variáveis que apresentaram significância estatística, número de observações, efeito ano e setor, estatística da verossimilhança e a significância estatística da estimação. As estimações completas encontram-se nos Apêndices A, B e C.

4.2.2.1 Estimativas da propensão ao pagamento de JSCP sob o critério ADR

O primeiro grupo de estimativas apresentadas nas Tabelas 11 a 15 referem-se ao critério ADR de classificação do *status* financeiro. Empresas emissoras de *American Depositary Receipt* (ADR) Nível 2 e 3 são consideradas financeiramente irrestritas, tendo em vista o cumprimento das fortes exigências impostas pelo SEC (Security Exchange Commission) e, portanto, com maior acesso a recursos financeiros. As empresas não emittentes de ADR são consideradas financeiramente restritas.

Na primeira tabela, quanto à *dummy* JSCP, percebe-se que, nas empresas financeiramente restritas, a lucratividade, as reservas de lucro, a depreciação e o pagamento de dividendos apresentam sensibilidade sistematicamente positiva na escolha pelo pagamento de JSCP; porém, sensibilidade negativa em relação ao endividamento financeiro. No grupo

das empresas financeiramente irrestritas, a única variável que parece determinar o pagamento de JSCP é a reserva de lucro. A depreciação apresenta coeficiente positivo e sistematicamente maior do que o apresentado nas empresas restritas para a escolha do pagamento de JSCP. Ainda, os investimentos influenciam negativamente a escolha pelo pagamento de JSCP. Percebe-se que, quando ocorre pagamento de JSCP, as empresas financeiramente restritas parecem pagar proporcionalmente ao ativo mais do que as irrestritas. Nas variáveis *ebitdaat*, *reslucacat* e *D_div*, com exceção dos dois últimos testes, os coeficientes das empresas restritas apresentam-se significativamente maiores do que em empresas irrestritas, talvez, porque empresas irrestritas têm maiores ganhos com os concorrentes do JSCP, considerando que a variável *deprecat* apresenta coeficientes comparativamente maiores nas empresas irrestritas.

Tabela 11 - Propensão ao pagamento de JSCP sob o critério ADR de restrição financeira

DJSCP	Critério ADR											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
ebitdaat	5.24*	0.68	5.21*	0.99								
	(0.00)	(0.496)	(0.00)	(0.32)								
reslucacat	5.28*	2.89*	4.43*	2.82*	5.91*	2.38**	5.12*	2.73*	3.10*	2.01**	2.06**	2.43**
	(0.00)	(0.004)	(0.00)	(0.005)	(0.00)	(0.017)	(0.00)	(0.006)	(0.002)	(0.044)	(0.039)	(0.015)
deprecat	1.84***	3.09*	1.94***	3.24*								
	(0.065)	(0.002)	(0.052)	(0.001)								
q	0.23	0.58	0.18	1.19	2.32**	0.21	2.44**	0.77	1.17	0.88	-0.22	1.35
	(0.821)	(0.562)	(0.858)	(0.233)	(0.02)	(0.836)	(0.015)	(0.442)	(0.241)	(0.381)	(0.826)	(0.176)
endifin									-2.18	-0.59	-2.95	-0.22
									(0.029)	(0.554)	(0.003)	(0.827)
capexlag									-0.21	-2.99*	-0.12	-2.35**
									(0.835)	(0.003)	(0.902)	(0.019)
D_div									6.07*	0.76	5.91*	-0.06
									(0.00)	(0.446)	(0.00)	(0.953)
Observações	1306	217	1163	192	1322	220	1178	194	1299	218	1157	192
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Efeito setor	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Não	Não
Log likelihood	-683.02	-116.9	-596.30	-99.419	-701.09	-128.37	-615.12	-102.79	-668.45	-120.22	-584.36	-96.818
Prob. teste												
Wald	0	0	0	0.02	0	0	0	0.05	0	0	0	0.053

A Tabela 11 somente apresenta as variáveis que se mostraram estatisticamente significante a 10% (***), 5% (**) ou 1% (*) em pelo menos uma das estimações. No eixo vertical encontra-se a variável dependente, ao lado é caracterizada a condição financeira de acordo com o critério ADR ("R" restrita e "I" irrestritas). Entre parênteses pode ser observada a significância estatística, em termos nominais, e acima o coeficiente relativo às variáveis que são apresentadas no eixo horizontal. As últimas cinco colunas apresentam o número de observações usadas no teste, se há influência de ano e setor na estimação, a estatística da verossimilhança e por fim, a significância estatística da estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2.2.2 Estimativas da montante pago de JSCP sob o critério ADR

Analisaremos agora o montante pago de JSCP. A próxima tabela refere-se à proporção entre o montante de JSCP pago e o ativo total. As estimativas apontam que as variáveis influenciadoras do montante pago de JSCP nas empresas restritas são: a lucratividade, a

reserva de lucro, a depreciação, o endividamento e o pagamento de dividendos; para as empresas irrestritas, a reserva de lucro, a depreciação e os investimentos realizados são os fatores que influenciam o pagamento de JSCP. Assim, conforme a tabela anterior, havendo possibilidade de pagamento de JSCP, as empresas restritas pagam mais do que as irrestritas, as quais fazem maior uso da depreciação, um substituto do JSCP.

Tabela 12 - Razão entre o montante pago de JSCP e o ativo total sob o critério ADR

JSCPAT	Critério ADR												
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	
ebitdaat	6.79*	1.77***	6.46*	1.24									
	(0.00)	(0.077)	(0.00)	(0.215)									
reslucacat	6.56*	2.78*	5.74*	2.59*	7.01*	2.67*	6.24*	2.64*	4.50*	2.28**	3.71*	2.6*1	
	(0.00)	(0.005)	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.008)	(0.00)	(0.008)	(0.00)	(0.023)	(0.00)	(0.009)	
deprecat	2.50	3.49	2.47**	2.86*									
	(0.012)	(0.00)	(0.014)	(0.004)									
q	0.63	-0.22	0.89	0.14	3.94*	-0.48	4.26*	-0.29	2.89*	0.83	3.13*	0.54	
	(0.531)	(0.82)	(0.373)	(0.887)	(0.00)	(0.628)	(0.00)	(0.774)	(0.004)	(0.41)	(0.002)	(0.59)	
endifin									-2.42**	-0.16	-2.78*	0.45	
									(0.015)	(0.88)	(0.005)	(0.65)	
capexlag									-0.10	-4.12*	-0.01	-3.31*	
									(0.919)	(0.00)	(0.992)	(0.00)	
D_div									5.05*	0.91	4.72*	0.69	
									(0.00)	(0.36)	(0.00)	(0.49)	
Observações	1306	217	1163	192	1322	220	1178	194	1299	218	1157	192	
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	
Efeito setor	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Sim	
Log likelihood	440.2	145.81	388.758	127.403	409.99	146.25	363.591	128.811	427.234	165.499	379.701	144.363	
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.057	0.00	0.002	0.00	0.064	0.00	0.00	0.00	0.027	

Essa tabela segue as mesmas especificações da Tabela 11.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O próximo grupo de estimações refere-se à proporção entre os JSCP e os proventos totais pagos. Na Tabela 13, podem ser claramente percebidos os efeitos das fricções financeiras sobre as empresas. Empresas restritas demonstram dependência dos lucros atuais e das reserva de lucros para o pagamento de JSCP, enquanto as empresas irrestritas apenas fazem uso das reservas de lucro. Outra característica dos efeitos das fricções financeiras se evidencia na *dummy* dividendos: as empresas restritas que distribuem dividendos pagam menos JSCP do que as empresas irrestritas.

Tabela 13 - Razão entre o montante pago de JSCP e os proventos pagos sob o critério ADR

JSCP PROV	Critério ADR												
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	
ebitdaat	2.17**	-0.26	2.85*	0.63									
	(0.03)	(0.80)	(0.00)	(0.53)									
reslucacat	2.22**	3.45*	1.60	3.00*	2.43**	3.22*	1.94***	3.06*	2.81*	2.71*	1.77***	2.74**	
	(0.03)	(0.001)	(0.11)	(0.003)	(0.015)	(0.00)	(0.052)	(0.00)	(0.005)	(0.00)	(0.08)	(0.01)	

deprecat	0.97 (0.33)	2.67* (0.008)	1.22 (0.22)	2.33** (0.02)								
q	0.30 (0.76)	-0.06 (0.95)	-0.03 (0.97)	0.75 (0.45)	1.08 (0.28)	-0.40 (0.69)	1.01 (0.32)	-0.09 (0.93)	0.69 (0.49)	-0.51 (0.61)	0.59 (0.56)	-0.10 (0.92)
endifin									-0.64 (0.52)	-0.51 (0.61)	-1.50 (0.13)	-0.58 (0.56)
capexlag									-0.37 (0.71)	-2.46 (0.014)	-0.27 (0.79)	-2.12 (0.03)
D_div									-7.23* (0.00)	-4.39* (0.00)	-5.71* (0.00)	-4.41* (0.00)
Observações	1079	206	959	182	1087	208	967	183	1073	206	954	181
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Log likelihood	-388.46	-50.904	-342.81	-38.67	-391.87	-56.619	-349.1	-46.135	-361.06	-42.121	-326.18	-32.85
Prob. teste	0.00	0.00	0.053	0.014	0.01	0.00	0.223	0.017	0.00	0.00	0.00	0.00
Wald												

Essa tabela segue as mesmas especificações da Tabela 11.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 14 analisa o pagamento de JSCP com enfoque na proporção entre os JSCP pagos e os lucros antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. O interessante desse grupo de estimações é a relação negativa entre empresas restritas e irrestritas no quesito lucratividade: as empresas restritas que apresentam lucros remuneram seus acionistas com o pagamento de JSCP; já as empresas irrestritas reduzem o pagamento de JSCP. Outro resultado interessante, embora não significativo em todas as estimações, diz respeito à variável governança corporativa (*nm_nii*). Empresas restritas que apresentem boas práticas de governança corporativa tendem a pagar mais JSCP; porém, esta variável não é sistematicamente significativa em empresas irrestritas.

Tabela 14 - Razão entre o montante pago de JSCP e o Ebitda sob o critério ADR

JSCPebitda	Critério ADR											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
ebitdaat	2.43** (0.015)	-2.32** (0.02)	3.00* (0.00)	-1.67*** (0.095)								
reslucacat	6.61* (0.00)	1.08 (0.28)	6.16* (0.00)	1.02 (0.31)	7.25* (0.00)	2.33** (0.02)	6.85* (0.00)	2.50** (0.012)	5.11* (0.00)	2.35** (0.02)	4.71* (0.00)	2.80* (0.005)
deprecat	0.38 (0.71)	-0.54 (0.59)	0.30 (0.76)	0.84 (0.40)								
q	1.01 (0.31)	0.57 (0.57)	0.74 (0.46)	2.28** (0.023)	2.43** (0.015)	-0.52 (0.61)	2.35** (0.02)	0.81 (0.42)	1.66*** (0.096)	0.07 (0.95)	1.55 (0.12)	0.97 (0.33)
endifin									-2.16** (0.031)	0.09 (0.92)	-2.22** (0.026)	0.67 (0.50)
deprecebitda					4.82* (0.00)	0.77 (0.44)	2.74* (0.00)	0.47 (0.64)	4.71* (0.00)	0.46 (0.65)	2.56* (0.01)	-0.27 (0.79)
capexlag									-0.44 (0.66)	-3.44* (0.00)	-0.36 (0.72)	-3.49* (0.00)
D_div									3.82* (0.00)	1.10 (0.27)	3.53* (0.00)	1.17 (0.24)
Observações	1306	217	1163	192	1322	220	1178	194	1299	218	1157	192

Efeito ano	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Log likelihood	-543.89	-291.1	-467.52	-244.28	-530.167	9.1538	-468.5	19.779	-515.23	17.9644	-454.83	28.0249
Prob. teste Wald	0.00	0.107	0.00	0.56	0.00	0.00	0.00	0.038	0.00	0.00	0.00	0.00

Essa tabela segue as mesmas especificações da Tabela 11.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O último grupo de estimações quanto ao critério ADR relaciona o montante de JSCP pago ao montante legalmente permitido. Conforme as estatísticas descritivas na coluna da amostra total, as empresas pagam, em média, apenas 14,4% do que realmente poderiam pagar de JSCP. Assim como nas outras tabelas, o que determina o pagamento de JSCP em empresas restritas é a rentabilidade, a reserva de lucro e o pagamento de dividendos. A reserva de lucro é a única determinante do pagamento de JSCP nas empresas irrestritas. Destaca-se o grupo de empresas que emitem ADR e com boas práticas de governança corporativa (*nm_nii*). O grupo apresenta coeficiente estatisticamente significativo e sistematicamente negativo em todas as estimações. Ou seja, empresas irrestritas, com boas práticas de governança corporativa tendem a diminuir o pagamento de JSCP.

Tabela 15 - Razão entre o montante pago de JSCP e o máximo permitido sob o critério ADR

JSCP maxjscp	Critério ADR											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
ebitdaat	6.00*	0.59	5.76*	0.63								
	(0.00)	(0.55)	(0.00)	(0.53)								
reslucacat	5.39*	2.10**	4.56*	2.24**	5.90*	1.79***	5.21*	2.02**	3.35*	2.45**	2.62*	2.84*
	(0.00)	(0.036)	(0.00)	(0.025)	(0.00)	(0.073)	(0.00)	(0.043)	(0.00)	(0.014)	(0.000)	(0.005)
deprecat	2.29*	3.31*	2.38**	3.26*								
	(0.02)	(0.00)	(0.017)	(0.001)								
q	0.92	0.12	1.00	0.72	3.84*	0.52	4.01*	-0.05	2.07**	-0.10	2.03**	0.13
	(0.36)	(0.91)	(0.32)	(0.47)	(0.00)	(0.60)	(0.00)	(0.96)	(0.04)	(0.92)	(0.04)	(0.89)
endifin									-1.31	2.19**	-2.01**	2.41**
									(0.19)	(0.028)	(0.045)	(0.016)
capexlag									0.11	-3.73*	0.03	-2.82*
									(0.91)	(0.00)	(0.98)	(0.005)
D_div									5.44*	0.77	5.17*	0.29
									(0.00)	(0.44)	(0.00)	(0.77)
Observações	1306	217	1163	192	1322	220	1178	194	1299	218	1157	192
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Sim	Não	Sim
Efeito setor	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Log likelihood	-567.7	-105.17	-497.63	-90.52	-599.12	-107.82	-525.04	-102.17	-580.83	-101.77	-506.38	-86.52
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.104	0.00	0.068	0.00	0.36	0.00	0.001	0.00	0.076

Essa tabela segue as mesmas especificações da Tabela 11.

Fonte: Elaborado pelo autor.

De forma geral, pelo critério ADR, percebe-se que os determinantes do pagamento de JSCP das empresas restritas são a lucratividade e as reservas de lucro. Já nas empresas irrestritas somente a variável reserva de lucros pode ser considerada como uma determinante. Como predito pela teoria, um maior endividamento financeiro reduz o pagamento de JSCP nas empresas restritas. Além disso, os investimentos realizados influenciam negativamente no pagamento de JSCP nas empresas irrestritas. Ainda, a teoria entende que a depreciação é concorrente do pagamento de JSCP, mas os resultados acima apresentados demonstram relação positiva e de forma mais acentuada em empresas irrestritas; isto é, a depreciação e o JSCP são complementares no planejamento tributário das empresas.

A variável Q de Tobin (q) chama a atenção por apresentar coeficiente positivo e estatisticamente significativo em parte das regressões relativas às empresas restritas. Essa exclusividade pode ser explicada como um “prêmio” que o mercado dá às empresas que pagam JSCP, visto que, quando essas empresas podem pagar JSCP, pagam proporcionalmente ao ativo, em média, mais do que as empresas irrestritas. Para entender essa possível relação, mais testes deverão ser realizados. Finalizando, a grande maioria dos testes aponta a existência do efeito ano no pagamento de JSCP, tanto em empresas restritas quanto nas irrestritas. Desta forma, os acontecimentos nos períodos analisados, sejam eles econômicos, políticos, ambientais, entre outros; afetam a probabilidade e o montante de JSCP pago. Quanto ao efeito setor, nota-se que houve distinção entre os grupos. Empresas restritas apontam significância estatística do efeito setor para a probabilidade e montante de JSCP pago, ou seja, há diferenças estatisticamente significantes do pagamento de JSCP nos diversos setores, o que não se percebe de forma tão clara em empresas irrestritas.

4.2.2.3 Estimativas da propensão do pagamento de JSCP sob o critério tamanho

A classificação das empresas quanto ao estado financeiro com base no critério Tamanho ocorreu da seguinte forma: as empresas foram classificadas de acordo com o tamanho do ativo. As empresas menores, pertencentes aos três decis inferiores, são consideradas financeiramente restritas; e as empresas dos três decis superiores, financeiramente irrestritas. Abaixo são apresentados os resultados das estimações realizadas com cada uma das cinco variáveis dependentes com base no critério Tamanho de restrição financeira. As tabelas são apresentadas de forma resumida, porém, integralmente, no APÊNDICE B.

De forma geral, os resultados obtidos não diferem dos resultados encontrados com base no critério ADR. A Tabela 16 apresenta coeficientes positivos e estatisticamente

significantes das variáveis, lucratividade (*ebitdaat*), reserva de lucro (*reslucac*), depreciação (*deprecat*) e Q de Tobin (*q*), em todas as estimações realizadas nas empresas financeiramente restritas. Comparativamente, as empresas financeiramente irrestritas apresentam coeficientes positivos, mas, de menor intensidade e estatisticamente significantes nas variáveis, lucratividade, reserva de lucro e depreciação. O fato de a variável Q de Tobin ter sido significativa nas últimas quatro estimações indica que parte de seu efeito pode ser atribuído à exclusão das variáveis, lucratividade e depreciação. A *dummy* para o pagamento de dividendos também se mostrou significativa, com coeficientes positivos para o pagamento de JSCP em empresas irrestritas. Os investimentos realizados apresentaram coeficientes significantes e negativos para a escolha pelo pagamento de JSCP.

Tabela 16 - Pagamento de JSCP e critério de restrição Tamanho

DJSCP	Critério Tamanho											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-1.39 (0.169)	-0.72 (0.474)	-1.15 (0.248)	-0.38 (0.706)	-1.02 (0.307)	0.16 (0.87)	-1.05 (0.292)	0.36 (0.718)	-0.03 (0.978)	-0.45 (0.652)	-0.03 (0.973)	-0.24 (0.807)
Inta	0.42 (0.672)	-0.18 (0.856)	-0.01 (0.993)	-0.17 (0.868)	0.05 (0.96)	-0.87 (0.384)	-0.16 (0.872)	-0.71 (0.475)	-0.26 (0.791)	-0.17 (0.863)	-0.03 (0.973)	-0.25 (0.801)
ebitdaat	5.00* (0.00)	2.23** (0.025)	4.96* (0.00)	2.47** (0.013)								
reslucac	4.80* (0.00)	2.93* (0.003)	4.62* (0.00)	2.84* (0.004)	4.88* (0.00)	2.94* (0.003)	4.70* (0.00)	2.87* (0.004)	3.08* (0.002)	2.24** (0.025)	2.79* (0.005)	2.57* (0.01)
deprecat	2.10** (0.035)	2.73* (0.006)	2.68* (0.007)	2.52** (0.012)								
q	2.05 (0.04)	1.23 (0.219)	2.84* (0.004)	1.24 (0.216)	4.12* (0.00)	1.80*** (0.072)	4.44* (0.00)	1.73*** (0.084)	2.87* (0.004)	1.72*** (0.085)	3.15* (0.002)	2.21** (0.027)
capexlag									0.24 (0.81)	-2.14** (0.033)	-0.57 (0.568)	-2.06** (0.04)
D_div									0.03 (0.98)	2.50** (0.012)	0.03 (0.977)	2.11** (0.035)
Observações	394	524	354	465	401	525	360	466	392	518	352	459
Efeito ano	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Não	Não	Sim
Efeito setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Log likelihood	-209.73	-282.75	-178.67	-244.27	-227.37	-282.34	-196.25	-243.14	-204.75	-284.53	-177.00	-233.24
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.074	0.00

A Tabela 16 somente apresenta as variáveis que se mostraram estatisticamente significante a 10% (**), 5% (*) ou 1% (*) em ao menos uma das estimações. No eixo vertical encontra-se a variável dependente, ao lado é caracterizada a condição financeira de acordo com o critério tamanho ("R" restrita e "I" irrestritas). Entre parênteses pode ser observada a significância estatística, em termos nominais, e acima o coeficiente relativo às variáveis que são apresentadas no eixo horizontal. As últimas cinco colunas apresentam o número de observações usadas no teste, a influência de ano e setor na estimação, a estatística da verossimilhança e por fim, a significância estatística da estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 17 apresenta estimativas que corroboram com as estimativas apresentadas na tabela acima. As variáveis, lucratividade, reserva de lucro, depreciação, investimento realizados e *dummy* dividendos mantêm coeficientes e significância estatística nos mesmos

testes. A única exceção é a variável Q de Tobin, que somente se mantém nas empresas financeiramente restritas.

Tabela 17 - Razão entre o montante pago de JSCP e o ativo total sob o critério Tamanho

JSCPAT	Critério Tamanho												
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	
ebitdaat	5.71*	2.54*	4.93*	2.31**									
	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.02)									
reslucacat	5.39*	3.75*	5.32*	3.34*	5.59*	3.36*	5.62*	3.21*	4.09*	3.02*	3.96*	3.07*	
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	
deprecat	2.22**	4.17*	2.87*	3.41*									
	(0.02)	(0.00)	(0.00)	(0.00)									
q	1.98	0.78	3.29*	0.07	5.15*	0.94	6.01*	0.63	4.31*	1.26	5.14*	1.00	
	(0.41)	(0.43)	(0.00)	(0.94)	(0.00)	(0.34)	(0.00)	(0.53)	(0.00)	(0.20)	(0.00)	(0.31)	
endifin									-1.53	-0.21	-2.00	-0.20	
									(0.12)	(0.83)	(0.04)	(0.84)	
capexlag									0.16	-2.82*	-0.56	-2.09**	
									(0.87)	(0.00)	(0.57)	(0.03)	
D_div									0.03	2.18**	0.02	2.07**	
									(0.97)	(0.02)	(0.98)	(0.03)	
Observações	394	524	354	465	401	525	360	466	392	518	352	459	
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	
Efeito setor	Não	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	
Log likelihood	144.76	315.22	155.44	267.38	127.64	304.30	130.94	272.58	143.67	312.92	142.73	278.01	
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	

Essa tabela segue as mesmas especificações da Tabela 16.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A próxima tabela apresenta as estimações tendo como variável dependente a proporção entre os JSCP e os proventos totais pagos. Percebe-se que as mesmas variáveis mantêm-se estatisticamente significativas somente para as empresas restritas, apontando como principais condicionadores do pagamento de JSCP, a lucratividade e a reserva de lucros; e, no caso das empresas irrestritas, somente a reserva de lucro.

Tabela 18 - Razão entre o montante pago de JSCP e os proventos totais sob o critério Tamanho

JSCPprov	Critério Tamanho												
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	
ebitdaat	3.81*	-0.59	4.08*	0.00									
	(0.00)	(0.55)	(0.00)	(0.99)									
reslucacat	3.62*	2.25**	3.35*	2.18**	3.58*	2.35**	3.37*	2.32**	3.04*	2.28**	2.61*	2.25**	
	(0.00)	(0.025)	(0.00)	(0.029)	(0.00)	(0.019)	(0.00)	(0.021)	(0.002)	(0.022)	(0.009)	(0.024)	
deprecat	1.77***	2.62*	2.32**	2.10**									
	(0.076)	(0.009)	(0.02)	(0.036)									
q	1.88***	1.27	2.66*	0.85	3.33*	0.69	3.63*	0.36	2.47**	0.72	1.15	0.32	
	(0.06)	(0.203)	(0.008)	(0.395)	(0.001)	(0.49)	(0.00)	(0.72)	(0.014)	(0.47)	(0.25)	(0.748)	
endifin									-1.27	-0.71	-2.26**	-1.02	
									(0.205)	(0.476)	(0.024)	(0.306)	
capexlag									0.27	-1.41	-0.45	-0.60	
									(0.787)	(0.158)	(0.652)	(0.549)	
D_div									0.03	-7.94*	0.02	-6.96*	
									(0.978)	(0.00)	(0.987)	(0.00)	

Observações	300	468	268	415	302	469	269	416	298	464	265	411
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Efeito setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Log likelihood	-119.77	-145.34	-101.88	-127.77	-126.56	-146.12	-111.44	-125.81	-122.34	-113.12	-113.34	-100.97
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.011	.	0.0083	0.00	0.118	.	0.039	0.00	0.293	.

Essa tabela segue as mesmas especificações da Tabela 16.

Fonte: Elaborado pelo autor.

No grupo de estimações apresentadas na Tabela 19 onde a variável dependente é JSCP, as variáveis *ebitda*, a *depreciação* e o Q de Tobin (*q*) são as únicas variáveis que sofrem alterações. A variável *deprecat* perde sua significância estatística e a variável *q* novamente influencia o pagamento de JSCP das empresas irrestritas. As demais variáveis apresentam resultados compatíveis com os vistos nas outras tabelas.

Tabela 19 - Razão entre o montante pago de JSCP e o Ebitda sob o critério Tamanho

JSCPebitda	Critério Tamanho											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
ebitdaat	3.29*	-1.13	3.30*	-1.05								
	(0.00)	(0.26)	(0.00)	(0.293)								
reslucacat	5.45*	1.71***	5.32*	1.40	5.97*	3.17*	5.69	2.77	4.83	2.81	4.41*	2.71*
	(0.00)	(0.088)	(0.00)	(0.161)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.006)	(0.00)	(0.005)	(0.00)	(0.007)
deprecat	1.21	0.94	1.30	0.85								
	(0.225)	(0.345)	(0.192)	(0.397)								
q	2.26**	2.26**	3.07*	2.34**	3.61*	0.44	4.33	-1.67	3.06	0.64	3.64*	0.20
	(0.024)	(0.024)	(0.002)	(0.019)	(0.00)	(0.663)	(0.00)	(0.096)	(0.002)	(0.521)	(0.00)	(0.84)
endifin									-0.96	-0.41	-1.14	-0.71
									(0.336)	(0.679)	(0.256)	(0.48)
capexlag									0.39	-2.48**	-0.05	-1.80***
									(0.695)	(0.013)	(0.965)	(0.072)
D_div									0.04	2.47**	0.03	2.51**
									(0.967)	(0.014)	(0.977)	(0.012)
Observações	394	524	354	465	401	525	360	466	392	518	352	459
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Não	Sim	Não	Sim	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Log likelihood	-207.21	-564.2	-181.15	-505.79	-210.14	0.8348	-183.26	-17.753	-198.93	13.056	-174.17	15.298
Prob. teste Wald	0.00	0.0285	0.00	0.248	0.00	0.00	0.00	0.068	0.00	0.00	0.00	0.00

Essa tabela segue as mesmas especificações da Tabela 16.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Comprovando os resultados até aqui encontrados, a Tabela 20 apresenta as variáveis, lucratividade, reserva de lucro, depreciação e Q de Tobin, como estatisticamente significantes para o pagamento de JSCP para as empresas restritas; e reserva de lucro, depreciação, investimento e a *dummy* dividendos em empresas irrestritas.

Tabela 20 - Razão entre o montante pago de JSCP e o máximo permitido sob o critério Tamanho

JSCP maxjscp	Critério Tamanho											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
ebitdaat	6.24*	1.12	5.97*	1.50								
	(0.00)	(0.254)	(0.00)	(0.135)								
reslucacat	5.26*	2.56**	5.17*	2.64	5.18*	2.55**	5.23*	2.49**	3.46*	2.36**	3.46*	2.51**
	(0.00)	(0.011)	(0.00)	(0.008)	(0.00)	(0.011)	(0.00)	(0.013)	(0.001)	(0.018)	(0.001)	(0.012)

deprecat	1.73*** (0.083)	3.91* (0.00)	2.24** (0.025)	3.60 (0.00)								
q	1.76*** (0.078)	1.34 (0.18)	2.20** (0.028)	0.91 (0.365)	5.50* (0.00)	1.51 (0.132)	6.31* (0.00)	1.20 (0.23)	3.50* (0.00)	1.80*** (0.073)	5.31* (0.00)	1.60 (0.109)
endifin									-1.60 (0.11)	1.71*** (0.088)	-1.81*** (0.071)	1.29 (0.196)
capexlag									0.30 (0.763)	-2.90** (0.00)	-0.66 (0.512)	-2.25** (0.025)
D_div									0.06 (0.956)	2.43** (0.015)	0.04 (0.97)	2.27** (0.023)
Observações	394	524	354	465	401	525	360	466	392	518	352	459
Efeito ano	Não	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Log likelihood	-169.8	-254.05	-143.1	-221.26	-190.84	-260.48	-155.67	-225.1	-179.52	-246.25	-141.05	-214.16
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00	0.004	0.002	0.00	0.002	0.003

Essa tabela segue as mesmas especificações da Tabela 16.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Resumidamente, com base nas estimações pelo critério tamanho, percebe-se que há diferenças significativas entre as empresas restritas e irrestritas no pagamento de JSCP. Assim, como visto no critério ADR, as empresas restritas dependem dos lucros e das reservas para o pagamento de JSCP; já as empresas irrestritas somente dependem de suas reservas. Outra importante diferença entre os dois grupo de empresas é o volume de JSCP pagos: tendo condições, as empresas restritas pagam proporcionalmente mais JSCP do que as irrestritas, que, por sua vez, depreciam mais do que as empresas restritas. A variável Q de Tobin novamente se mantém sistematicamente significativa e com coeficiente positivo para as empresas restritas em todas as estimações.

4.2.2.4 Estimativas sob o critério governança corporativa

O terceiro e último grupo refere-se às empresas com boas práticas de governança corporativa, listadas nos segmentos especiais, Novo Mercado e Nível II da Bovespa. Portanto, as empresas que compõem um desses segmentos são consideradas financeiramente irrestritas, e as demais, restritas.

Observando a Tabela 21, percebe-se que os determinantes do pagamento de JSCP em empresas restritas são a lucratividade e as reservas de lucro. A depreciação, o Q de Tobin e o pagamento de dividendos apresentam coeficientes positivos, indicando que quanto maiores os valores, maior a probabilidade e o montante de JSCP pago. Quanto às empresas irrestritas, percebe-se que o lucro do período é fator determinante na escolha pelo pagamento de JSCP. Também as reservas e a depreciação são fatores determinantes do montante de JSCP a ser pago.

Contudo, surpreendem os resultados das variáveis relacionadas à estrutura de propriedade, pois, em todos os testes, pelo menos 7 das 15 variáveis mostraram-se estatisticamente

significantes para as empresas irrestritas. Desta forma, entende-se que as empresas com melhores práticas de governança corporativa, com controle definido, seja(m) o(s) controlador(es), pessoa física, pessoa jurídica nacional, internacional, família, estatal, gerida por fundos ou mista, têm maior probabilidade de pagar JSCP e em maior montante. As variáveis que consideram a participação de fundos com mais de 5% do capital total de empresas irrestritas se mostram estatisticamente significante em parte das estimações, ou seja, há indícios de que a participação indireta (*fundpartii*) de fundos de pensão ou investimentos no capital social das empresas irrestritas favoreça o pagamento de JSCP.

Tabela 21 - Propensão ao pagamento de JSCP sob o critério Governança Corporativa

DJSCP	Critério Governança Corporativa											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-3.83*	-2.26**	-2.17**	-1.69***	-2.96**	-0.45	-1.79***	-1.46	-3.32*	-1.68***	-2.31**	-0.01
	(0.00)	(0.026)	(0.03)	(0.092)	(0.03)	(0.651)	(0.074)	(0.144)	(0.001)	(0.093)	(0.021)	(0.995)
ebitdaat	5.00*	2.79*	5.17*	1.84***								
	(0.00)	(0.05)	(0.00)	(0.065)								
reslucac	6.03*	0.99	5.52*	0.86	6.10*	0.58	5.74*	0.87	3.59*	0.08	3.31*	0.68
	(0.00)	(0.32)	(0.00)	(0.388)	(0.00)	(0.559)	(0.00)	(0.386)	(0.00)	(0.935)	(0.001)	(0.498)
deprecat	3.12*	1.23	3.18*	0.75								
	(0.002)	(0.219)	(0.001)	(0.453)								
despfinat	-1.52	-0.62	-2.29**	-0.24								
	(0.129)	(0.534)	(0.022)	(0.808)								
q	0.31	-0.23	0.16	0.53	2.77*	0.48	3.01*	0.73	2.10**	-0.43	2.45	0.22
	(0.756)	(0.815)	(0.872)	(0.598)	(0.006)	(0.63)	(0.003)	(0.465)	(0.036)	(0.667)	(0.014)	(0.827)
endifin									-2.11**	-1.76***	-2.23**	-2.02**
									(0.035)	(0.079)	(0.025)	(0.043)
D_div									5.94*	2.72*	5.26*	1.24
									(0.00)	(0.007)	(0.00)	(0.213)
on_captotal			-1.42	1.69			-1.57	1.99**			-1.47	1.63
			(0.156)	(0.091)			(0.117)	(0.047)			(0.141)	(0.102)
par_to			-1.31	1.25			-1.50	1.47			-1.71***	1.64
			(0.189)	(0.211)			(0.133)	(0.142)			(0.087)	(0.102)
pf			-0.94	2.29			-0.89	2.42**			-1.05	3.00*
			(0.347)	(0.022)			(0.373)	(0.016)			(0.295)	(0.003)
pjn			-0.60	2.43			-0.47	2.66*			-0.71	3.11*
			(0.549)	(0.015)			(0.639)	(0.008)			(0.475)	(0.002)
pji			-1.22	1.61			-1.03	1.76***			-1.12	2.58*
			(0.224)	(0.107)			(0.304)	(0.079)			(0.263)	(0.01)
fam			-1.12	2.11**			-0.99	2.21**			-1.15	2.83*
			(0.264)	(0.035)			(0.322)	(0.027)			(0.251)	(0.005)
emp_gov			-0.95	2.41**			-0.85	2.48**			-0.91	2.73*
			(0.344)	(0.016)			(0.397)	(0.013)			(0.364)	(0.006)
fundos			-1.45	2.26**			-1.34	2.19**			-1.12	2.86*
			(0.146)	(0.024)			(0.181)	(0.028)			(0.262)	(0.004)
mista			-1.80***	1.92***			-1.59	1.84***			-1.66***	2.39**
			(0.072)	(0.055)			(0.113)	(0.065)			(0.098)	(0.017)
parton			1.16	-1.00			1.42	-1.14			1.48	-1.94***
			(0.247)	(0.319)			(0.154)	(0.254)			(0.138)	(0.052)
partpn			0.30	1.07			0.36	0.62			0.71	0.76
			(0.762)	(0.285)			(0.72)	(0.536)			(0.475)	(0.447)
fundparti			-0.11	1.47			0.03	1.82***			-0.26	1.12
			(0.914)	(0.142)			(0.978)	(0.068)			(0.791)	(0.262)
fundpartii			-0.68	2.59*			-0.99	2.62*			-0.72	1.21
			(0.494)	(0.01)			(0.324)	(0.009)			(0.471)	(0.225)
contri			-0.04	-1.07			-0.43	-0.98			0.20	-0.74
			(0.972)	(0.283)			(0.669)	(0.327)			(0.839)	(0.459)
Observações	1278	245	1129	226	1294	248	1154	229	1280	237	1130	219
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Sim
Efeito setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Log likelihood	-698.13	-128.52	-609.543	-113.253	-725.29	-135.56	-630.89	-111.98	-692.45	-126.12	-603.49	-92.60

Prob. teste Wald	0.00	0.108	0.00	0.066	0.00	0.465	0.00	0.075	0.00	0.165	0.00	0.383
------------------	------	-------	------	-------	------	-------	------	-------	------	-------	------	-------

A Tabela somente apresenta as variáveis que se mostraram estatisticamente significante a 10% (***) , 5% (**) ou 1% (*). No eixo vertical encontram-se as variáveis dependentes, ao lado é caracterizada a condição financeira de acordo com o critério governança corporativa (“R” restrita e “I” irrestritas). Entre parênteses pode ser observada a significância estatística, em termos nominais, e acima o coeficiente relativo às variáveis que são apresentadas no eixo horizontal. As últimas colunas apresentam o número de observações usadas no teste e a significância estatística da estimação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Vale ressaltar que as variáveis relativas à estrutura de propriedade das empresas restritas, em sua maioria, apresentam coeficientes negativos não significantes. A exceção é a variável “*mista*”, que se refere às empresas que não têm formação jurídica clara (ex.: pessoa jurídica, fundos e governo). Essa condição gera menor probabilidade de as empresas pagarem JSCP e afeta negativamente o montante a ser pago.

A variável “*on_capttotal*”, que se refere aos desvios de direito entre controle e fluxo de caixa, apresentou coeficiente positivo em todas as estimações sendo estatisticamente significativa em apenas algumas. Desta forma, não se pode inferir diretamente que esses desvios realmente afetem positivamente o pagamento de JSCP. O mesmo efeito foi encontrado por Colombo e Terra (2011), cujas estimativas apontam uma relação positiva entre os desvios de direito e controle ao fluxo de caixa no pagamento de JSCP.

Tabela 22 - Razão entre o montante pago de JSCP e o ativo sob o critério Governança Corporativa

JSCPAT	Critério Governança Corporativa											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-3.33* (0.00)	-1.70* (0.08)	-2.33** (0.02)	0.00 (0.99)	-1.95* (0.05)	-0.78 (0.43)	-1.42 (0.15)	0.00 (1.00)	-0.02 (0.98)	-0.90 (0.36)	-0.02 (0.98)	-2.50* (0.01)
ebitdaat	6.83* (0.00)	2.71* (0.00)	6.77* (0.00)	2.09** (0.037)								
reslucac	7.00* (0.00)	1.99** (0.04)	6.61* (0.00)	1.95** (0.05)	6.76* (0.00)	1.88*** (0.06)	6.43* (0.00)	2.58* (0.01)	4.88* (0.00)	1.00 (0.31)	4.54* (0.00)	2.19** (0.02)
deprecat	4.10* (0.00)	1.84*** (0.06)	3.79* (0.00)	1.73*** (0.084)								
despfinat	-0.97 (0.33)	-0.49 (0.62)	-1.44 (0.14)	0.26 (0.794)								
q	-0.26 (0.79)	1.39 (0.16)	-0.29 (0.76)	3.10* (0.00)	3.71* (0.00)	1.68*** (0.09)	4.09* (0.00)	2.68* (0.007)	3.19* (0.00)	0.70 (0.48)	4.00* (0.00)	1.68*** (0.09)
endifin									-2.38* (0.01)	-2.19** (0.02)	-2.71* (0.00)	-2.30** (0.02)
D_div									5.06* (0.00)	2.27** (0.02)	4.57* (0.00)	0.63 (0.52)
on_capttotal			-0.60 (0.54)	1.45 (0.148)			-1.20 (0.23)	1.97** (0.049)			-1.18 (0.23)	1.63*** (0.10)
par_to			-0.41 (0.68)	0.33 (0.742)			-1.12 (0.26)	1.00 (0.318)			-1.32 (0.18)	1.10 (0.26)
pf			-0.81 (0.41)	2.16** (0.031)			-1.04 (0.29)	2.68* (0.007)			-1.08 (0.28)	3.55* (0.00)
pjn			-0.56 (0.57)	2.30** (0.022)			-0.70 (0.48)	2.92* (0.004)			-0.87 (0.38)	3.53* (0.00)
pji			-0.91 (0.36)	1.78*** (0.075)			-1.01 (0.31)	2.49** (0.013)			-1.02 (0.30)	3.32* (0.00)
fam			-0.98 (0.32)	1.70*** (0.089)			-1.17 (0.24)	2.22** (0.026)			-1.24 (0.21)	3.04* (0.00)
emp_gov			-0.74 (0.45)	2.59* (0.01)			-0.98 (0.32)	3.00* (0.003)			-0.96 (0.33)	3.58* (0.00)
fundos			-1.08	3.33*			-1.33	3.12*			-1.00	3.92*

			(0.28)	(0.001)			(0.18)	(0.002)			(0.31)	(0.00)
mista			-1.72***	2.10**			-1.70***	2.13**			-1.71***	2.74*
			(0.08)	(0.036)			(0.08)	(0.033)			(0.08)	(0.00)
parton			1.08	-0.39			1.87***	-1.40			1.99**	-1.86***
			(0.28)	(0.698)			(0.06)	(0.163)			(0.04)	(0.06)
partpn			-0.98	1.30			-0.59	1.11			-0.29	1.40
			(0.32)	(0.195)			(0.55)	(0.266)			(0.76)	(0.16)
fundparti			-0.37	1.68***			0.34	1.74***			-0.06	0.81
			(0.71)	(0.093)			(0.73)	(0.082)			(0.95)	(0.41)
fundpartii			-0.23	2.60*			-0.66	1.24			-0.28	0.42
			(0.81)	(0.009)			(0.51)	(0.216)			(0.77)	(0.67)
contri			0.36	-1.21			0.09	-1.25			0.61	-0.92
			(0.71)	(0.23)			(0.93)	(0.212)			(0.53)	(0.35)
Observações	1278	245	1129	226	1294	248	1143	229	1280	237	1130	219
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim
Efeito setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Não	Sim	Não
Log likelihood	458.04	105.17	406.96	107.01	424.65	103.73	379.02	111.59	460.85	105.01	411.90	107.92
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00	0.00	.	0.00	0.01	0.00	0.00

Essa tabela segue as mesmas especificações da Tabela 21.

Fonte: Elaborado pelo autor.

As Tabelas 23 à 25 apresentam as estimações das três últimas variáveis dependentes, com base no critério da restrição financeira. Os coeficientes das empresas restritas apresentam concordância com os resultados até aqui encontrados, porém as estimações com a variável dependente JSCPPROV não apresentam o mesmo comportamento sistemático até aqui encontrado. A causa pode ser a significância estatística do teste, isto é, com exceção da última estimação, não se pode estatisticamente inferir que os coeficientes são diferentes de zero. Todavia, as mesmas variáveis de estrutura de propriedade continuaram significantes e com os mesmos sinais encontrados nos dois primeiros testes. A variável mista novamente apresenta coeficiente negativo e significativo em parte das estimações das empresas restritas, indicando que uma estrutura de propriedade com diferentes naturezas jurídicas é prejudicial ao pagamento de JSCP.

Tabela 23 - Razão entre o montante pago de JSCP e os proventos sob o critério Governança Corporativa

JSCPPROV	Critério Governança Corporativa											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-2.53*	-0.96	-0.85	-1.48	-1.69***	-0.96	-0.47	-1.43	0.63	-0.14	0.82	-0.60
	(0.01)	(0.335)	(0.40)	(0.14)	(0.091)	(0.34)	(0.64)	(0.15)	(0.53)	(0.89)	(0.41)	(0.55)
ebitdaat	1.95**	1.18	2.73*	1.72***								
	(0.05)	(0.24)	(0.00)	(0.086)								
reslucac	3.47*	-0.69	3.25*	-0.77	3.30*	-0.34	3.25*	-0.28	3.43*	-0.48	2.93*	-1.00
	(0.00)	(0.49)	(0.00)	(0.44)	(0.00)	(0.74)	(0.00)	(0.78)	(0.00)	(0.63)	(0.00)	(0.32)
deprecat	2.18**	0.38	2.19**	0.66								
	(0.03)	(0.70)	(0.03)	(0.51)								
despfinat	-1.23	-0.48	-1.93***	-0.26								
	(0.22)	(0.63)	(0.06)	(0.79)								
q	0.10	0.36	-0.19	0.27	1.36	0.08	1.49	0.24	1.04	-0.11	1.11	0.44
	(0.92)	(0.72)	(0.85)	(0.79)	(0.17)	(0.93)	(0.14)	(0.81)	(0.30)	(0.91)	(0.27)	(0.66)
endifin									-1.08	-0.92	-1.56	-0.74
									(0.28)	(0.36)	(0.12)	(0.46)

D_div									-7.14*	-2.60*	-6.02*	-1.09
									(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.28)
on_capttotal			-1.24	1.10								
			(0.22)	(0.27)								
par_to			-1.26	0.64								
			(0.21)	(0.52)								
pf			-0.95	2.15**								
			(0.34)	(0.03)								
pjn			-0.66	2.26**								
			(0.51)	(0.02)								
pji			-1.07	1.74***								
			(0.28)	(0.08)								
fam			-1.08	1.89***								
			(0.28)	(0.06)								
emp_gov			-0.89	2.06**								
			(0.37)	(0.04)								
fundos			-0.89	2.22**								
			(0.37)	(0.03)								
mista			-1.78***	1.75***								
			(0.08)	(0.08)								
parton			1.17	-1.24								
			(0.24)	(0.21)								
partpn			-0.26	1.24								
			(0.80)	(0.22)								
fundpartii			-0.46	0.94								
			(0.64)	(0.35)								
fundpartii			-0.35	2.01**								
			(0.72)	(0.04)								
contri			0.55	-0.12								
			(0.59)	(0.90)								
Observações	1068	217	941	200	1075	220	947	203	1068	211	940	195
Efeito ano	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Efeito setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Log likelihood	-397.76	-71.155	-352.67	-61.00	-404.87	-68.989	-358.86	-58.238	-372.15	-62.30	-333.42	-50.689
Prob. teste												
Wald	0.00	0.69	0.00	0.37	0.00	0.97	0.01	0.35	0.00	0.27	0.00	0.03

Essa tabela segue as mesmas especificações da Tabela 21.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O próximo grupo apresenta as estimações da razão entre o JSCP e o Ebitda como variável dependente. Os resultados apontam o lucro e as reservas de lucro como fatores para o aumento do pagamento de JSCP em empresas restritas e as reservas de lucro para as empresas irrestritas. A escolha pelo pagamento de dividendos também influencia positivamente o pagamento de JSCP, mas de forma mais intensa em empresas restritas. O endividamento reduz o pagamento de JSCP e novamente a variável Q de Tobin apresenta coeficiente significativo e positivo para empresas restritas. Entre as variáveis de estrutura de propriedade, as relacionadas à natureza jurídica apresentam coeficientes positivos e estatisticamente significantes, sugerindo que as empresas melhor estruturadas pagam mais JSCP. Com base na mesma variável dependente, percebe-se que empresas com menor concentração de propriedade (variáveis *parton* e *partpn*) pagam mais JSCP, visto que a variável *parton* não tem significância estatística e seu coeficiente apresentou coeficiente negativo.

Tabela 24 - Razão entre o montante pago de JSCP e o Ebitda sob o critério Governança Corporativa

JSCPebitda	Critério Governança Corporativa											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-1.53 (0.126)	-1.84*** (0.066)	-0.83 (0.41)	-2.67* (0.008)	-3.25* (0.00)	-1.62 (0.105)	-2.12** (0.034)	-2.43** (0.015)	-3.77* (0.00)	-2.22** (0.026)	-1.55 (0.12)	-2.06** (0.04)
ebitdaat	1.68*** (0.093)	1.36 (0.17)	1.79*** (0.073)	0.91 (0.36)								
reslucac	4.40* (0.00)	1.67*** (0.096)	4.08* (0.00)	2.37** (0.018)	6.97* (0.00)	1.66*** (0.097)	6.79* (0.00)	2.43** (0.015)	4.84* (0.00)	1.28 (0.20)	4.66* (0.00)	1.92*** (0.06)
deprecat	1.31 (0.19)	0.88 (0.38)	1.12 (0.264)	1.35 (0.176)								
despfinat	-0.96 (0.34)	-0.91 (0.36)	-1.53 (0.127)	-0.76 (0.45)								
q	1.28 (0.20)	0.75 (0.46)	1.46 (0.145)	1.72*** (0.085)	2.86* (0.004)	0.64 (0.52)	2.81* (0.00)	1.55 (0.12)	2.38** (0.02)	0.14 (0.89)	0.35 (0.73)	1.29 (0.20)
endifin									-1.98** (0.05)	-1.81*** (0.07)	-1.96** (0.05)	-1.62 (0.105)
D_div									4.18* (0.00)	2.09** (0.036)	3.77* (0.00)	1.42 (0.16)
on_captotal			-1.08 (0.28)	1.46 (0.144)			-0.97 (0.33)	1.83*** (0.068)			-0.80 (0.43)	1.06 (0.29)
par_to			-1.02 (0.31)	0.39 (0.70)			-1.16 (0.24)	0.57 (0.57)			-1.27 (0.21)	0.24 (0.81)
pf			-0.37 (0.71)	2.51** (0.012)			-0.60 (0.55)	2.43** (0.015)			-0.69 (0.48)	2.71* (0.00)
pjn			-0.51 (0.61)	2.73* (0.006)			-0.29 (0.77)	2.87* (0.004)			-0.50 (0.62)	2.99* (0.00)
pji			-0.69 (0.49)	1.97** (0.049)			-0.37 (0.71)	2.12** (0.034)			-0.45 (0.65)	2.66* (0.008)
fam			-0.76 (0.45)	2.05** (0.041)			-0.70 (0.48)	1.90*** (0.058)			-0.82 (0.41)	2.29** (0.022)
emp_gov			-0.70 (0.48)	2.37** (0.018)			-0.50 (0.61)	2.32** (0.021)			-0.59 (0.55)	2.57* (0.01)
fundos			-0.78 (0.44)	3.93* (0.00)			-0.82 (0.41)	3.64* (0.00)			-0.66 (0.51)	4.14* (0.00)
mista			-0.82 (0.41)	2.25** (0.024)			-0.90 (0.36)	1.90*** (0.057)			-0.88 (0.38)	2.00** (0.045)
parton			1.02 (0.31)	-1.42 (0.156)			0.60 (0.54)	-1.47 (0.14)			0.48 (0.63)	-1.42 (0.16)
partpn			0.17 (0.86)	2.65* (0.008)			0.71 (0.47)	2.17** (0.03)			1.02 (0.31)	1.85*** (0.064)
fundparti			-0.78 (0.44)	0.62 (0.537)			-1.00 (0.31)	1.12 (0.26)			-1.05 (0.29)	0.35 (0.73)
fundpartii			-0.11 (0.91)	0.84 (0.40)			-0.07 (0.94)	0.96 (0.34)			0.34 (0.73)	0.75 (0.45)
contri			0.81 (0.42)	-1.19 (0.235)			-1.02 (0.30)	-0.78 (0.44)			-0.16 (0.88)	-0.88 (0.37)
Observações	1278	245	1129	226	1294	248	1143	229	1280	237	1130	219
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Efeito setor	Sim	Não	Sim	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Log likelihood	-1094.8	-17.61	-976.95	-5.9066	-550.735	-16.372	-482.57	-3.136	-533.92	-8.744	-481.64	10.96
Prob. teste Wald	0.00	0.03	0.01	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00

Essa tabela segue as mesmas especificações da Tabela 21.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 25 apresenta o último grupo de estimações tendo como variável dependente a razão entre o JSCP pago e o máximo permitido. Além das variáveis estatisticamente já vistas, a variável que mede a concentração de propriedade (*parton*) apresenta-se significativa e com coeficiente positivo para as empresas restritas, o que indica que, em empresas restritas, a concentração de propriedade aumenta o volume de JSCP pago.

Conforme as evidências até aqui levantadas, as variáveis que definem a probabilidade e o montante do pagamento de JSCP das empresas que não fazem parte do Novo Mercado e Nível II da Bovespa são o lucro e as reservas de lucro. Já nas empresas que fazem parte do Novo Mercado e Nível II de governança corporativa, o lucro define a probabilidade do pagamento de JSCP, bem como as reservas são determinantes do montante de JSCP a ser pago. A variável depreciação apresentou coeficiente positivo e significativo na maior parte das estimações, tendo maior intensidade nas empresas restritas. O Q de Tobin novamente tem coeficiente positivo e estatisticamente significativo na maior parte das estimações, principalmente, nas empresas restritas, sugerindo que as empresas restritas têm um prêmio pelo pagamento de JSCP. Mas, para que essa hipótese seja confirmada, há necessidade de mais testes. Conforme esperado, o endividamento financeiro atinge negativamente o pagamento de JSCP, mas chama atenção o coeficiente negativo em algumas regressões com coeficientes maiores em empresas irrestritas do que os encontrados em empresas restritas. A teoria sugere que, devido às fricções financeiras, as empresas restritas têm menor acesso ao financiamento externo, o que cria dependência maior dos fundos internos. Assim, esperava-se que o coeficiente do endividamento tivesse sinais contrários entre as empresas restritas e irrestritas.

Tabela 25 - Razão entre o montante pago de JSCP e o máximo permitido sob o critério Governança Corporativa

JSCP maxjscp	Critério Governança Corporativa											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-3.72*** (0.00)	-2.23** (0.026)	-2.35** (0.019)	-3.03* (0.002)	-2.70* (0.007)	-0.65 (0.513)	-0.01 (0.99)	-1.52 (0.129)	-0.01 (0.99)	-1.71*** (0.087)	-0.01 (0.99)	-2.14** (0.032)
ebitdaat	5.79* (0.00)	2.42** (0.015)	5.69* (0.00)	2.68** (0.007)								
reslucacat	5.64* (0.00)	2.28** (0.023)	5.26* (0.00)	2.13** (0.033)	5.55* (0.00)	1.65*** (0.10)	5.76* (0.00)	1.85*** (0.064)	3.86* (0.00)	1.32 (0.187)	3.54* (0.00)	1.36 (0.174)
deprecat	4.22* (0.00)	1.30 (0.194)	3.93* (0.00)	3.08* (0.002)								
q	0.33 (0.74)	0.99 (0.32)	0.26 (0.80)	1.22 (0.22)	3.81* (0.00)	1.42 (0.15)	4.32* (0.00)	1.94*** (0.052)	3.31* (0.001)	0.51 (0.612)	4.00* (0.00)	1.05 (0.29)
D_div									5.27* (0.00)	2.39 (0.017)	4.80* (0.00)	1.31 (0.19)
on_capttotal			-1.17 (0.24)	1.38 (0.17)			-1.64 (0.10)	1.92** (0.055)			-1.57 (0.116)	1.62 (0.106)
par_to			-0.87 (0.39)	0.14 (0.88)			-1.34 (0.18)	0.56 (0.57)			-1.58 (0.115)	0.65 (0.515)
pf			-0.83 (0.41)	3.50* (0.00)			-0.92 (0.36)	2.84* (0.004)			-1.06 (0.29)	3.31* (0.00)
pjn			-0.51 (0.61)	3.10* (0.002)			-0.56 (0.57)	2.92* (0.003)			-0.77 (0.44)	3.22* (0.00)
pji			-1.00 (0.32)	2.77* (0.006)			-1.00 (0.32)	2.35** (0.019)			-1.07 (0.285)	2.87* (0.004)
fam			-0.98 (0.33)	2.63* (0.008)			-1.06 (0.29)	2.32** (0.021)			-1.22 (0.22)	2.81* (0.005)
emp_gov			-0.54 (0.59)	3.39* (0.00)			-0.70 (0.485)	2.98* (0.003)			-0.72 (0.47)	3.18* (0.001)

fundos			-1.26 (0.21)	3.82* (0.00)			-1.26 (0.21)	3.26* (0.001)			-0.99 (0.32)	3.75* (0.00)
mista			-1.82 (0.07)	3.38* (0.00)			-1.75 (0.08)	2.46** (0.014)			-1.76*** (0.078)	2.79* (0.005)
parton			1.06 (0.29)	-1.29 (0.196)			1.70 (0.089)	-0.83 (0.41)			1.80*** (0.072)	-1.16 (0.247)
partpn			-0.64 (0.52)	3.16* (0.002)			-0.46 (0.65)	1.47 (0.14)			-0.02 (0.98)	1.54 (0.123)
fundparti			0.24 (0.81)	0.81 (0.417)			0.71 (0.48)	1.34 (0.18)			0.25 (0.80)	0.80 (0.421)
fundpartii			-0.54 (0.59)	0.64 (0.52)			-0.82 (0.41)	1.96** (0.05)			-0.60 (0.55)	1.35 (0.177)
contri			0.22 (0.83)	-1.59 (0.112)			0.00 (0.99)	-1.23 (0.22)			0.42 (0.67)	-0.66 (0.512)
Observações	1278	245	1129	226	1294	248	1143	229	1280	237	1130	219
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Efeito setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Log likelihood	-594	-102.975	-522.82	-77.6857	-633.39	-109.20	-536.58	-84.235	-589.75	-101.21	-513.73	-79.111
Prob. teste Wald	0.00	0.083	0.00	.	0.00	0.045	0.00	0.00	0.00	0.055	0.00	0.00

Essa tabela segue as mesmas especificações da Tabela 21.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A estrutura de propriedade revelou-se significativa em empresas com boas práticas de governança corporativa. Empresas com controle definido, indiferente da natureza jurídica, têm mais propensão ao pagamento de JSCP e também em maior montante. Desvios na relação, “uma ação, um voto”, também apresentam coeficientes positivos em todas as estimações, sendo parte deles estatisticamente significantes, portanto, favorecendo o pagamento de JSCP. A participação de fundos de pensão ou investimento apresentou o mesmo comportamento, ou seja, parece haver um efeito positivo dos fundos em relação ao pagamento de JSCP. Esse resultado vai ao encontro do estudo de Punsuvo, Kayo e Barros, 2007, que consideram a influência dos fundos de pensão sobre as empresas e chamam esse movimento de ativismo dos fundos de pensão.

4.3 COMPARATIVO ENTRE OS OBJETIVOS PROPOSTOS E OS RESULTADOS ENCONTRADOS

O objetivo geral desta pesquisa é buscar evidências empíricas de como a restrição financeira e a estrutura de propriedade afetam o pagamento de JSCP. Para tanto, foram propostos os seguintes objetivos específicos; (a) verificar se o estado de restrição financeira afeta o pagamento de JSCP; (b) verificar se a estrutura de propriedade afeta o pagamento de JSCP; (c) analisar as possíveis relações da estrutura de propriedade das empresas financeiramente restritas e irrestritas com o pagamento de JSCP.

As primeiras estimações realizadas, conforme Tabelas 7, 8 e 9, buscaram testar a relação entre a estrutura de propriedade e o pagamento de JSCP. Nenhuma das estimações conseguiu dar suporte estatístico a esta relação, mas, através das variáveis de controle, é possível concluir que: (1) a propensão e o montante do pagamento de JSCP estão positivamente relacionados a lucratividade e as reservas de lucro; (2) empresas que pagam JSCP provavelmente também pagam dividendos; (3) o endividamento e os investimentos reduzem a probabilidade e montante do pagamento de JSCP.

Na segunda parte das estimações, nas Tabelas 11 a 25, foram inseridos os critérios quanto ao *status* financeiro. As empresas foram classificadas como restritas ou irrestritas, de acordo com os seguintes critérios: emissor de ADR; tamanho e governança corporativa. De forma geral, as variáveis de controle confirmam os resultados encontrados nas primeiras estimações, mas, também, foram encontrados resultados significativos nas variáveis depreciação e estrutura de propriedade. Conforme já evidenciado por Colombo e Terra (2011), no presente estudo, a depreciação também se mostrou positivamente relacionada ao pagamento de JSCP, um acréscimo à ideia de que o JSCP e a depreciação são complementares com a finalidade de gerar economia fiscal, devendo ambos fazer parte do planejamento tributário.

O resultado mais surpreendente foi encontrado nas Tabelas 21 a 25, em que, sob o critério governança corporativa, algumas variáveis de estrutura de propriedade mostraram-se estatisticamente significantes para as empresas com boas práticas de governança corporativa. Especificamente, todas as variáveis relacionadas à natureza jurídica do controlador (PF, PJN, PJI, FAM, EMP_GOV, FUNDOS, MISTA) apresentaram resultados positivos, sistemáticos e significantes. Essas evidências apontam que o pagamento de JSCP é maior em empresas com boas práticas de governança corporativa, com controlador ou grupo de controle definido, independentemente da natureza jurídica do recebedor. Em linha com essas evidências, Decourt (2009, p. 104) aponta que “(...) os executivos se preocupam mais com a questão fiscal da empresa do que com o custo fiscal do acionista”. Portanto, os juros sobre o capital próprio é uma ferramenta utilizada pelas empresas com melhores práticas de governança corporativa para obter benefícios fiscais, e não como simples forma de remuneração que privilegia certas classes de acionistas.

Nas empresas irrestritas também foram encontradas evidências de que a participação acionária de fundos de pensão e investimentos aumentam a probabilidade e o montante de JSCP pago. E, nas empresas restritas, a variável MISTA apresenta-se como a única

estatisticamente significativa e sistemática. Portanto, empresas restritas com controle de diferentes naturezas jurídicas (MISTA) tendem a pagar menos juros sobre o capital próprio.

4.3.1 Resposta ao problema de pesquisa e às hipóteses

A resposta ao problema de pesquisa: **A estrutura de propriedade e as restrições financeiras afetam o pagamento de juros sobre o capital próprio?** é afirmativa. Ou seja, a estrutura de propriedade e as restrições financeiras afetam o pagamento de JSCP das empresas, mas, em determinadas condições. Somente há relação positiva entre a estrutura de propriedade e o pagamento de JSCP em empresas irrestritas no critério governança corporativa, ou seja, em empresas listadas no Novo Mercado e Nível de II da Bovespa. Desta forma, indiferente da natureza jurídica do recebedor, empresas com controle definido e com melhores práticas de governança corporativa (irrestritas) têm maior propensão a pagar JSCP e em maior montante.

Maior grau de fricções financeiras está diretamente relacionado a uma menor propensão ao pagamento de JSCP e em menor montante. Todavia, havendo lucros e reservas de lucro, as empresas restritas pagam mais JSCP proporcionalmente ao ativo, do que as empresas irrestritas.

Quanto às hipóteses de pesquisa, observa-se que a **H₁: As empresas financeiramente restritas pagam menos juros sobre o capital próprio do que as empresas financeiramente irrestritas** - não se confirma, pois, conforme se verifica nas Tabelas 11 a 25, tendo lucro e reservas de lucro, as empresas restritas pagam proporcionalmente ao ativo mais juros sobre o capital próprio do que as empresas irrestritas.

Da mesma forma, a **H₂: A natureza jurídica do acionista controlador e seu percentual de ações com direito a voto interferem na probabilidade e montante de JSCP pagos** - também não se confirma, pois, conforme Tabelas 21 a 25, a natureza jurídica do recebedor não interfere no pagamento de JSCP, mas interfere se há controlador definido. Quanto ao segundo aspecto da hipótese 2, que diz respeito às ações com direito a voto, não se pode afirmar a influência da concentração de propriedade sobre o pagamento de JSCP. Em algumas estimativas, há significância estatística da influência dessa variável no pagamento de JSCP, mas os resultados não se mantêm nas diferentes especificações do modelo.

Quanto à **H₃: O pagamento de JSCP tem relação positiva com a maior concentração acionária e relação negativa nas empresas financeiramente restritas** – conforme as Tabelas 11 a 20 há evidências de que a concentração de propriedade não

apresenta resultados estatisticamente significantes e sistemáticos nas diferentes especificações do modelo. Portanto, não se pode confirmar a terceira hipótese.

4.4 COMPARATIVO ENTRE ESTUDOS ANTERIORES E RESULTADOS ENCONTRADOS

Neste tópico são comparados os resultados encontrados nesta pesquisa com estudos anteriores.

4.4.1 Resultados iniciais: Propensão e Montante de JSCP

De acordo com as estimações realizadas pelos modelos *Probit* e *Tobit*, os determinantes da propensão ao pagamento de JSCP e do montante a ser pago são a lucratividade e as reservas de lucro. Esse resultado, que se mantém em todas as estimações realizadas, se alinha com as conclusões de Colombo e Terra (2011), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2011), Futema, Basso e Kayo (2009). A *dummy* para dividendos apresentou coeficiente positivo, sistemático e significativo em quase todas as estimativas. Portanto, empresas que distribuem dividendos tendem a aumentar o pagamento de JSCP. A exceção fica nas estimações com a variável dependente JSCPPROV, resultado já esperado, visto que sob esta variável dependente, os dividendos e o JSCP são concorrentes à fonte, que são os proventos. Esse resultado vai ao encontro aos resultados de estudo de Boulton, Braga-Alves e Shastri (2011), que encontraram evidências de que o aumento da lucratividade e o *payout* são positivamente relacionados à propensão de uma empresa pagar JSCP.

O endividamento financeiro e o investimento reduzem a propensão e o montante de JSCP pago. Desta forma, empresas mais endividadas e com maiores investimentos tendem a reduzir ou não pagar JSCP, tendo em vista que para o pagamento principal da dívida e para investimentos, extraem-se recursos da mesma fonte, lucro e/ou reservas, tornando-os concorrentes no fluxo de caixa.

Ao contrário dos resultados de Colombo e Terra (2011), nos testes iniciais, não foram encontradas evidências estatisticamente significantes em nenhuma das quinze variáveis utilizadas que comprovem alguma relação entre o pagamento de JSCP e a estrutura de propriedade. As variáveis utilizadas neste estudo abrangem sete possíveis recebedores, a relação “uma ação, um voto”; concentração de propriedade; a existência de fundos de pensão ou de investimentos de forma direta ou indireta; empresas de estrutura simples (não piramidal) e empresas que não têm controlador definido junto à CVM.

4.4.2 Propensão e Montante de JSCP dentre os critérios de restrição de acordo com a condição financeira

De acordo com estimações com base nos três critérios utilizados, fica claro que a probabilidade e o montante de JSCP a ser pago pelas empresas restritas fica condicionado à lucratividade e às reservas de lucro. O pagamento de JSCP nas empresas irrestritas é condicionado às reservas de lucro. Essas variáveis apresentaram comportamento sistemático e estatisticamente significativo em todas as estimações nos três diferentes critérios. Colombo e Terra (2011) mostram evidências de que os maiores pagadores de JSCP são empresas maiores, mais lucrativas, com melhores práticas de governança corporativa e mais oportunidades de investimento. No presente estudo, somente foram encontradas evidências positivas no que tange ao tamanho das empresas, ou seja, de acordo com a *dummy* para dividendos no critério tamanho, empresas maiores que pagam dividendos têm maior probabilidade de pagar JSCP e em maior montante do que as empresas menores. E, como já visto, a lucratividade é importante no pagamento de JSCP; indiferentemente dos critérios, quando podem, as empresas menores, não emissoras de ADR e que não aderem às boas práticas de governança corporativa estabelecidas no Novo Mercado e Nível II da Bovespa, pagam proporcionalmente ao ativo mais JSCP. Para esse grupo de empresas, a variável Q de Tobin apresentou coeficiente positivo e significativo em grande parte das estimações. Portanto, parece haver um “prêmio” às empresas restritas que pagam JSCP. De qualquer modo, seria precipitado afirmar essa hipótese baseado nas atuais estimações.

A variável que mensura a depreciação apresentou coeficiente positivo, significativo e sistemático em ambos os grupos de empresas nas estimações com os critérios ADR e Tamanho, mas de forma mais intensa, para as empresas irrestritas. Esse resultado vai ao encontro das evidências de Colombo e Terra (2011), que também encontram relação positiva entre a depreciação e o pagamento de JSCP, que, segundo os autores, decorre de uma relação de complementaridade entre as ferramentas do planejamento tributário das empresas.

Os estudos de Colombo e Terra (2011) e Truong e Heaney (2007) revelam que há uma relação positiva entre a política de dividendos e as boas práticas de governança corporativa. O presente estudo encontrou evidências positivas entre a governança corporativa e a estrutura de propriedade, ou seja, empresas com melhores práticas de governança e com controle definido têm maior propensão de JSCP e em maior montante.

As variáveis relativas à estrutura de propriedade apresentaram comportamento totalmente diferente dos demais testes. Os resultados sugerem que em empresas com melhores

práticas de governança corporativa, há maior diferença entre a razão, “uma ação, um voto”, que diz respeito ao direito sobre o fluxo de caixa, que implicará aumento da probabilidade e do montante de JSCP a ser pago. A mesma relação é encontrada por Colombo e Terra (2011).

Contrário às evidências encontradas por Colombo e Terra (2011) de que a natureza jurídica do recebedor dos JSCP afete a probabilidade e o montante de JSCP, os resultados deste estudo não encontraram diferenças significativas entre a relação de natureza jurídica do recebedor e o pagamento de JSCP. Os resultados permitem afirmar que empresas com melhores práticas de governança corporativa e que tenham controlador definido têm maior propensão a pagar JSCP e em maior montante. Por fim, observa-se que pode existir um incentivo dos fundos de pensão ou de investimento ao pagamento de JSCP, pois as variáveis que consideram esses aspectos de forma direta (*fundparti*) e indireta (*fundpartii*) apresentaram coeficientes positivos e significantes em parte das estimações realizadas. Colombo e Terra (2011) também encontraram evidências dessa relação. Os autores fazem uma analogia ao termo Ativismo dos Fundos de Pensão, considerando a grande relevância dos fundos para o mercado de capitais, o que acontece quando os fundos de pensão passam a exercer atividades de monitoração de forma mais ativa sobre a empresa, estando diretamente relacionado com o desempenho comparativo (PUNSUVO, KAYO e BARROS, 2007).

Finalizando, a única variável que se apresentou estatisticamente significativa para as empresas classificadas como não tendo boas práticas de governança corporativa foi a variável mista. Na maior parte das estimações com base no critério de restrição, governança corporativa, a variável mista apresentou coeficientes negativos; portanto, aponta que empresas restritas que não têm natureza jurídica definida tendem a pagar menos JSCP aos seus acionistas. Esse mesmo grupo de empresas também apresenta uma relação positiva e, em algumas estimações significantes da concentração de propriedade e o aumento do pagamento de JSCP. Para ser comprovada, essa relação ainda deve ser analisada por outros diferentes aspectos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi buscar evidências empíricas de como a condição do *status* de restrição financeira e a estrutura de propriedade afetam o pagamento de juros sobre o capital próprio.

Os resultados empíricos indicam que as empresas restritas dependem, principalmente, dos lucros e das reservas de lucro para o pagamento de juros sobre o capital próprio (JSCP), enquanto que as empresas irrestritas dependem apenas das reservas de lucro. Adicionalmente, percebeu-se que, havendo possibilidade, as empresas restritas pagam proporcionalmente mais JSCP do que as irrestritas. Esse fato pode ser um movimento compensatório relacionado ao menor ganho que as empresas restritas têm com a depreciação, comparativamente com as empresas irrestritas. Como apresentado por Decourt (2009), as empresas pagam JSCP com o objetivo de auferir benefício tributário. Colombo e Terra (2011) sugerem que as empresas utilizem, de forma complementar, as ferramentas do planejamento tributário, como JSCP, depreciação e amortização e as despesas financeiras para obtenção dos benefícios.

Com exceção dos resultados baseados no critério, governança corporativa, o endividamento financeiro para as empresas restritas apresenta relação negativa com o pagamento de JSCP. Esse resultado é compatível com a teoria acerca das restrições financeiras, visto que empresas restritas têm menor acesso ao financiamento provocando maior dependência do fluxo de caixa.

Testou-se a hipótese de que empresas, financeiramente restritas, pagam menos JSCP do que as irrestritas. Os resultados mostram que tendo lucro e reservas de lucro, as empresas restritas pagam proporção maior de JSCP do que as irrestritas. A teoria aponta que empresas restritas apresentam sensibilidade positiva maior de suas fontes internas do que as empresas irrestritas. Desta forma, pensava-se que empresas restritas pagassem menos JSCP.

A segunda hipótese relaciona a natureza jurídica do recebedor e sua concentração acionária ao pagamento de JSCP. Os resultados apontam que a propensão e o montante de JSCP pagos independem da natureza jurídica do recebedor. Conforme Boulton, Braga-Alves e Shastri (2011), os tributos são fortes determinantes do pagamento de JSCP, sendo o efetivo pagamento diretamente relacionado aos benefícios fiscais obtidos com a dedução dos JSCP da base de cálculo do IR e CSSL (DECOURT, 2009).

De forma geral, identificou-se que a propensão e o montante de JSCP pagos são positivamente relacionados com os lucros e reservas de lucro. Ainda, empresas restritas, proporcionalmente, pagam mais JSCP do que as irrestritas; o endividamento é negativamente

relacionado ao pagamento de JSCP; a depreciação apresenta-se positivamente relacionada ao pagamento de JSCP. Desta forma, as variáveis apresentam-se complementares no planejamento tributário; o investimento em empresas irrestritas é negativamente relacionado com o pagamento de JSCP; a natureza jurídica do recebedor pouco importa à propensão e ao montante de JSCP pago; empresas com melhores práticas de governança corporativa e com controle definido têm maior montante e propensão e ao pagamento de JSCP; há indícios de que a participação de fundos de pensão e de investimento favoreça o pagamento de JSCP;

Dado os resultados aqui encontrados, torna-se relevante considerar o *status* financeiro das empresas na política de dividendos, especificamente no pagamento de juros sobre o capital próprio.

5.1 Sugestões para futuras pesquisas

Para estudos futuros, sugere-se testar os resultados aqui encontrados com diferentes critérios de restrição financeira, visto que ainda são poucos os estudos na área. Sugere-se também, analisar de forma comparativa os níveis de *payout* entre as empresas restritas e irrestritas. Pode-se aplicar esses critérios em diferentes aspectos das empresas, buscando identificar como cada um deles afeta as empresas, relacionando-os com os diferentes estágios das empresas.

Outra sugestão se refere aos resultados que apontam que empresas restritas têm um “prêmio” referente ao pagamento de JSCP, visto que a variável Q de Tobin apresenta-se estatisticamente significante em várias estimativas realizadas para empresas restritas. Ainda, devem ser realizados testes estatísticos mais profundos para analisar a possível relação entre o pagamento de JSCP de empresas restritas e o aumento de suas oportunidades de investimento.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. **The Review of Financial Studies**, 20 (5), 1429-1460, 2007.

_____. Financing frictions and the substitution between internal and external funds. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 45 (3), 589-622, 2010.

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; WEISBACH, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. **Journal of Finance**, 59, 1777-1804.

ALTMAN, Edward I.; A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 4, p. 1067-1089, September, 1984.

BALTAGI, Badi H. **Econometric Analysis of Panel Data**. England: John Wiley e Sons, Third Edition, 2005.

BASTOS, Douglas Dias. NAKAMURA, Wilson Toshiro. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001- 2006. **Revista Contabilidade e Finanças. São Paulo**, nº 50, Maio/Agosto 2009.

BOULTON, T. M.; BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. **Anais do 10º Encontro Brasileiro de Finanças (EBFin)**. São Paulo, 2010.

BRASIL. Decreto – **Lei nº 41.019**, de 26 de fevereiro de 1957. Regulamenta os serviços de energia.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

BRASIL. **Lei nº 7.689**, de 15 de dezembro de 1988. Institui a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

BRASIL. **Lei nº 9.430**, de 27 de dezembro de 1996. Dispõe da legislação tributária federal.

BRASIL. **Lei nº 9.718**, de 27 de novembro de 1998. Altera a legislação tributária federal.

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

BREALEY, R. A. e MYERS S. C. **Princípios de Finanças Empresariais**. 5. ed. Lisboa, Portugal, Mc Graw Hill, 1992.

_____. **Financiamento e gestão de risco**. Porto Alegre: Brookman, 2005.

BRITO, Ricardo D.; LIMA, Mônica R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 2, p.177-208, 2005.

BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz João; BATISTELLA, Flávio Donizette. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Anais do V Encontro Brasileiro de Finanças**, São Paulo (SP), 2005 (CD-ROM).

BYRNE, Julie; O'CONNOR, Thomas. Creditor rights and the outcome model of dividends. **The Quarterly Review of Economics and Finance**. Vol. 52, p. 227-242, 2012.

CAMPOS, Taiane L. C. Estrutura de propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração**, vol. 41, nº4, p. 369-380, out/Nov/dez. 2006.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H.; LANG, Larry H. P.. "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," **Journal of Finance**, vol. 57, p. 2741-2771, 2002.

COLOMBO, Jéfferson A.; TERRA, Paulo R.S. **Juros sobre o capital próprio, estrutura de propriedade e destruição de valor: evidências no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, Porto Alegre, 2011.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas: teoria e prática**. Porto Alegre: Brookman, 2004.

DEANGELO, H. e MASULIS, R.W. Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. **Journal of Financial Economics**, v.8, n.1, March 1980, p.3-29.

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

DOMINGUES PINTO, João Roberto. **Imposto de Renda, Contribuições Administradas pela Secretaria da Receita Federal e Sistema Simples**. Ed.: SCAN: Porto Alegre, 2010.

EID JUNIOR, William. Custo e Estrutura de Capital: o Comportamento das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**. vol. 36, n. 4, out-dez. 1996.

ERICKSON, Timothy; WHITED, Toni, M. Measurement error and the relationship between investment and q. **Journal of political Economy**, vol. 108, nº 5, p. 1027-1057, 2000.

FAMA, E.F. e FRENCH, K.R. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. **Review of Financial Studies**, v.15, n.1, March 2002, p.1-33.

FAZZARI, S. R., HUBBARD, G., ETERSEN, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. **Brooking Papers on Economic Activity**, 1, 141-195.

FAZZARI, S. R.; PETERSEN, B. (1993). Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. **RAND Journal of Economics**, 24, 328-342.

FRANK, Murray; GOYAL, Vidhan. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, vol. 67, p. 217-248, 2003.

FUTEMA, Mariano Seikitsi; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; KAYO, Eduardo Kazuo. Estrutura de Capital, Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio: Testes no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP** – São Paulo, v. 20, n. 49, p. 44-62, jan/abril 2009.

GITMAN, Lawrence J.; MADURA, Jeff. **Administração financeira: uma abordagem gerencial**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GRAHAM, John R, 1996a, Debt and the Marginal Tax Rate, **Journal of Financial Economics** 41, 41-73.

_____. How Big Are the Tax Benefits of Debt? **Journal of Finance**. V. 55, 1901-1941, 2000.

_____. Taxes and Corporate Finance: A Review, **Review of Financial Studies**, 2003, p. 1074-1128.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados financeiros e Estratégia corporativa**. Porto Alegre, Brokman, 2005.

GUJARATI, D. N. **Basic Econometrics**. Fourth Edition. The McGraw–Hill Companies, 2004.

_____. **Econometria Básica**. 4. ed. São Paulo: Makron Books, 2006.

HIGUSHI, H.; HIGUSHI, F.H.; HIGUSHI, C. H. **Imposto de renda das empresas: interpretação e Prática**. 36. ed. São Paulo: IR Publicações Ltda, 2011.

HUBBARD, R. G. Capital Market imperfections and investment. **Journal of Economic Literature**, 36, 193-227, 1998.

IQUIAPAZA, Robert Aldo, SOUZA, Antônio Artur de e AMARAL, H. F. Fernandes, **Capital Structure and Financing Decisions: New Test for Pecking Order Theory** (May 31, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=991699> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.991699>

JENSEN, Michael, MECKLING, William. “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. **Journal of Financial Economics**, v. 3, pp. 305-360, October 1976.

KAPLAN, Steven N.; ZINGALES, Luigi. Do Financing Constraints Explain why Investment is Correlated with Cash Flow? **Quarterly Journal of economics**, n.CVI, p. 169-215, 1997.

KENNEDY, Peter. **Manual de Econometria**. Campus-Elsevier: Rio de Janeiro, 2009.

KIYOTAKI, N.; MOORE, J. Credit cycles. **Journal of Political Economy**, 105, 211-248, 1997.

KRAUS, Alan; LINTZENBERGER, R. A state-preference model of optimal financial leverage. **Journal of Finance** 28, 911-922, 1973.

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

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

LEECH, D.; LEAHY, J. Ownership structure, control type classification and the performance of large British companies. **The economic Journal**, London, vol. 101, p. 1418-1437, 1991.

MACKIE-MASON, Jeffrey, 1990, Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?, **Journal of Finance** 45, 1471-93.

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

MILLER, M. H. Debt and Taxes. **Journal of Finance**, V.32, P. 261-275, 1977.

MODIGLIANI, F. e MILLER, M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, June 1958, p.261-297.

_____. Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction. **American Economic Review**, v.53, n.3, June 1963, p.433-443.

MILLER, M. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, v.39, n.3, July 1984, p.575-592.

MYERS, S.. Financing of Corporations. In: CONSTANTINIDES, M. Harris; STULZ, R. **Handbook of the Economics of Finance**. Elsevier, 2003. Cap. 4, p. 215-153.

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have. **Journal of Financial Economics**, v.13, n.2, June 1984, p.187-221.

NAKAMURA, Wilson T.; MARTIN, Diógenes M. L.; FORTE, Denis; CARVALHO, Antonio F.; DA COSTA, André C. F.; AMARAL, Alexandre C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro – análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista de Contabilidade e Finanças** – Universidade Federal de São Paulo – USP, nº 44, p. 72 – 85, maio - agosto, 2007.

NESS JR, W., ZANI, J. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento, **Revista de Administração**, vol.36, p.89-102, 2001.

PÁL, Rozália; FERRANDO, Annalisa. Financing Constraints and Firm's Cash Policy in the Euro Area. **European Central Bank**, Working Paper Series, nº 642, jun. 2006.

PEROBELLI, F.; FAMÁ, R. (). Determinantes da estrutura de capital: Aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, V. 37. 2002.

POHLMAN, Marcelo C. e IUDÍCIBUS, Sérgio de. Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças** – Universidade de São Paulo – USP vol. 21, num. 53, maio-agosto, p. 1-25, 2010.

PORTAL, Márcio T.; ZANI, João; SCHÖNERWALD, Carlos E. Fricções financeiras e a substituição entre fundos internos e externos em companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Contabilidade e Finanças**. São Paulo Jan./Apr. vol.23 no.58, 2012.

PORTAL, Márcio T. **Inter-relações entre necessidade de Hedging, assimetria entre direitos de controle e propriedade, políticas de caixa e dívida em condições de restrição financeira**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS, São Leopoldo, RS, 2010.

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

ROCHA, F. D.; AMARAL, H. F. (2007). A explicação da escolha da estrutura de capital por modelos de ajuste parcial: uma aplicação no Brasil. **Anais do Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração - EnANPAD**, Rio de Janeiro, RJ, XXXI.

RAJAN, R.G. e ZINGALES, L. Is there an optimal capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, p. 1421-1460, 1995.

ROGERS, P.; SECURATO, J.; RIBEIRO, K. Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. **Revista de Gestão USP**, v. 15, p. 61-77, 2008.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F.; **Administração Financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2010.

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

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.

SILVEIRA, A. D. M.; BELLATO, L. L. N. Influência da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: **ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS**, 6., 2006, Vitória. Anais... São Paulo: SBFIN, 2006.

SHIANTARELLI, Fábio. Financial constraints and investment: A critical review of methodological issues and international evidence. **Oxford Review of Economic Policy**. Vol. 12, nº 2, 1996.

TERRA, Maria C. T. Credit constraints in Brazilian firms: Evidence from panel data. **Revista Brasileira de Economia**, p. 443-464, Abr/jun 2003.

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

ZANI, João. **Estrutura de capital: Restrição financeira e sensibilidade do endividamento em relação ao colateral**. Tese (Doutorado em Administração) Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, Porto Alegre, RS, 2005.

ZANI, João; PROCIANOY, Jairo Laser. Restrição financeira da firma e a sensibilidade na capacidade de endividamento corporativo em relação à variação de colateral. In: **ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS**, 6, Vitória- ES. Anais...SBFIN, Vitória, 2006.

WARNER, Jerold B., 1977, Bankruptcy Costs: Some Evidence. **Journal of Finance**, 32, 337-347.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. Thomson Learning, 2006.

APÊNDICES

APÊNDICE A1 - PROPENSÃO AO PAGAMENTO DE JSCP SOB O CRITÉRIO ADR

DJSCP	Critério ADR											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-0.01 (0.996)	-1.43 (0.153)	-0.01 (0.993)	-0.04 (0.967)	-0.08 (0.933)	0.72 (0.472)	-0.26 (0.795)	0.00 (0.99)	-0.87 (0.384)	0.31 (0.758)	-0.68 (0.495)	0.01 (0.993)
Inta	0.47 (0.635)	0.67 (0.503)	0.20 (0.838)	0.90 (0.368)	-0.13 (0.895)	-1.31 (0.189)	-0.26 (0.795)	-0.27 (0.786)	0.42 (0.675)	-0.82 (0.41)	0.16 (0.87)	0.12 (0.906)
ebitdaat	5.24* (0.00)	0.68 (0.496)	5.21* (0.00)	0.99 (0.32)								
reslucacat	5.28* (0.00)	2.89* (0.004)	4.43* (0.00)	2.82* (0.005)	5.91* (0.00)	2.38** (0.017)	5.12* (0.00)	2.73* (0.006)	3.10* (0.002)	2.01** (0.044)	2.06** (0.039)	2.43** (0.015)
deprecat	1.84*** (0.065)	3.09* (0.002)	1.94*** (0.052)	3.24* (0.001)								
despfinat	-1.32 (0.187)	-1.37 (0.17)	-2.36** (0.018)	-1.49 (0.137)								
Nm_nii	1.85*** (0.064)	-1.30 (0.193)	1.31 (0.191)	-1.15 (0.251)	1.40 (0.161)	-1.79*** (0.073)	0.76 (0.449)	-1.47 (0.14)	0.89 (0.375)	-1.65*** (0.09)	-0.06 (0.954)	-1.52 (0.129)
q	0.23 (0.821)	0.58 (0.562)	0.18 (0.858)	1.19 (0.233)	2.32** (0.02)	0.21 (0.836)	2.44** (0.015)	0.77 (0.442)	1.17 (0.241)	0.88 (0.381)	-0.22 (0.826)	1.35 (0.176)
endifin									-2.18 (0.029)	-0.59 (0.554)	-2.95 (0.003)	-0.22 (0.827)
despfinebitda					-0.76 (0.448)	-1.47 (0.142)	-1.46 (0.143)	-1.67*** (0.094)	-0.48 (0.633)	-0.78 (0.437)	-0.91 (0.363)	-1.15 (0.25)
deprecebitda					0.62 (0.532)	0.32 (0.742)	1.70*** (0.089)	0.44 (0.66)	0.15 (0.881)	-0.24 (0.813)	1.03 (0.303)	-0.35 (0.726)
ebitdarec					0.45 (0.651)	0.33 (0.742)	0.90 (0.366)	0.79 (0.43)	-0.03 (0.974)	-0.37 (0.715)	0.15 (0.88)	0.02 (0.984)
capexlag									-0.21 (0.835)	-2.99* (0.003)	-0.12 (0.902)	-2.35** (0.019)
D_div									6.07* (0.00)	0.76 (0.446)	5.91* (0.00)	-0.06 (0.953)
on_captotal			-1.20 (0.23)	-0.34 (0.733)			-1.44 (0.151)	-0.35 (0.725)			-1.48 (0.139)	-0.54 (0.587)
par_to			-1.26 (0.208)	-0.59 (0.555)			-1.51 (0.13)	-0.61 (0.541)			-1.71*** (0.087)	-0.54 (0.587)
pf			1.35 (0.177)	-0.04 (0.969)			1.44 (0.151)	0.00 (0.99)			1.32 (0.187)	-0.01 (0.99)
pjn			1.67*** (0.096)	-0.04 (0.971)			1.83*** (0.068)	0.00 (0.99)			1.53 (0.125)	-0.01 (0.99)
pji			0.95 (0.34)	-0.04 (0.966)			1.20 (0.23)	0.00 (0.99)			1.16 (0.248)	-0.01 (0.99)
fam			1.05 (0.292)	-0.04 (0.968)			1.21 (0.225)	0.00 (0.99)			1.02 (0.31)	-0.01 (0.99)
emp_gov			0.90 (0.37)	-0.03 (0.973)			1.05 (0.294)	0.00 (0.99)			1.04 (0.298)	-0.01 (0.99)
fundos			0.60 (0.547)	-0.04 (0.965)			0.48 (0.631)	0.00 (0.99)			0.92 (0.355)	-0.01 (0.99)
mista			0.20 (0.844)	-0.04 (0.966)			0.38 (0.704)	0.00 (0.99)			0.41 (0.679)	-0.01 (0.99)
parton			0.93 (0.355)	0.01 (0.99)			1.21 (0.227)	-0.10 (0.924)			1.34 (0.181)	0.45 (0.65)
partpn			0.99 (0.321)	1.02 (0.309)			1.02 (0.307)	0.95 (0.342)			1.17 (0.243)	1.46 (0.144)
fundpartii			-0.13 (0.898)	1.33 (0.184)			0.14 (0.886)	1.34 (0.179)			0.33 (0.743)	1.06 (0.291)
fundpartii			-0.45 (0.651)	0.82 (0.414)			-0.58 (0.55)	0.79 (0.431)			-0.04 (0.969)	0.19 (0.846)
contri			0.01 (0.99)	-0.99 (0.325)			-0.19 (0.846)	-1.75*** (0.081)			0.79 (0.43)	-1.53 (0.126)
pulv			-0.01 (0.99)				-0.01 (0.99)				0.00 (0.99)	
Observações	1306	217	1163	192	1322	220	1178	194	1299	218	1157	192
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Efeito setor	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Não	Não
Log likelihood	-683.02	-116.9	-596.30	-99.419	-701.09	-128.37	-615.12	-102.79	-668.45	-120.22	-584.36	-96.818
Prob. teste												
Wald	0	0	0	0.02	0	0	0	0.05	0	0	0	0.053

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE A2 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE DE JSCP PAGOS E O ATIVO SOB O CRITÉRIO ADR

JSCPAT	Critério ADR											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-0.01 (0.995)	-1.71*** (0.088)	-0.01 (0.992)	-0.01 (0.98)	0.91 (0.365)	0.59 (0.55)	0.69 (0.492)	0.05 (0.96)	-0.01 (0.995)	-1.97** (0.048)	-0.11 (0.914)	-0.03 (0.97)
lnta	-0.24 (0.809)	0.85 (0.395)	-0.25 (0.803)	0.94 (0.215)	-1.31 (0.189)	-1.28 (0.20)	-1.21 (0.225)	-0.27 (0.79)	-0.78 (0.438)	1.47 (0.14)	-0.71 (0.48)	2.21** (0.027)
ebitdaat	6.79* (0.00)	1.77*** (0.077)	6.46* (0.00)	1.24 (0.215)								
reslucac	6.56* (0.00)	2.78* (0.005)	5.74* (0.00)	2.59* (0.01)	7.01* (0.00)	2.67* (0.008)	6.24* (0.00)	2.64* (0.008)	4.50* (0.00)	2.28** (0.023)	3.71* (0.00)	2.6*1 (0.009)
deprecat	2.50 (0.012)	3.49 (0.00)	2.47** (0.014)	2.86* (0.004)								
despfinat	-1.28 (0.20)	-0.68 (0.497)	-2.02** (0.043)	-1.02 (0.307)								
Nm_nii	1.13 (0.259)	-1.28 (0.20)	0.71 (0.476)	-1.04 (0.30)	0.51 (0.613)	-1.95** (0.051)	-0.02 (0.988)	-1.34 (0.18)	0.14 (0.892)	-1.16 (0.25)	-0.09 (0.931)	-0.43 (0.67)
q	0.63 (0.531)	-0.22 (0.82)	0.89 (0.373)	0.14 (0.887)	3.94* (0.00)	-0.48 (0.628)	4.26* (0.00)	-0.29 (0.774)	2.89* (0.004)	0.83 (0.41)	3.13* (0.002)	0.54 (0.59)
endifin									-2.42** (0.015)	-0.16 (0.88)	-2.78* (0.005)	0.45 (0.65)
despfinebitda					-0.69 (0.488)	-1.21 (0.226)	-1.31 (0.19)	-1.27 (0.20)	-0.47 (0.637)	-0.25 (0.80)	-0.89 (0.371)	-0.58 (0.56)
deprecebitda					0.70 (0.486)	0.80 (0.42)	1.44 (0.149)	0.85 (0.40)	0.33 (0.742)	-0.21 (0.84)	0.94 (0.347)	-0.28 (0.78)
ebitdarec					0.73 (0.466)	1.83** (0.067)	1.10 (0.273)	1.50 (0.13)	0.40 (0.687)	1.64 (0.10)	0.66 (0.511)	1.51 (0.13)
capexlag									-0.10 (0.919)	-4.12* (0.00)	-0.01 (0.992)	-3.31* (0.00)
D_div									5.05* (0.00)	0.91 (0.36)	4.72* (0.00)	0.69 (0.49)
on_captotal			-0.79 (0.43)	0.27 (0.79)			-1.29 (0.197)	0.11 (0.91)			-1.16 (0.245)	-0.35 (0.73)
par_to			-1.00 (0.315)	0.56 (0.577)			-1.54 (0.122)	0.46 (0.64)			-1.55 (0.121)	-0.03 (0.97)
pf			1.26 (0.207)	-0.02 (0.985)			1.16 (0.245)	-0.05 (0.96)			1.26 (0.209)	-0.01 (0.99)
pjn			1.44 (0.149)	-0.02 (0.985)			1.45 (0.146)	-0.05 (0.96)			1.46 (0.145)	-0.01 (0.99)
pji			1.15 (0.251)	-0.02 (0.985)			1.19 (0.233)	-0.05 (0.96)			1.35 (0.178)	-0.01 (0.99)
fam			0.97 (0.334)	-0.02 (0.985)			0.91 (0.365)	-0.05 (0.96)			0.97 (0.33)	-0.01 (0.99)
emp_gov			0.96 (0.335)	-0.02 (0.985)			0.88 (0.38)	-0.05 (0.96)			1.04 (0.298)	-0.01 (0.99)
fundos			0.95 (0.343)	-0.02 (0.985)			0.49 (0.622)	-0.05 (0.96)			1.01 (0.314)	-0.01 (0.99)
mista			0.17 (0.865)	-0.02 (0.985)			0.20 (0.841)	-0.05 (0.96)			0.35 (0.727)	-0.01 (0.99)
parton			1.02 (0.307)	0.09 (0.93)			1.62 (0.104)	0.03 (0.97)			1.55 (0.12)	0.57 (0.57)
partpn			0.33 (0.742)	-0.80 (0.423)			0.52 (0.602)	-0.83 (0.41)			0.70 (0.485)	-0.56 (0.58)
fundparti			-0.42 (0.678)	0.72 (0.471)			0.38 (0.706)	0.75 (0.46)			0.17 (0.867)	0.18 (0.86)
fundpartii			-0.07 (0.943)	1.24 (0.216)			-0.34 (0.734)	1.06 (0.29)			-0.02 (0.986)	0.37 (0.71)
contri			0.18 (0.859)	0.03 (0.973)			0.05 (0.963)	-0.74 (0.46)			0.61 (0.541)	-0.56 (0.58)
pulv			-0.01 (0.99)				-0.01 (0.99)				-0.01 (0.99)	
Observações	1306	217	1163	192	1322	220	1178	194	1299	218	1157	192
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Sim
Log likelihood	440.2	145.81	388.758	127.403	409.99	146.25	363.591	128.811	427.234	165.499	379.701	144.363
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.057	0.00	0.002	0.00	0.064	0.00	0.00	0.00	0.027

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE A3 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE DE JSCP PAGOS E OS PROVENTOS TOTAIS SOB O CRITÉRIO ADR

JSCPPROV	Critério ADR											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	0.87 (0.38)	-1.47 (0.14)	0.79 (0.43)	-0.01 (0.99)	1.30 (0.19)	0.19 (0.85)	-0.01 (0.99)	0.01 (0.99)	-0.01 (0.99)	1.31 (0.19)	-0.01 (0.99)	0.02 (0.98)
Inta	0.21 (0.84)	0.77 (0.44)	-0.12 (0.90)	1.88 (0.059)***	-0.24 (0.82)	-0.91 (0.36)	-0.50 (0.618)	-0.01 (0.99)	-0.32 (0.75)	-0.62 (0.53)	-0.29 (0.77)	0.25 (0.80)
ebitdaat	2.17** (0.03)	-0.26 (0.80)	2.85* (0.00)	0.63 (0.53)								
reslucac	2.22** (0.03)	3.45* (0.001)	1.60 (0.11)	3.00* (0.003)	2.43** (0.015)	3.22* (0.00)	1.94*** (0.052)	3.06* (0.00)	2.81* (0.005)	2.71* (0.00)	1.77*** (0.08)	2.74** (0.01)
deprecat	0.97 (0.33)	2.67* (0.008)	1.22 (0.22)	2.33** (0.02)								
despfinat	-0.82 (0.41)	-1.34 (0.18)	-2.04** (0.04)	-1.24 (0.214)								
Nm_nii	0.57 (0.57)	-1.33 (0.18)	0.71 (0.48)	-0.51 (0.61)	0.25 (0.81)	-1.73*** (0.083)	0.30 (0.76)	-1.17 (0.24)	0.64 (0.52)	-1.84*** (0.07)	0.39 (0.70)	-1.16 (0.25)
q	0.30 (0.76)	-0.06 (0.95)	-0.03 (0.97)	0.75 (0.45)	1.08 (0.28)	-0.40 (0.69)	1.01 (0.32)	-0.09 (0.93)	0.69 (0.49)	-0.51 (0.61)	0.59 (0.56)	-0.10 (0.92)
endifin									-0.64 (0.52)	-0.51 (0.61)	-1.50 (0.13)	-0.58 (0.56)
despfinebitda					-0.49 (0.63)	-1.26 (0.21)	-0.87 (0.386)	-1.42 (0.16)	-0.51 (0.61)	-0.79 (0.43)	-0.64 (0.52)	-1.25 (0.21)
deprecebitda					0.21 (0.84)	0.96 (0.34)	0.99 (0.32)	0.70 (0.48)	0.23 (0.82)	-0.51 (0.61)	0.84 (0.40)	-0.95 (0.34)
ebitdarec					-0.62 (0.54)	0.22 (0.82)	-0.28 (0.78)	0.29 (0.77)	-0.60 (0.55)	-0.34 (0.73)	-0.30 (0.77)	-0.57 (0.57)
capexlag									-0.37 (0.71)	-2.46 (0.014)	-0.27 (0.79)	-2.12 (0.03)
D_div									-7.23* (0.00)	-4.39* (0.00)	-5.71* (0.00)	-4.41* (0.00)
on_capttotal			-1.01 (0.31)	-0.42 (0.674)			-1.00 (0.32)	-0.32 (0.75)			-0.84 (0.40)	-0.89 (0.37)
par_to			-1.10 (0.27)	-0.72 (0.47)			-1.07 (0.28)	-0.69 (0.49)			-1.15 (0.25)	-1.48 (0.14)
pf			1.30 (0.19)	-0.01 (0.99)			1.38 (0.17)	-0.01 (0.99)			1.57 (0.116)	-0.02 (0.99)
pjn			1.55 (0.12)	-0.01 (0.99)			1.67*** (0.095)	-0.01 (0.99)			1.85*** (0.064)	-0.02 (0.99)
pji			1.08 (0.28)	-0.01 (0.99)			1.25 (0.21)	-0.01 (0.99)			1.47 (0.14)	-0.02 (0.99)
fam			1.07 (0.28)	-0.01 (0.99)			1.21 (0.225)	-0.01 (0.99)			1.36 (0.17)	-0.02 (0.99)
emp_gov			1.03 (0.30)	-0.01 (0.99)			1.21 (0.23)	-0.01 (0.99)			1.42 (0.156)	-0.02 (0.99)
fundos			1.19 (0.24)	-0.01 (0.99)			1.25 (0.21)	-0.01 (0.99)			0.94 (0.35)	-0.02 (0.99)
mista			0.25 (0.81)	-0.01 (0.99)			0.41 (0.68)	-0.01 (0.99)			0.77 (0.44)	-0.02 (0.99)
parton			0.72 (0.47)	0.40 (0.69)			0.80 (0.42)	0.38 (0.70)			0.58 (0.56)	1.45 (0.15)
partpn			0.65 (0.52)	-0.01 (0.99)			0.45 (0.65)	-0.06 (0.95)			1.06 (0.29)	0.57 (0.57)
fundparti			-0.13 (0.90)	0.64 (0.52)			0.02 (0.98)	0.67 (0.51)			-0.41 (0.68)	0.64 (0.52)
fundpartii			-0.50 (0.62)	0.94 (0.35)			-0.37 (0.71)	0.85 (0.40)			-0.31 (0.76)	-0.02 (0.98)
contri			0.20 (0.84)	0.13 (0.90)			0.11 (0.91)	-0.52 (0.61)			-0.04 (0.97)	-0.36 (0.72)
pulv			-0.01 (0.99)				-0.01 (0.99)				-0.01 (0.99)	
Observações	1079	206	959	182	1087	208	967	183	1073	206	954	181
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Log likelihood	-388.46	-50.904	-342.81	-38.67	-391.87	-56.619	-349.1	-46.135	-361.06	-42.121	-326.18	-32.85
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.053	0.014	0.01	0.00	0.223	0.017	0.00	0.00	0.00	0.00

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE A4 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE DE JSCP PAGOS E O EBITDA SOB O CRITÉRIO ADR

JSCPebitda	Critério ADR											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-0.01 (0.99)	0.40 (0.69)	-0.02 (0.98)	0.01 (0.99)	-0.28 (0.78)	-0.12 (0.90)	-0.24 (0.81)	-0.52 (0.61)	-1.20 (0.23)	-0.64 (0.52)	-0.76 (0.45)	-0.02 (0.98)
Inta	-0.39 (0.69)	-0.81 (0.42)	-0.11 (0.92)	0.50 (0.61)	-0.56 (0.57)	-0.55 (0.58)	-0.43 (0.67)	1.76*** (0.079)	-0.08 (0.93)	-0.04 (0.96)	0.02 (0.99)	2.22 (0.026)
ebitdaat	2.43** (0.015)	-2.32** (0.02)	3.00* (0.00)	-1.67*** (0.095)								
reslucac	6.61* (0.00)	1.08 (0.28)	6.16* (0.00)	1.02 (0.31)	7.25* (0.00)	2.33** (0.02)	6.85* (0.00)	2.50** (0.012)	5.11* (0.00)	2.35** (0.02)	4.71* (0.00)	2.80* (0.005)
deprecat	0.38 (0.71)	-0.54 (0.59)	0.30 (0.76)	0.84 (0.40)								
despfinat	-0.76 (0.45)	0.10 (0.92)	-1.16 (0.25)	-1.54 (0.124)								
Nm_nii	2.08** (0.04)	-1.64 (0.10)	1.64 (0.10)	-0.15 (0.88)	1.90 (0.057)	-1.48 (0.14)	1.37 (0.17)	-0.81 (0.42)	1.66*** (0.096)	-1.30 (0.19)	1.35 (0.18)	-0.43 (0.67)
q	1.01 (0.31)	0.57 (0.57)	0.74 (0.46)	2.28** (0.023)	2.43** (0.015)	-0.52 (0.61)	2.35** (0.02)	0.81 (0.42)	1.66*** (0.096)	0.07 (0.95)	1.55 (0.12)	0.97 (0.33)
endifin									-2.16** (0.031)	0.09 (0.92)	-2.22** (0.026)	0.67 (0.50)
despfinebitda					-0.44 (0.66)	-1.21 (0.23)	-0.12 (0.90)	-0.83 (0.41)	0.06 (0.95)	-0.79 (0.43)	0.44 (0.66)	-0.51 (0.61)
deprecebitda					4.82* (0.00)	0.77 (0.44)	2.74* (0.00)	0.47 (0.64)	4.71* (0.00)	0.46 (0.65)	2.56* (0.01)	-0.27 (0.79)
ebitdarec					0.38 (0.71)	0.82 (0.41)	0.39 (0.70)	1.20 (0.23)	-0.01 (0.99)	0.23 (0.82)	0.00 (0.99)	0.63 (0.526)
capexlag									-0.44 (0.66)	-3.44* (0.00)	-0.36 (0.72)	-3.49* (0.00)
D_div									3.82* (0.00)	1.10 (0.27)	3.53* (0.00)	1.17 (0.24)
on_captotal			-0.71 (0.47)	-0.44 (0.66)			-1.03 (0.30)	0.75 (0.45)			-0.98 (0.326)	0.46 (0.64)
par_to			-0.90 (0.37)	-0.43 (0.67)			-1.32 (0.19)	0.74 (0.46)			-1.40 (0.16)	0.34 (0.737)
pf			1.11 (0.27)	-0.03 (0.98)			0.99 (0.32)	0.00 (0.99)			1.05 (0.29)	-0.01 (0.99)
pjn			1.42 (0.16)	-0.03 (0.98)			1.34 (0.18)	0.00 (0.99)			1.33 (0.18)	-0.01 (0.99)
pji			1.38 (0.17)	-0.03 (0.98)			1.32 (0.19)	0.00 (0.99)			1.45 (0.15)	-0.01 (0.99)
fam			0.88 (0.38)	-0.03 (0.98)			0.84 (0.40)	0.00 (0.99)			0.86 (0.39)	-0.01 (0.99)
emp_gov			0.84 (0.40)	-0.03 (0.98)			0.79 (0.43)	0.00 (0.99)			0.91 (0.36)	-0.01 (0.99)
fundos			0.57 (0.57)	-0.03 (0.98)			0.36 (0.72)	0.00 (0.99)			0.72 (0.48)	-0.01 (0.99)
mista			0.47 (0.64)	-0.03 (0.98)			0.40 (0.69)	0.00 (0.99)			0.53 (0.59)	-0.01 (0.99)
parton			0.05 (0.96)	0.57 (0.57)			-0.45 (0.65)	-0.80 (0.42)			0.49 (0.62)	-0.22 (0.827)
partpn			0.89 (0.37)	-0.21 (0.83)			1.10 (0.27)	0.37 (0.71)			1.22 (0.22)	0.60 (0.547)
fundparti			-0.84 (0.40)	0.22 (0.82)			-0.71 (0.47)	0.75 (0.45)			-0.82 (0.41)	0.33 (0.74)
fundpartii			0.31 (0.75)	0.14 (0.89)			-0.04 (0.97)	2.01** (0.044)			0.22 (0.82)	1.39 (0.164)
contri			-0.73 (0.47)	0.14 (0.89)			-0.85 (0.40)	-0.52*** (0.061)			-0.82 (0.41)	-0.24 (0.81)
pulv			-0.02 (0.99)				-0.01 (0.99)				-0.01 (0.99)	
Observações	1306	217	1163	192	1322	220	1178	194	1299	218	1157	192
Efeito ano	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Log likelihood	-543.89	-291.1	-467.52	-244.28	-530.167	9.1538	-468.5	19.779	-515.23	17.9644	-454.83	28.0249
Prob. teste Wald	0.00	0.107	0.00	0.56	0.00	0.00	0.00	0.038	0.00	0.00	0.00	0.00

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE A5 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE DE JSCP PAGOS E O MÁXIMO PERMITIDO SOB O CRITÉRIO ADR

JSCP maxjscp	Critério ADR											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-0.47 (0.64)	-1.58 (0.11)	-0.01 (0.99)	0.00 (0.99)	-0.01 (0.99)	-0.03 (0.98)	-0.19 (0.85)	0.02 (0.99)	-0.33 (0.74)	0.30 (0.76)	-0.59 (0.56)	0.00 (0.99)
Inta	0.52 (0.61)	0.74 (0.46)	0.26 (0.80)	1.02 (0.31)	-0.52 (0.61)	0.60 (0.55)	-0.64 (0.52)	-0.59 (0.56)	-0.16 (0.87)	-1.00 (0.32)	-0.31 (0.76)	-0.36 (0.72)
ebitdaat	6.00* (0.00)	0.59 (0.55)	5.76* (0.00)	0.63 (0.53)								
reslucac	5.39* (0.00)	2.10** (0.036)	4.56* (0.00)	2.24** (0.025)	5.90* (0.00)	1.79*** (0.073)	5.21* (0.00)	2.02** (0.043)	3.35* (0.00)	2.45** (0.014)	2.62* (0.000)	2.84* (0.005)
deprecat	2.29* (0.02)	3.31* (0.00)	2.38** (0.017)	3.26* (0.001)								
despfinat	-0.91 (0.36)	0.23 (0.82)	-1.99** (0.047)	-0.24 (0.81)								
Nm_nii	1.78*** (0.08)	-1.72*** (0.086)	1.35 (0.175)	-1.27** (0.0205)	1.16 (0.25)	-1.96** (0.05)	0.63 (0.53)	-2.24** (0.025)	0.02 (0.99)	-2.73* (0.006)	-0.02 (0.98)	-2.13 (0.033)
q	0.92 (0.36)	0.12 (0.91)	1.00 (0.32)	0.72 (0.47)	3.84* (0.00)	0.52 (0.60)	4.01* (0.00)	-0.05 (0.96)	2.07** (0.04)	-0.10 (0.92)	2.03** (0.04)	0.13 (0.89)
endifin									-1.31 (0.19)	2.19** (0.028)	-2.01** (0.045)	2.41** (0.016)
despfinebitda					-0.52 (0.61)	0.07 (0.94)	-1.35 (0.18)	-1.04 (0.29)	-0.56 (0.57)	0.00 (0.99)	-0.95 (0.34)	-0.51 (0.61)
deprecebitda					0.52 (0.60)	-0.28 (0.78)	1.41 (0.16)	-0.08 (0.94)	0.25 (0.80)	-0.26 (0.796)	0.81 (0.42)	0.06 (0.96)
ebitdarec					0.47 (0.64)	0.82 (0.41)	0.91 (0.36)	-0.63 (0.53)	0.08 (0.94)	0.35 (0.73)	0.33 (0.74)	0.47 (0.64)
capexlag									0.11 (0.91)	-3.73* (0.00)	0.03 (0.98)	-2.82* (0.005)
D_div									5.44* (0.00)	0.77 (0.44)	5.17* (0.00)	0.29 (0.77)
on_captotal			-1.09 (0.28)	0.26 (0.79)			-1.47 (0.14)	0.13 (0.90)			-1.51 (0.13)	-0.26 (0.80)
par_to			-1.09 (0.28)	-0.01 (0.99)			-1.49 (0.13)	-0.31 (0.76)			-1.68** (0.09)	-0.58 (0.56)
pf			1.68*** (0.093)	0.00 (0.99)			1.59 (0.11)	-0.01 (0.99)			1.55 (0.12)	0.00 (0.99)
pjn			1.86*** (0.063)	0.00 (0.99)			1.87*** (0.06)	-0.01 (0.99)			1.72*** (0.086)	0.00 (0.99)
pji			1.37 (0.17)	0.00 (0.99)			1.42 (0.16)	-0.01 (0.99)			1.49 (0.137)	0.00 (0.99)
fam			1.33 (0.18)	0.00 (0.99)			1.28 (0.20)	-0.01 (0.99)			1.15 (0.25)	0.00 (0.99)
emp_gov			1.22 (0.22)	0.00 (0.99)			1.15 (0.25)	-0.01 (0.99)			1.24 (0.21)	0.00 (0.99)
fundos			1.05 (0.29)	0.00 (0.99)			0.72 (0.47)	-0.01 (0.99)			1.21 (0.23)	0.00 (0.99)
mista			0.42 (0.68)	0.00 (0.99)			0.46 (0.65)	-0.01 (0.99)			0.58 (0.56)	0.00 (0.99)
parton			0.64 (0.52)	0.09 (0.92)			1.17 (0.24)	-0.07 (0.95)			1.31 (0.19)	0.58 (0.56)
partpn			0.48 (0.63)	0.17 (0.87)			0.62 (0.53)	0.61 (0.54)			0.77 (0.44)	0.91 (0.36)
fundparti			-0.31 (0.76)	1.08 (0.28)			0.35 (0.73)	0.87 (0.38)			0.41 (0.68)	0.56 (0.58)
fundpartii			-0.62 (0.54)	1.08 (0.28)			-0.79 (0.43)	1.27 (0.20)			-0.34 (0.73)	0.65 (0.52)
contri			0.71 (0.48)	-0.92 (0.36)			0.55 (0.58)	-1.79*** (0.073)			1.11 (0.27)	-1.46 (0.14)
pulv			-0.02 (0.99)				-0.02 (0.98)				-0.01 (0.99)	
Observações	1306	217	1163	192	1322	220	1178	194	1299	218	1157	192
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Sim	Não	Sim
Efeito setor	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Log likelihood	-567.7	-105.17	-497.63	-90.52	-599.12	-107.82	-525.04	-102.17	-580.83	-101.77	-506.38	-86.52
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.104	0.00	0.068	0.00	0.36	0.00	0.001	0.00	0.076

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE B1 - PROPENSÃO AO PAGAMENTO DE JSCP SOB O CRITÉRIO TAMANHO

DJSCP	Critério Tamanho											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-1.39 (0.169)	-0.72 (0.474)	-1.15 (0.248)	-0.38 (0.706)	-1.02 (0.307)	0.16 (0.87)	-1.05 (0.292)	0.36 (0.718)	-0.03 (0.978)	-0.45 (0.652)	-0.03 (0.973)	-0.24 (0.807)
Inta	0.42 (0.672)	-0.18 (0.856)	-0.01 (0.993)	-0.17 (0.868)	0.05 (0.96)	-0.87 (0.384)	-0.16 (0.872)	-0.71 (0.475)	-0.26 (0.791)	-0.17 (0.863)	-0.03 (0.973)	-0.25 (0.801)
ebitdaat	5.00* (0.00)	2.23** (0.025)	4.96* (0.00)	2.47** (0.013)								
reslucac	4.80* (0.00)	2.93* (0.003)	4.62* (0.00)	2.84* (0.004)	4.88* (0.00)	2.94* (0.003)	4.70* (0.00)	2.87* (0.004)	3.08* (0.002)	2.24** (0.025)	2.79* (0.005)	2.57* (0.01)
deprecat	2.10** (0.035)	2.73* (0.006)	2.68* (0.007)	2.52** (0.012)								
despfinat	-0.71 (0.481)	-1.08 (0.281)	-1.67*** (0.095)	-1.53 (0.125)								
Adr	omitted	1.00 (0.318)	omitted	0.72 (0.469)	2.19 (0.028)	1.22 (0.223)	omitted	0.93 (0.355)	2.01 (0.044)	1.02 (0.306)	omitted	0.76 (0.45)
Nm_nii	-0.87 (0.387)	0.73 (0.468)	-1.65 (0.10)	0.32 (0.746)	-1.02 (0.307)	0.19 (0.851)	-1.08 (0.28)	0.08 (0.93)	-0.71 (0.478)	0.03 (0.977)	-1.42 (0.157)	0.34 (0.734)
q	2.05 (0.04)	1.23 (0.219)	2.84* (0.004)	1.24 (0.216)	4.12* (0.00)	1.80*** (0.072)	4.44* (0.00)	1.73*** (0.084)	2.87* (0.004)	1.72*** (0.085)	3.15* (0.002)	2.21** (0.027)
endifin									-1.48 (0.138)	-0.17 (0.863)	-2.16 (0.03)	-0.62 (0.535)
despfinebitda					0.13 (0.897)	-1.79*** (0.073)	-0.42 (0.677)	-2.05** (0.04)	0.68 (0.497)	-0.55 (0.582)	-2.16** (0.03)	-1.09 (0.275)
deprecebitda					0.58 (0.563)	-0.21 (0.831)	1.03 (0.303)	-0.14 (0.891)	0.70 (0.484)	-0.55 (0.582)	1.30 (0.194)	-0.50 (0.616)
ebitdarec					0.96 (0.335)	0.53 (0.593)	1.09 (0.275)	1.24 (0.214)	0.24 (0.814)	0.39 (0.699)	0.41 (0.685)	0.84 (0.402)
capexlag									0.24 (0.81)	-2.14** (0.033)	-0.57 (0.568)	-2.06** (0.04)
D_div									0.03 (0.98)	2.50** (0.012)	0.03 (0.977)	2.11** (0.035)
on_captotal			0.68 (0.497)	-1.20 (0.231)			0.76 (0.445)	-1.11 (0.268)			0.94 (0.348)	-1.12 (0.261)
par_to			-0.08 (0.939)	-1.29 (0.197)			0.25 (0.80)	-1.28 (0.199)			0.37 (0.713)	-1.41 (0.16)
pf			-0.27 (0.788)	-0.51 (0.612)			0.10 (0.92)	-1.28 (0.199)			-0.16 (0.873)	-0.28 (0.781)
pjn			-0.05 (0.962)	-0.52 (0.605)			0.25 (0.804)	-0.46 (0.645)			-0.20 (0.841)	-0.20 (0.843)
pji			-0.05 (0.962)	-1.49 (0.137)			0.05 (0.96)	-1.44 (0.149)			-0.26 (0.796)	-1.02 (0.307)
fam			-0.52 (0.602)	-0.83 (0.405)			-0.04 (0.97)	-1.44 (0.149)			-0.35 (0.725)	-0.54 (0.592)
emp_gov			-0.55 (0.582)	-0.18 (0.857)			-0.05 (0.96)	-1.44 (0.149)			-0.36 (0.719)	0.06 (0.949)
fundos			-0.85 (0.395)	-1.53 (0.126)			-1.31 (0.19)	-1.25 (0.211)			-0.36 (0.719)	-0.86 (0.388)
mista			-0.90 (0.366)	-1.75*** (0.08)			-0.50 (0.619)	-1.72*** (0.085)			-0.62 (0.536)	-1.41 (0.159)
parton			0.60 (0.548)	-1.75*** (0.08)			0.14 (0.891)	-0.15 (0.882)			-0.23 (0.821)	0.06 (0.951)
partpn			1.08 (0.28)	1.20 (0.23)			0.80 (0.426)	0.80 (0.421)			1.55 (0.122)	0.94 (0.347)
fundparti			-0.89 (0.375)	0.52 (0.604)			-0.34 (0.734)	0.46 (0.644)			-0.78 (0.438)	-0.07 (0.941)
fundpartii			1.83*** (0.068)	-1.10 (0.272)			1.52 (0.129)	-1.26 (0.209)			1.36 (0.175)	-1.45 (0.147)
contri			0.22 (0.824)	-1.55 (0.121)			0.31 (0.758)	-2.01** (0.044)			0.93 (0.351)	-1.73*** (0.084)
pulv			0.00 (1.00)	0.00 (0.99)			0.00 (0.998)	-0.00 (1.00)			0.00 (1.00)	0.00 (0.99)
Observações	394	524	354	465	401	525	360	466	392	518	352	459
Efeito ano	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim
Efeito setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Log likelihood	-209.73	-282.75	-178.67	-244.27	-227.37	-282.34	-196.25	-243.14	-204.75	-284.53	-177.00	-233.24
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.074	0.00

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE B2 - RAZÃO ENTRE O PAGAMENTO DE JSCP E O ATIVO SOB O CRITÉRIO TAMANHO

JSCPAT	Critério Tamanho											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-1.33 (0.18)	-0.03 (0.97)	0.14 (0.88)	0.36 (0.72)	-0.03 (0.97)	0.75 (0.45)	-0.42 (0.67)	0.86 (0.28)	-0.03 (0.98)	-0.04 (0.96)	-0.02 (0.98)	0.22 (0.82)
lnta	0.14 (0.88)	-0.28 (0.77)	-0.86 (0.39)	-0.64 (0.52)	-0.76 (0.44)	-1.25 (0.21)	-0.97 (0.33)	-1.08 (0.28)	-1.04 (0.29)	-0.52 (0.60)	-0.97 (0.33)	-0.60 (0.55)
ebitdaat	5.71* (0.00)	2.54* (0.01)	4.93* (0.00)	2.31** (0.02)								
reslucac	5.39* (0.00)	3.75* (0.00)	5.32* (0.00)	3.34* (0.00)	5.59* (0.00)	3.36* (0.00)	5.62* (0.00)	3.21* (0.00)	4.09* (0.00)	3.02* (0.00)	3.96* (0.00)	3.07* (0.00)
deprecat	2.22** (0.02)	4.17* (0.00)	2.87* (0.00)	3.41* (0.00)								
despfinat	-0.24 (0.81)	-1.28 (0.20)	-1.12 (0.26)	-1.08 (0.28)								
ADR	Dropped	0.77 (0.43)	Dropped	0.33 (0.74)	1.70** (0.09)	1.17 (0.24)	Dropped	0.97 (0.33)	1.59 (0.11)	0.94 (0.34)	Dropped	0.78 (0.43)
Nm_nii	-0.81 (0.41)	0.35 (0.72)	-1.92** (0.05)	0.00 (0.99)	-0.22 (0.82)	-0.38 (0.70)	-1.39 (0.16)	-0.46 (0.64)	-0.61 (0.54)	-0.32 (0.74)	-1.73*** (0.08)	-0.31 (0.75)
q	1.98 (0.41)	0.78 (0.43)	3.29* (0.00)	0.07 (0.94)	5.15* (0.00)	0.94 (0.34)	6.01* (0.00)	0.63 (0.53)	4.31* (0.00)	1.26 (0.20)	5.14* (0.00)	1.00 (0.31)
endifin									-1.53 (0.12)	-0.21 (0.83)	-2.00 (0.04)	-0.20 (0.84)
despfinebitda					0.17 (0.86)	-1.12 (0.26)	-0.41 (0.48)	-1.46 (0.14)	-0.58 (0.55)	-0.51 (0.60)	-1.03 (0.30)	-0.77 (0.44)
deprecebitda					0.40 (0.69)	-0.58 (0.56)	0.94 (0.34)	-0.55 (0.58)	0.63 (0.53)	-0.74 (0.45)	1.25 (0.21)	-0.76 (0.44)
ebitdarec					1.28 (0.20)	0.92 (0.35)	1.38 (0.16)	1.37 (0.17)	0.50 (0.61)	0.48 (0.63)	0.56 (0.57)	0.78 (0.43)
capexlag									0.16 (0.87)	-2.82* (0.00)	-0.56 (0.57)	-2.09** (0.03)
D_div									0.03 (0.97)	2.18** (0.02)	0.02 (0.98)	2.07** (0.03)
on_captotal			0.45 (0.65)	-0.17 (0.86)			0.49 (0.62)	-0.13 (0.89)			0.66 (0.50)	-0.15 (0.88)
par_to			-0.20 (0.83)	-0.27 (0.78)			0.05 (0.96)	-0.24 (0.80)			0.18 (0.85)	-0.47 (0.63)
pf			-0.11 (0.91)	-0.37 (0.71)			-0.08 (0.93)	-0.61 (0.54)			-0.33 (0.73)	-0.24 (0.80)
pjn			-0.12 (0.90)	-0.39 (0.69)			-0.05 (0.96)	-0.45 (0.65)			-0.45 (0.65)	-0.18 (0.86)
pji			-0.13 (0.89)	-1.28 (0.20)			-0.03 (0.97)	-1.44 (0.15)			-0.35 (0.72)	-1.02 (0.30)
fam			-0.30 (0.76)	-0.61 (0.54)			-0.24 (0.80)	-0.77 (0.44)			-0.58 (0.56)	-0.45 (0.65)
emp_gov			-0.42 (0.67)	-0.19 (0.84)			-0.24 (0.81)	-0.38 (0.70)			-0.50 (0.61)	-0.15 (0.87)
fundos			-0.98 (0.32)	-1.09 (0.27)			-1.80 (0.07)	-0.94 (0.35)			-1.03 (0.30)	-0.53 (0.59)
mista			-0.99 (0.32)	-1.26 (0.20)			-0.83 (0.40)	-1.43 (0.15)			-0.95 (0.34)	-1.06 (0.29)
parton			0.65 (0.51)	-0.60 (0.54)			0.49 (0.62)	-0.40 (0.68)			0.24 (0.80)	-0.09 (0.93)
partpn			0.87 (0.38)	0.57 (0.56)			0.63 (0.52)	0.05 (0.96)			1.11 (0.26)	0.34 (0.73)
fundparti			-0.69 (0.49)	0.04 (0.96)			0.24 (0.81)	0.01 (0.99)			-0.26 (0.79)	-0.56 (0.57)
fundpartii			2.35* (0.01)	-0.34 (0.73)			1.70*** (0.08)	-0.38 (0.70)			1.49 (0.13)	-0.55 (0.58)
contri			0.22 (0.82)	-1.17 (0.24)			0.52 (0.60)	-1.61*** (0.10)			0.90 (0.36)	-1.42 (0.15)
pulv			-0.00 (1.00)	-0.02 (0.98)			-0.00 (1.00)	-0.02 (0.98)			0.00 (0.98)	-0.01 (0.99)
Observações	394	524	354	465	401	525	360	466	392	518	352	459
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Não	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Log likelihood	144.76	315.22	155.44	267.38	127.64	304.30	130.94	272.58	143.67	312.92	142.73	278.01
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE B3 - RAZÃO ENTRE O PAGAMENTO DE JSCP E OS PROVENTOS TOTAIS SOB O CRITÉRIO TAMANHO

JSCPprov	Critério Tamanho											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-0.87 (0.385)	-1.51 (0.132)	-0.67 (0.505)	-0.49 (0.623)	-0.32 (0.75)	-1.12 (0.265)	-0.62 (0.533)	-0.35 (0.729)	-0.04 (0.972)	0.95 (0.34)	-0.02 (0.986)	1.17 (0.243)
Inta	0.23 (0.819)	0.90 (0.369)	-0.07 (0.94)	0.22 (0.827)	-0.15 (0.88)	0.62 (0.535)	-0.15 (0.878)	0.22 (0.824)	0.02 (0.98)	-0.44 (0.657)	-0.08 (0.938)	-0.38 (0.702)
ebitdaat	3.81* (0.00)	-0.59 (0.55)	4.08* (0.00)	0.00 (0.99)								
reslucac	3.62* (0.00)	2.25** (0.025)	3.35* (0.00)	2.18** (0.029)	3.58* (0.00)	2.35** (0.019)	3.37* (0.00)	2.32** (0.021)	3.04* (0.002)	2.28** (0.022)	2.61* (0.009)	2.25** (0.024)
deprecat	1.77*** (0.076)	2.62* (0.009)	2.32** (0.02)	2.10** (0.036)								
despfinat	-0.80 (0.425)	-0.90 (0.37)	-1.85*** (0.065)	-1.39 (0.163)								
ADR	Dropped	-0.46 (0.65)	Dropped	-0.24 (0.81)	1.42 (0.157)	-0.14 (0.891)	Dropped	0.00 (0.99)	1.40 (0.161)	0.53 (0.597)	Dropped	0.38 (0.705)
Nm_nii	-1.14 (0.256)	-0.15 (0.878)	-1.89*** (0.059)	0.82 (0.41)	-0.83 (0.407)	-0.29 (0.77)	-1.42 (0.156)	0.86 (0.392)	-0.83 (0.41)	0.38 (0.70)	-1.47 (0.141)	0.87 (0.384)
q	1.88*** (0.06)	1.27 (0.203)	2.66* (0.008)	0.85 (0.395)	3.33* (0.001)	0.69 (0.49)	3.63* (0.00)	0.36 (0.72)	2.47** (0.014)	0.72 (0.47)	1.15 (0.25)	0.32 (0.748)
endifin									-1.27 (0.205)	-0.71 (0.476)	-2.26** (0.024)	-1.02 (0.306)
despfinebitda					-0.75 (0.454)	-0.17 (0.862)	-1.12 (0.262)	-1.01 (0.312)	-0.78 (0.434)	0.34 (0.735)	-1.13 (0.26)	-0.07 (0.942)
deprecebitda					0.75 (0.45)	0.19 (0.85)	1.21 (0.226)	0.05 (0.963)	0.79 (0.428)	-0.84 (0.403)	1.12 (0.26)	-1.08 (0.279)
ebitdarec					0.58 (0.565)	-0.53 (0.597)	0.74 (0.46)	-0.10 (0.923)	0.31 (0.76)	-0.76 (0.448)	0.60 (0.55)	-0.38 (0.708)
capexlag									0.27 (0.787)	-1.41 (0.158)	-0.45 (0.652)	-0.60 (0.549)
D_div									0.03 (0.978)	-7.94* (0.00)	0.02 (0.987)	-6.96* (0.00)
on_captotal			0.55 (0.58)	-1.26 (0.207)			0.82 (0.414)	-1.14 (0.256)			0.05 (0.96)	-1.04 (0.299)
par_to			-0.20 (0.844)	-1.78*** (0.075)			0.35 (0.723)	-1.14 (0.256)			-0.46 (0.645)	-1.42 (0.156)
pf			-0.22 (0.823)	-0.77 (0.44)			0.03 (0.98)	-0.86 (0.388)			-0.29 (0.77)	-0.70 (0.483)
pjn			-0.15 (0.878)	-0.50 (0.617)			0.01 (0.99)	-0.39 (0.70)			-0.54 (0.588)	-0.25 (0.805)
pji			-0.40 (0.686)	-1.37 (0.172)			-0.08 (0.94)	-1.40 (0.163)			-0.54 (0.588)	-1.25 (0.211)
fam			-0.53 (0.594)	-0.93 (0.355)			-0.17 (0.866)	-0.94 (0.346)			-0.49 (0.623)	-0.80 (0.42)
emp_gov			-0.50 (0.618)	-0.55 (0.584)			-0.06 (0.954)	-0.54 (0.59)			-0.36 (0.716)	-0.30 (0.763)
fundos			-0.66 (0.509)	-0.82 (0.412)			-0.46 (0.643)	-0.70 (0.484)			-0.85 (0.396)	-0.81 (0.42)
mista			-0.89 (0.376)	-1.71*** (0.088)			-0.56 (0.577)	-1.78*** (0.075)			-0.73 (0.467)	-1.34 (0.18)
parton			0.59 (0.555)	0.51 (0.614)			-0.06 (0.95)	0.46 (0.645)			0.56 (0.576)	-0.15 (0.884)
partpn			1.29 (0.197)	0.35 (0.723)			0.96 (0.337)	-0.20 (0.844)			1.74*** (0.083)	-0.06 (0.956)
fundparti			-0.84 (0.40)	-0.59 (0.553)			-0.66 (0.508)	-0.53 (0.598)			-0.26 (0.793)	-0.57 (0.57)
fundpartii			1.71*** (0.087)	-1.00 (0.317)			1.43 (0.154)	-1.00 (0.318)			1.32 (0.187)	-1.34 (0.18)
contri			0.47 (0.64)	-1.21 (0.226)			0.52 (0.606)	-1.44 (0.15)			0.86 (0.388)	-1.50 (0.133)
pulv												
Observações	300	468	268	415	302	469	269	416	298	464	265	411
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Efeito setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Log likelihood	-119.77	-145.34	-101.88	-127.77	-126.56	-146.12	-111.44	-125.81	-122.34	-113.12	-113.34	-100.97
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.011	.	0.0083	0.00	0.118	.	0.039	0.00	0.293	.

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

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE B4 - RAZÃO ENTRE O PAGAMENTO DE JSCP E O EBITDA SOB O CRITÉRIO TAMANHO

JSCPebitda	Critério Tamanho											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-2.33** (0.02)	0.63 (0.53)	-1.90*** (0.058)	0.92 (0.356)	-1.60 (0.11)	-0.03 (0.978)	-1.67 (0.094)	1.56 (0.12)	-0.07 (0.947)	-0.78 (0.433)	-0.04 (0.965)	-0.19 (0.849)
Inta	1.15 (0.25)	-1.99** (0.046)	0.77 (0.44)	-1.91*** (0.056)	0.69 (0.49)	-0.61 (0.544)	0.59 (0.554)	-1.49 (0.135)	0.42 (0.677)	0.11 (0.913)	0.40 (0.687)	-0.25 (0.80)
ebitdaat	3.29* (0.00)	-1.13 (0.26)	3.30* (0.00)	-1.05 (0.293)								
reslucac	5.45* (0.00)	1.71*** (0.088)	5.32* (0.00)	1.40 (0.161)	5.97* (0.00)	3.17* (0.00)	5.69 (0.00)	2.77 (0.006)	4.83 (0.00)	2.81 (0.005)	4.41* (0.00)	2.71* (0.007)
deprecat	1.21 (0.225)	0.94 (0.345)	1.30 (0.192)	0.85 (0.397)								
despfinat	0.03 (0.975)	-0.97 (0.33)	-0.24 (0.813)	-1.47 (0.142)								
ADR	Dropped	1.23 (0.219)	Dropped	1.37 (0.171)	1.83*** (0.068)	0.63 (0.53)	Dropped	0.77 (0.442)	1.75 (0.079)	0.37 (0.715)	Dropped	0.22 (0.828)
Nm_nii	-0.14 (0.886)	0.60 (0.547)	-0.62 (0.534)	0.36 (0.72)	0.32 (0.747)	0.45 (0.654)	-0.25 (0.80)	-0.75 (0.45)	0.14 (0.886)	0.51 (0.613)	-0.37 (0.712)	0.69 (0.49)
q	2.26** (0.024)	2.26** (0.024)	3.07* (0.002)	2.34** (0.019)	3.61* (0.00)	0.44 (0.663)	4.33 (0.00)	-1.67 (0.096)	3.06 (0.002)	0.64 (0.521)	3.64* (0.00)	0.20 (0.84)
endifin									-0.96 (0.336)	-0.41 (0.679)	-1.14 (0.256)	-0.71 (0.48)
despfinebitda					1.26 (0.208)	-1.28 (0.20)	1.02 (0.31)	-2.33** (0.02)	1.24 (0.213)	-0.58 (0.564)	0.99 (0.32)	-0.92 (0.359)
deprecebitda					1.15 (0.252)	0.72 (0.47)	1.18 (0.238)	0.79 (0.43)	1.12 (0.263)	0.57 (0.57)	1.26 (0.208)	0.60 (0.55)
ebitdarec					0.53 (0.597)	0.88 (0.38)	0.45 (0.654)	2.18** (0.029)	-0.38 (0.704)	0.32 (0.746)	-0.48 (0.63)	0.86 (0.387)
capexlag									0.39 (0.695)	-2.48** (0.013)	-0.05 (0.965)	-1.80*** (0.072)
D_div									0.04 (0.967)	2.47** (0.014)	0.03 (0.977)	2.51** (0.012)
on_captotal			0.81 (0.42)	-0.79 (0.429)			0.59 (0.554)	0.08 (0.94)			0.57 (0.57)	0.09 (0.32)
par_to			0.11 (0.913)	-0.96 (0.338)			0.00 (0.99)	-0.05 (0.96)			-0.08 (0.94)	-0.44 (0.66)
pf			-0.09 (0.931)	-0.27 (0.786)			-0.24 (0.807)	-0.44 (0.66)			-0.35 (0.73)	-0.09 (0.928)
pjn			0.05 (0.958)	-0.85 (0.393)			-0.22 (0.828)	-0.51 (0.61)			-0.42 (0.677)	0.16 (0.875)
pji			0.37 (0.71)	-1.13 (0.257)			0.21 (0.834)	-1.21 (0.226)			0.16 (0.873)	-0.72 (0.47)
fam			-0.24 (0.813)	-1.03 (0.301)			-0.38 (0.707)	-0.82 (0.414)			-0.52 (0.606)	-0.16 (0.872)
emp_gov			-0.34 (0.731)	-0.82 (0.41)			-0.43 (0.67)	-0.08 (0.937)			-0.49 (0.625)	0.45 (0.654)
fundos			-0.81 (0.42)	-1.05 (0.203)			-1.40 (0.163)	-1.08 (0.282)			-0.90 (0.368)	-0.43 (0.667)
mista			-0.44 (0.66)	-1.01 (0.315)			-0.53 (0.60)	-1.42 (0.155)			-0.49 (0.624)	-1.24 (0.216)
parton			-0.31 (0.755)	0.16 (0.87)			-0.39 (0.694)	-1.42 (0.155)			-0.39 (0.695)	-1.12 (0.262)
partpn			1.48 (0.139)	0.77 (0.44)			1.56 (0.119)	0.26 (0.79)			1.75*** (0.08)	0.64 (0.52)
fundparti			-1.16 (0.247)	0.16 (0.876)			-0.82 (0.409)	0.69 (0.489)			-0.94 (0.349)	-0.58 (0.56)
fundpartii			2.05** (0.04)	-0.10 (0.917)			1.58 (0.115)	0.57 (0.57)			1.44 (0.15)	-0.58 (0.56)
contri			-0.58 (0.56)	0.01 (0.99)			-0.26 (0.794)	-0.09 (0.929)			-0.24 (0.81)	-1.11 (0.266)
pulv			0.00 (1.00)	0.00 (1.00)			0.00 (1.00)	-0.01 (0.99)			0.00 (1.00)	0.00 (0.99)
Observações	394	524	354	465	401	525	360	466	392	518	352	459
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Não	Sim	Não	Sim	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Log likelihood	-207.21	-564.2	-181.15	-505.79	-210.14	0.8348	-183.26	-17.753	-198.93	13.056	-174.17	15.298
Prob. teste Wald	0.00	0.0285	0.00	0.248	0.00	0.00	0.00	0.068	0.00	0.00	0.00	0.00

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

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE B5 - RAZÃO ETRE O PAGAMENTO DE JSCP E O MÁXIMO PERMITIDO SOB O CRITÉRIO TAMANHO

JSCP maxjscp	Critério Tamanho											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-1.22 (0.22)	-0.18 (0.86)	-0.66 (0.511)	0.40 (0.69)	-0.13 (0.898)	0.79 (0.428)	-0.40 (0.69)	0.99 (0.32)	-0.04 (0.964)	-0.17 (0.866)	-0.03 (0.973)	0.27 (0.789)
lnta	0.25 (0.80)	-0.57 (0.57)	-0.37 (0.71)	-0.76 (0.445)	-0.68 (0.49)	-1.24 (0.213)	-1.02 (0.308)	-1.27 (0.20)	-0.98 (0.328)	-0.50 (0.615)	-1.02 (0.308)	-0.76 (0.45)
ebitdaat	6.24* (0.00)	1.12 (0.254)	5.97* (0.00)	1.50 (0.135)								
reslucac	5.26* (0.00)	2.56** (0.011)	5.17* (0.00)	2.64 (0.008)	5.18* (0.00)	2.55** (0.011)	5.23* (0.00)	2.49** (0.013)	3.46* (0.001)	2.36** (0.018)	3.46* (0.001)	2.51** (0.012)
deprecat	1.73*** (0.083)	3.91* (0.00)	2.24** (0.025)	3.60 (0.00)								
despfinat	-0.03 (0.98)	-0.57 (0.57)	-0.51 (0.609)	-0.31 (0.76)								
ADR	Dropped	0.14 (0.886)	Dropped	0.07 (0.943)	1.64 (0.102)	0.89 (0.374)	Dropped	0.82 (0.412)	1.16 (0.246)	0.79 (0.43)	Dropped	0.70 (0.484)
Nm_nii	-0.72 (0.47)	-0.32 (0.75)	-1.23 (0.217)	-0.40 (0.691)	-0.11 (0.92)	-0.95 (0.34)	-1.18 (0.239)	-0.83 (0.41)	-0.74 (0.46)	-0.96 (0.335)	-1.51 (0.13)	-0.74 (0.46)
q	1.76*** (0.078)	1.34 (0.18)	2.20** (0.028)	0.91 (0.365)	5.50* (0.00)	1.51 (0.132)	6.31* (0.00)	1.20 (0.23)	3.50* (0.00)	1.80*** (0.073)	5.31* (0.00)	1.60 (0.109)
endifin									-1.60 (0.11)	1.71*** (0.088)	-1.81*** (0.071)	1.29 (0.196)
despfinebitda					0.22 (0.825)		-0.33 (0.74)	-0.88 (0.38)	-0.47 (0.64)	-0.24 (0.81)	-1.04 (0.299)	-0.58 (0.56)
deprecebitda					0.27 (0.785)		0.85 (0.40)	-0.33 (0.74)	0.24 (0.813)	-0.41 (0.68)	1.09 (0.277)	-0.40 (0.69)
ebitdarec					1.13 (0.259)		1.29 (0.20)	0.80 (0.423)	0.60 (0.55)	0.15 (0.88)	0.58 (0.56)	0.57 (0.57)
capexlag									0.30 (0.763)	-2.90** (0.00)	-0.66 (0.512)	-2.25** (0.025)
D_div									0.06 (0.956)	2.43** (0.015)	0.04 (0.97)	2.27** (0.023)
on_captotal			0.00 (0.99)	-0.78 (0.433)			0.35 (0.726)	-0.72 (0.474)			0.50 (0.62)	-0.78 (0.434)
par_to			-0.47 (0.637)	-1.13 (0.258)			-0.07 (0.94)	-0.98 (0.325)			0.02 (0.98)	-1.41 (0.159)
pf			-0.26 (0.798)	-0.23 (0.82)			0.17 (0.86)	-0.41 (0.682)			-0.07 (0.95)	-0.09 (0.927)
pjn			-0.34 (0.733)	-0.21 (0.83)			0.20 (0.84)	-0.18 (0.86)			-0.19 (0.85)	0.06 (0.95)
pji			-0.36 (0.715)	-1.11 (0.268)			0.13 (0.898)	-1.15 (0.25)			-0.17 (0.86)	-0.83 (0.408)
fam			-0.36 (0.715)	-0.42 (0.674)			-0.02 (0.98)	-0.50 (0.617)			-0.33 (0.74)	-0.25 (0.80)
emp_gov			-0.39 (0.696)	0.56 (0.57)			0.03 (0.976)	0.46 (0.647)			-0.20 (0.84)	0.55 (0.583)
fundos			-0.93 (0.35)	-1.34 (0.18)			-1.40 (0.16)	-1.01 (0.312)			-0.79 (0.427)	-0.63 (0.53)
mista			-0.86 (0.39)	-1.20 (0.231)			-0.43 (0.67)	-1.28 (0.20)			-0.52 (0.604)	-0.98 (0.326)
parton			0.95 (0.344)	-0.28 (0.78)			0.55 (0.58)	-0.12 (0.91)			0.29 (0.774)	0.27 (0.784)
partpn			0.63 (0.527)	1.09 (0.277)			0.70 (0.485)	0.44 (0.66)			1.24 (0.216)	1.02 (0.31)
fundparti			-0.68 (0.49)	0.95 (0.34)			0.18 (0.858)	0.88 (0.38)			-0.25 (0.803)	0.13 (0.898)
fundpartii			2.14** (0.032)	-0.54 (0.589)			1.32 (0.187)	-0.65 (0.52)			1.14 (0.256)	-0.94 (0.346)
contri			0.45 (0.65)	-1.86** (0.063)			1.03 (0.303)	-2.33** (0.02)			1.48 (0.139)	-2.30** (0.022)
pulv			0.00 (1.00)	-0.03 (0.977)			0.00 (1.00)	-0.01 (0.99)			0.00 (0.99)	-0.01 (0.99)
Observações	394	524	354	465	401	525	360	466	392	518	352	459
Efeito ano	Não	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim
Efeito setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Log likelihood	-169.8	-254.05	-143.1	-221.26	-190.84	-260.48	-155.67	-225.1	-179.52	-246.25	-141.05	-214.16
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0.001	0.00	0.001	0.00	0.004	0.002	0.00	0.002	0.003

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

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE C1 - PROPENSÃO AO PAGAMENTO DE JSCP SOB O CRITÉRIO GOVERNANÇA CORPORATIVA

DJSCP	Critério Governança Corporativa											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-3.83*	-2.26**	-2.17**	-1.69***	-2.96**	-0.45	-1.79***	-1.46	-3.32*	-1.68***	-2.31**	-0.01
	(0.00)	(0.026)	(0.03)	(0.092)	(0.03)	(0.651)	(0.074)	(0.144)	(0.001)	(0.093)	(0.021)	(0.995)
Inta	1.85***	1.71***	1.51	0.10	0.95	-0.04	1.01	0.01	1.11	1.28	1.07	1.25
	(0.065)	(0.086)	(0.131)	(0.923)	(0.342)	(0.97)	(0.314)	(0.989)	(0.268)	(0.201)	(0.286)	(0.211)
ebitdaat	5.00*	2.79*	5.17*	1.84***								
	(0.00)	(0.05)	(0.00)	(0.065)								
reslucac	6.03*	0.99	5.52*	0.86	6.10*	0.58	5.74*	0.87	3.59*	0.08	3.31*	0.68
	(0.00)	(0.32)	(0.00)	(0.388)	(0.00)	(0.559)	(0.00)	(0.386)	(0.00)	(0.935)	(0.001)	(0.498)
deprecat	3.12*	1.23	3.18*	0.75								
	(0.002)	(0.219)	(0.001)	(0.453)								
despfinat	-1.52	-0.62	-2.29**	-0.24								
	(0.129)	(0.534)	(0.022)	(0.808)								
Adr	0.61	-1.15	0.62	-0.63	1.38	-0.40	0.95	-0.70	1.26	-0.95	0.88	-1.87***
	(0.54)	(0.252)	(0.532)	(0.53)	(0.167)	(0.687)	(0.342)	(0.485)	(0.208)	(0.344)	(0.379)	(0.061)
q	0.31	-0.23	0.16	0.53	2.77*	0.48	3.01*	0.73	2.10**	-0.43	2.45	0.22
	(0.756)	(0.815)	(0.872)	(0.598)	(0.006)	(0.63)	(0.003)	(0.465)	(0.036)	(0.667)	(0.014)	(0.827)
endifin									-2.11**	-1.76***	-2.23**	-2.02**
									(0.035)	(0.079)	(0.025)	(0.043)
despfinebitda					-0.66	-1.69***	-1.20	-1.42	-0.57	-0.62	-0.99	-0.64
					(0.511)	(0.09)	(0.23)	(0.154)	(0.571)	(0.533)	(0.321)	(0.521)
deprecebitda					0.45	0.22	1.46	-0.25	0.18	-0.35	1.07	-0.66
					(0.653)	(0.826)	(0.145)	(0.801)	(0.856)	(0.724)	(0.285)	(0.51)
ebitdarec					0.43	0.02	0.89	-0.16	-0.02	-0.60	0.27	-0.56
					(0.669)	(0.985)	(0.375)	(0.874)	(0.984)	(0.547)	(0.786)	(0.573)
capexlag									-1.25	-0.56	-0.92	-0.54
									(0.213)	(0.573)	(0.358)	(0.589)
D_div									5.94*	2.72*	5.26*	1.24
									(0.00)	(0.007)	(0.00)	(0.213)
on_capttotal			-1.42	1.69			-1.57	1.99**			-1.47	1.63
			(0.156)	(0.091)			(0.117)	(0.047)			(0.141)	(0.102)
par_to			-1.31	1.25			-1.50	1.47			-1.71***	1.64
			(0.189)	(0.211)			(0.133)	(0.142)			(0.087)	(0.102)
pf			-0.94	2.29			-0.89	2.42**			-1.05	3.00*
			(0.347)	(0.022)			(0.373)	(0.016)			(0.295)	(0.003)
pjn			-0.60	2.43			-0.47	2.66*			-0.71	3.11*
			(0.549)	(0.015)			(0.639)	(0.008)			(0.475)	(0.002)
pji			-1.22	1.61			-1.03	1.76***			-1.12	2.58*
			(0.224)	(0.107)			(0.304)	(0.079)			(0.263)	(0.01)
fam			-1.12	2.11**			-0.99	2.21**			-1.15	2.83*
			(0.264)	(0.035)			(0.322)	(0.027)			(0.251)	(0.005)
emp_gov			-0.95	2.41**			-0.85	2.48**			-0.91	2.73*
			(0.344)	(0.016)			(0.397)	(0.013)			(0.364)	(0.006)
fundos			-1.45	2.26**			-1.34	2.19**			-1.12	2.86*
			(0.146)	(0.024)			(0.181)	(0.028)			(0.262)	(0.004)
mista			-1.80***	1.92***			-1.59	1.84***			-1.66***	2.39**
			(0.072)	(0.055)			(0.113)	(0.065)			(0.098)	(0.017)
parton			1.16	-1.00			1.42	-1.14			1.48	-1.94***
			(0.247)	(0.319)			(0.154)	(0.254)			(0.138)	(0.052)
partpn			0.30	1.07			0.36	0.62			0.71	0.76
			(0.762)	(0.285)			(0.72)	(0.536)			(0.475)	(0.447)
fundparti			-0.11	1.47			0.03	1.82***			-0.26	1.12
			(0.914)	(0.142)			(0.978)	(0.068)			(0.791)	(0.262)
fundpartii			-0.68	2.59*			-0.99	2.62*			-0.72	1.21
			(0.494)	(0.01)			(0.324)	(0.009)			(0.471)	(0.225)
contri			-0.04	-1.07			-0.43	-0.98			0.20	-0.74
			(0.972)	(0.283)			(0.669)	(0.327)			(0.839)	(0.459)
pulv			-0.01	0.00			-0.04	-0.01			-0.01	-0.01
			(0.99)	(0.997)			(0.967)	(0.989)			(0.992)	(0.995)
Observações	1278	245	1129	226	1294	248	1154	229	1280	237	1130	219
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Sim
Efeito setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Log likelihood	-698.13	-128.52	-609.543	-113.253	-725.29	-135.56	-630.89	-111.98	-692.45	-126.12	-603.49	-92.60
Prob. teste Wald	0.00	0.108	0.00	0.066	0.00	0.465	0.00	0.075	0.00	0.165	0.00	0.383

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

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE C2 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE PAGO DE JSCP E O ATIVO SOB O CRITÉRIO GOVERNANÇA CORPORATIVA

JSCPAT	Critério Governança Corporativa											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-3.33*	-1.70*	-2.33**	0.00	-1.95*	-0.78	-1.42	0.00	-0.02	-0.90	-0.02	-2.50*
	(0.00)	(0.08)	(0.02)	(0.99)	(0.05)	(0.43)	(0.15)	(1.00)	(0.98)	(0.36)	(0.98)	(0.01)
lnta	1.01	0.91	1.00	-1.42	-0.22	0.50	-0.00	-0.26	-1.07	0.44	-0.87	1.65***
	(0.31)	(0.36)	(0.31)	(0.156)	(0.82)	(0.61)	(0.99)	(0.793)	(0.28)	(0.66)	(0.38)	(0.09)
ebitdaat	6.83*	2.71*	6.77*	2.09**								
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.037)								
reslucac	7.00*	1.99**	6.61*	1.95**	6.76*	1.88***	6.43*	2.58*	4.88*	1.00	4.54*	2.19**
	(0.00)	(0.04)	(0.00)	(0.05)	(0.00)	(0.06)	(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.31)	(0.00)	(0.02)
deprecat	4.10*	1.84***	3.79*	1.73***								
	(0.00)	(0.06)	(0.00)	(0.084)								
despfinat	-0.97	-0.49	-1.44	0.26								
	(0.33)	(0.62)	(0.14)	(0.794)								
ADR	0.46	-0.86	0.44	-0.49	1.38	-0.79	0.94	-1.30	1.37	-0.64	1.03	-1.51
	(0.64)	(0.38)	(0.66)	(0.626)	(0.16)	(0.43)	(0.34)	(0.19)	(0.16)	(0.52)	(0.30)	(0.13)
q	-0.26	1.39	-0.29	3.10*	3.71*	1.68***	4.09*	2.68*	3.19*	0.70	4.00*	1.68***
	(0.79)	(0.16)	(0.76)	(0.00)	(0.00)	(0.09)	(0.00)	(0.007)	(0.00)	(0.48)	(0.00)	(0.09)
endifin									-2.38*	-2.19**	-2.71*	-2.30**
									(0.01)	(0.02)	(0.00)	(0.02)
despfinebitda					-0.57	-1.85***	-0.99	-1.59	-0.34	-0.96	-0.62	-1.27
					(0.57)	(0.06)	(0.32)	(0.11)	(0.73)	(0.33)	(0.53)	(0.20)
deprecebitda					0.52	-0.01	1.15	-0.42	0.10	-0.05	0.63	-0.07
					(0.60)	(0.98)	(0.24)	(0.678)	(0.91)	(0.96)	(0.52)	(0.94)
ebitdarec					0.64	-0.13	0.00	-1.01	0.53	-0.82	0.69	-1.17
					(0.52)	(0.89)	(0.32)	(0.31)	(0.59)	(0.41)	(0.48)	(0.24)
capexlag									-1.41	-0.58	-0.98	-0.59
									(0.15)	(0.56)	(0.32)	(0.55)
D_div									5.06*	2.27**	4.57*	0.63
									(0.00)	(0.02)	(0.00)	(0.52)
on_capttotal			-0.60	1.45			-1.20	1.97**			-1.18	1.63***
			(0.54)	(0.148)			(0.23)	(0.049)			(0.23)	(0.10)
par_to			-0.41	0.33			-1.12	1.00			-1.32	1.10
			(0.68)	(0.742)			(0.26)	(0.318)			(0.18)	(0.26)
pf			-0.81	2.16**			-1.04	2.68*			-1.08	3.55*
			(0.41)	(0.031)			(0.29)	(0.007)			(0.28)	(0.00)
pjn			-0.56	2.30**			-0.70	2.92*			-0.87	3.53*
			(0.57)	(0.022)			(0.48)	(0.004)			(0.38)	(0.00)
pji			-0.91	1.78***			-1.01	2.49**			-1.02	3.32*
			(0.36)	(0.075)			(0.31)	(0.013)			(0.30)	(0.00)
fam			-0.98	1.70***			-1.17	2.22**			-1.24	3.04*
			(0.32)	(0.089)			(0.24)	(0.026)			(0.21)	(0.00)
emp_gov			-0.74	2.59*			-0.98	3.00*			-0.96	3.58*
			(0.45)	(0.01)			(0.32)	(0.003)			(0.33)	(0.00)
fundos			-1.08	3.33*			-1.33	3.12*			-1.00	3.92*
			(0.28)	(0.001)			(0.18)	(0.002)			(0.31)	(0.00)
mista			-1.72***	2.10**			-1.70***	2.13**			-1.71***	2.74*
			(0.08)	(0.036)			(0.08)	(0.033)			(0.08)	(0.00)
parton			1.08	-0.39			1.87***	-1.40			1.99**	-1.86***
			(0.28)	(0.698)			(0.06)	(0.163)			(0.04)	(0.06)
partpn			-0.98	1.30			-0.59	1.11			-0.29	1.40
			(0.32)	(0.195)			(0.55)	(0.266)			(0.76)	(0.16)
fundpartii			-0.37	1.68***			0.34	1.74***			-0.06	0.81
			(0.71)	(0.093)			(0.73)	(0.082)			(0.95)	(0.41)
fundpartii			-0.23	2.60*			-0.66	1.24			-0.28	0.42
			(0.81)	(0.009)			(0.51)	(0.216)			(0.77)	(0.67)
contri			0.36	-1.21			0.09	-1.25			0.61	-0.92
			(0.71)	(0.23)			(0.93)	(0.212)			(0.53)	(0.35)
pulv			-0.00	0.00			-0.04				-0.01	-0.02
			(0.99)	(0.99)			(0.96)				(0.99)	(0.98)
Observações	1278	245	1129	226	1294	248	1143	229	1280	237	1130	219
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Sim
Efeito setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Sim	Não	Sim	Não
Log likelihood	458.04	105.17	406.96	107.01	424.65	103.73	379.02	111.59	460.85	105.01	411.90	107.92
Prob. teste Wald	0.00	0.00	0.00	0	0.00	0.00	0.00	.	0.00	0.01	0.00	0.00

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

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE C3 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE PAGO DE JSCP E OS PROVENTOS SOB O CRITÉRIO GOVERNANÇA CORPORATIVA

JSCPPROV	Critério Governança Corporativa											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-2.53*	-0.96	-0.85	-1.48	-1.69***	-0.96	-0.47	-1.43	0.63	-0.14	0.82	-0.60
	(0.01)	(0.335)	(0.40)	(0.14)	(0.091)	(0.34)	(0.64)	(0.15)	(0.53)	(0.89)	(0.41)	(0.55)
Inta	1.00	0.51	0.74	0.47	0.19	0.64	0.19	0.54	0.33	0.59	0.55	0.39
	(0.32)	(0.61)	(0.46)	(0.64)	(0.85)	(0.52)	(0.85)	(0.59)	(0.74)	(0.55)	(0.58)	(0.70)
ebitdaat	1.95**	1.18	2.73*	1.72***								
	(0.05)	(0.24)	(0.00)	(0.086)								
reslucac	3.47*	-0.69	3.25*	-0.77	3.30*	-0.34	3.25*	-0.28	3.43*	-0.48	2.93*	-1.00
	(0.00)	(0.49)	(0.00)	(0.44)	(0.00)	(0.74)	(0.00)	(0.78)	(0.00)	(0.63)	(0.00)	(0.32)
deprecat	2.18**	0.38	2.19**	0.66								
	(0.03)	(0.70)	(0.03)	(0.51)								
despfinat	-1.23	-0.48	-1.93***	-0.26								
	(0.22)	(0.63)	(0.06)	(0.79)								
ADR	0.34	-0.76	0.40	-0.87	1.05	-0.97	0.76	-0.28	1.26	-0.89	0.86	-0.92
	(0.73)	(0.45)	(0.69)	(0.38)	(0.29)	(0.33)	(0.44)	(0.78)	(0.21)	(0.373)	(0.39)	(0.36)
q	0.10	0.36	-0.19	0.27	1.36	0.08	1.49	0.24	1.04	-0.11	1.11	0.44
	(0.92)	(0.72)	(0.85)	(0.79)	(0.17)	(0.93)	(0.14)	(0.81)	(0.30)	(0.91)	(0.27)	(0.66)
endifin									-1.08	-0.92	-1.56	-0.74
									(0.28)	(0.36)	(0.12)	(0.46)
despfinebitda					-1.08	-0.03	-1.18	-0.03	-0.87	0.15	-0.81	0.35
					(0.28)	(0.97)	(0.24)	(0.98)	(0.38)	(0.88)	(0.42)	(0.72)
deprecebitda					0.67	-0.47	1.14	-0.70	0.37	-0.61	0.72	-0.70
					(0.50)	(0.64)	(0.25)	(0.48)	(0.71)	(0.54)	(0.47)	(0.48)
ebitdarec					-0.71	-0.82	-0.50	-0.73	-0.82	-1.15	-0.62	-1.20
					(0.48)	(0.41)	(0.62)	(0.46)	(0.42)	(0.25)	(0.54)	(0.23)
capexlag									-1.05	-0.80	-0.74	-1.09
									(0.30)	(0.42)	(0.46)	(0.28)
D_div									-7.14*	-2.60*	-6.02*	-1.09
									(0.00)	(0.01)	(0.00)	(0.28)
on_captotal			-1.24	1.10			-1.21	1.19			-1.13	1.30
			(0.22)	(0.27)			(0.23)	(0.23)			(0.26)	(0.19)
par_to			-1.26	0.64			-1.27	0.60			-1.36	0.60
			(0.21)	(0.52)			(0.20)	(0.55)			(0.17)	(0.55)
pf			-0.95	2.15**			-0.97	2.29**			-1.04	2.81*
			(0.34)	(0.03)			(0.34)	(0.02)			(0.30)	(0.00)
pjn			-0.66	2.26**			-0.63	2.50**			-0.70	3.06*
			(0.51)	(0.02)			(0.53)	(0.012)			(0.48)	(0.00)
pji			-1.07	1.74***			-1.01	2.04**			-1.04	2.52*
			(0.28)	(0.08)			(0.31)	(0.04)			(0.30)	(0.01)
fam			-1.08	1.89***			-1.03	1.96**			-1.11	2.45*
			(0.28)	(0.06)			(0.30)	(0.05)			(0.27)	(0.01)
emp_gov			-0.89	2.06**			-0.84	2.05**			-0.82	2.49*
			(0.37)	(0.04)			(0.40)	(0.04)			(0.41)	(0.01)
fundos			-0.89	2.22**			-0.76	2.26**			-1.21	2.88*
			(0.37)	(0.03)			(0.45)	(0.024)			(0.23)	(0.00)
mista			-1.78***	1.75***			-1.65***	1.65***			-1.58	2.26**
			(0.08)	(0.08)			(0.10)	(0.099)			(0.11)	(0.02)
parton			1.17	-1.24			1.26	-1.15			1.15	-1.09
			(0.24)	(0.21)			(0.21)	(0.25)			(0.25)	(0.28)
partpn			-0.26	1.24			-0.29	0.70			0.33	1.24
			(0.80)	(0.22)			(0.77)	(0.48)			(0.74)	(0.21)
fundparti			-0.46	0.94			-0.42	1.51			-0.35	0.27
			(0.64)	(0.35)			(0.67)	(0.13)			(0.73)	(0.79)
fundpartii			-0.35	2.01**			-0.40	2.34**			-0.63	2.11**
			(0.72)	(0.04)			(0.69)	(0.02)			(0.53)	(0.035)
contri			0.55	-0.12			0.35	0.01			0.08	0.09
			(0.59)	(0.90)			(0.73)	(0.99)			(0.93)	(0.93)
pulv			-0.06	-0.02			-0.05	-0.01			-0.05	-0.01
			(0.96)	(0.99)			(0.96)	(0.99)			(0.96)	(0.99)
Observações	1068	217	941	200	1075	220	947	203	1068	211	940	195
Efeito ano	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Efeito setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Log likelihood	-397.76	-71.155	-352.67	-61.00	-404.87	-68.989	-358.86	-58.238	-372.15	-62.30	-333.42	-50.689
Prob. teste Wald	0.00	0.69	0.00	0.37	0.00	0.97	0.01	0.35	0.00	0.27	0.00	0.03

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

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE C4 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE PAGO DE JSCP E O EBITDA SOB O CRITÉRIO GOVERNANÇA CORPORATIVA

JSCPebitda	Critério Governança Corporativa											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-1.53 (0.126)	-1.84*** (0.066)	-0.83 (0.41)	-2.67* (0.008)	-3.25* (0.00)	-1.62 (0.105)	-2.12** (0.034)	-2.43** (0.015)	-3.77* (0.00)	-2.22** (0.026)	-1.55 (0.12)	-2.06** (0.04)
Inta	-0.95 (0.34)	1.19 (0.24)	-1.13 (0.26)	1.36 (0.17)	0.42 (0.67)	1.13 (0.26)	0.66 (0.51)	1.28 (0.20)	0.63 (0.53)	1.85*** (0.064)	0.53 (0.59)	1.33 (0.18)
ebitdaat	1.68*** (0.093)	1.36 (0.17)	1.79*** (0.073)	0.91 (0.36)								
reslucac	4.40* (0.00)	1.67*** (0.096)	4.08* (0.00)	2.37** (0.018)	6.97* (0.00)	1.66*** (0.097)	6.79* (0.00)	2.43** (0.015)	4.84* (0.00)	1.28 (0.20)	4.66* (0.00)	1.92*** (0.06)
deprecat	1.31 (0.19)	0.88 (0.38)	1.12 (0.264)	1.35 (0.176)								
despfinat	-0.96 (0.34)	-0.91 (0.36)	-1.53 (0.127)	-0.76 (0.45)								
ADR	1.29 (0.198)	-0.90 (0.37)	1.43 (0.154)	-1.26 (0.21)	0.36 (0.72)	-0.96 (0.335)	0.03 (0.97)	-1.26 (0.21)	0.28 (0.78)	-1.24 (0.22)	0.33 (0.74)	-1.79*** (0.074)
q	1.28 (0.20)	0.75 (0.46)	1.46 (0.145)	1.72*** (0.085)	2.86* (0.004)	0.64 (0.52)	2.81* (0.00)	1.55 (0.12)	2.38** (0.02)	0.14 (0.89)	0.35 (0.73)	1.29 (0.20)
endifin									-1.98** (0.05)	-1.81*** (0.07)	-1.96** (0.05)	-1.62 (0.105)
despfinebitda					-0.31 (0.76)	-1.78*** (0.075)	0.03 (0.97)	-1.73*** (0.083)	0.11 (0.91)	-0.48 (0.63)	0.50 (0.62)	-0.16 (0.87)
deprecebitda					4.86* (0.00)	0.10 (0.92)	2.76* (0.00)	0.10 (0.92)	4.88* (0.00)	-0.48 (0.63)	2.50** (0.012)	-0.43 (0.67)
ebitdarec					0.32 (0.75)	-0.53 (0.60)	0.28 (0.78)	-1.22 (0.223)	-0.10 (0.92)	-0.94 (0.34)	-0.26 (0.80)	-1.35 (0.18)
capexlag									-1.05 (0.29)	-0.52 (0.60)	-0.56 (0.57)	-0.08 (0.94)
D_div									4.18* (0.00)	2.09** (0.036)	3.77* (0.00)	1.42 (0.16)
on_captotal			-1.08 (0.28)	1.46 (0.144)			-0.97 (0.33)	1.83*** (0.068)			-0.80 (0.43)	1.06 (0.29)
par_to			-1.02 (0.31)	0.39 (0.70)			-1.16 (0.24)	0.57 (0.57)			-1.27 (0.21)	0.24 (0.81)
pf			-0.37 (0.71)	2.51** (0.012)			-0.60 (0.55)	2.43** (0.015)			-0.69 (0.48)	2.71* (0.00)
pjn			-0.51 (0.61)	2.73* (0.006)			-0.29 (0.77)	2.87* (0.004)			-0.50 (0.62)	2.99* (0.00)
pji			-0.69 (0.49)	1.97** (0.049)			-0.37 (0.71)	2.12** (0.034)			-0.45 (0.65)	2.66* (0.008)
fam			-0.76 (0.45)	2.05** (0.041)			-0.70 (0.48)	1.90*** (0.058)			-0.82 (0.41)	2.29** (0.022)
emp_gov			-0.70 (0.48)	2.37** (0.018)			-0.50 (0.61)	2.32** (0.021)			-0.59 (0.55)	2.57* (0.01)
fundos			-0.78 (0.44)	3.93* (0.00)			-0.82 (0.41)	3.64* (0.00)			-0.66 (0.51)	4.14* (0.00)
mista			-0.82 (0.41)	2.25** (0.024)			-0.90 (0.36)	1.90*** (0.057)			-0.88 (0.38)	2.00** (0.045)
parton			1.02 (0.31)	-1.42 (0.156)			0.60 (0.54)	-1.47 (0.14)			0.48 (0.63)	-1.42 (0.16)
partpn			0.17 (0.86)	2.65* (0.008)			0.71 (0.47)	2.17** (0.03)			1.02 (0.31)	1.85*** (0.064)
fundparti			-0.78 (0.44)	0.62 (0.537)			-1.00 (0.31)	1.12 (0.26)			-1.05 (0.29)	0.35 (0.73)
fundpartii			-0.11 (0.91)	0.84 (0.40)			-0.07 (0.94)	0.96 (0.34)			0.34 (0.73)	0.75 (0.45)
contri			0.81 (0.42)	-1.19 (0.235)			-1.02 (0.30)	-0.78 (0.44)			-0.16 (0.88)	-0.88 (0.37)
pulv			0.00 (1.00)	0.00 (0.99)			-0.04 (0.96)	0.00 (0.99)			-0.05 (0.96)	0.00 (0.99)
Observações	1278	245	1129	226	1294	248	1143	229	1280	237	1130	219
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Efeito setor	Sim	Não	Sim	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Log likelihood	-1094.8	-17.61	-976.95	-5.9066	-550.735	-16.372	-482.57	-3.136	-533.92	-8.744	-481.64	10.96
Prob. teste Wald	0.00	0.03	0.01	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00

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

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE C5 - RAZÃO ENTRE O MONTANTE PAGO DE JSCP E O MÁXIMO PERMITIDO SOB O CRITÉRIO GOVERNANÇA CORPORATIVA

JSCP maxjscp	Critério Governança Corporativa											
	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I	R	I
Constante	-3.72*** (0.00)	-2.23** (0.026)	-2.35** (0.019)	-3.03* (0.002)	-2.70* (0.007)	-0.65 (0.513)	-0.01 (0.99)	-1.52 (0.129)	-0.01 (0.99)	-1.71*** (0.087)	-0.01 (0.99)	-2.14** (0.032)
Inta	1.64*** (0.10)	1.52 (0.128)	1.46 (0.14)	1.91** (0.056)	0.54 (0.59)	0.00 (0.99)	-0.46 (0.65)	-0.04 (0.97)	-0.64 (9.52)	1.20 (0.231)	-0.56 (0.58)	0.93 (0.35)
ebitdaat	5.79* (0.00)	2.42** (0.015)	5.69* (0.00)	2.68** (0.007)								
reslucacat	5.64* (0.00)	2.28** (0.023)	5.26* (0.00)	2.13** (0.033)	5.55* (0.00)	1.65*** (0.10)	5.76* (0.00)	1.85*** (0.064)	3.86* (0.00)	1.32 (0.187)	3.54* (0.00)	1.36 (0.174)
deprecat	4.22* (0.00)	1.30 (0.194)	3.93* (0.00)	3.08* (0.002)								
despfinat	-3.72* (0.00)	-0.42 (0.67)	-1.14 (0.25)	-0.97 (0.33)								
ADR	0.21 (0.84)	-1.12 (0.265)	0.25 (0.81)	-1.63 (0.103)	1.20 (0.23)	-0.51 (0.61)	0.93 (0.35)	-0.68 (0.496)	1.30 (0.19)	-1.06 (0.287)	1.00 (0.32)	-1.15 (0.25)
q	0.33 (0.74)	0.99 (0.32)	0.26 (0.80)	1.22 (0.22)	3.81* (0.00)	1.42 (0.15)	4.32* (0.00)	1.94*** (0.052)	3.31* (0.001)	0.51 (0.612)	4.00* (0.00)	1.05 (0.29)
endifin									-0.78 (0.437)	-1.38 (0.168)	-1.23 (0.22)	-1.73*** (0.083)
despfinebitda					-0.42 (0.67)	-1.67*** (0.094)	-0.82 (0.41)	-1.89*** (0.058)	-0.26 (0.79)	-0.74 (0.462)	-0.63 (0.528)	-1.13 (0.26)
deprecebitda					0.25 (0.80)	0.44 (0.66)	0.84 (0.40)	0.44 (0.66)	-0.12 (0.906)	-0.17 (0.865)	0.49 (0.63)	0.29 (0.77)
ebitdarec					0.34 (0.74)	-0.21 (0.83)	0.68 (0.49)	-0.43 (0.67)	0.02 (0.99)	-0.80 (0.425)	0.12 (0.91)	-0.86 (0.388)
capexlag									-1.48 (0.14)	-0.49 (0.627)	-1.16 (0.247)	-0.79 (0.427)
D_div									5.27* (0.00)	2.39 (0.017)	4.80* (0.00)	1.31 (0.19)
on_capttotal			-1.17 (0.24)	1.38 (0.17)			-1.64 (0.10)	1.92** (0.055)			-1.57 (0.116)	1.62 (0.106)
par_to			-0.87 (0.39)	0.14 (0.88)			-1.34 (0.18)	0.56 (0.57)			-1.58 (0.115)	0.65 (0.515)
pf			-0.83 (0.41)	3.50* (0.00)			-0.92 (0.36)	2.84* (0.004)			-1.06 (0.29)	3.31* (0.00)
pjn			-0.51 (0.61)	3.10* (0.002)			-0.56 (0.57)	2.92* (0.003)			-0.77 (0.44)	3.22* (0.00)
pji			-1.00 (0.32)	2.77* (0.006)			-1.00 (0.32)	2.35** (0.019)			-1.07 (0.285)	2.87* (0.004)
fam			-0.98 (0.33)	2.63* (0.008)			-1.06 (0.29)	2.32** (0.021)			-1.22 (0.22)	2.81* (0.005)
emp_gov			-0.54 (0.59)	3.39* (0.00)			-0.70 (0.485)	2.98* (0.003)			-0.72 (0.47)	3.18* (0.001)
fundos			-1.26 (0.21)	3.82* (0.00)			-1.26 (0.21)	3.26* (0.001)			-0.99 (0.32)	3.75* (0.00)
mista			-1.82 (0.07)	3.38* (0.00)			-1.75 (0.08)	2.46*** (0.014)			-1.76*** (0.078)	2.79* (0.005)
parton			1.06 (0.29)	-1.29 (0.196)			1.70 (0.089)	-0.83 (0.41)			1.80*** (0.072)	-1.16 (0.247)
partpn			-0.64 (0.52)	3.16* (0.002)			-0.46 (0.65)	1.47 (0.14)			-0.02 (0.98)	1.54 (0.123)
fundparti			0.24 (0.81)	0.81 (0.417)			0.71 (0.48)	1.34 (0.18)			0.25 (0.80)	0.80 (0.421)
fundpartii			-0.54 (0.59)	0.64 (0.52)			-0.82 (0.41)	1.96** (0.05)			-0.60 (0.55)	1.35 (0.177)
contri			0.22 (0.83)	-1.59 (0.112)			0.00 (0.99)	-1.23 (0.22)			0.42 (0.67)	-0.66 (0.512)
pulv			-0.03 (0.98)	.			-0.01 (0.99)	-0.01 (0.99)			-0.01 (0.99)	0.00 (0.99)
Observações	1278	245	1129	226	1294	248	1143	229	1280	237	1130	219
Efeito ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Efeito setor	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Não
Log likelihood	-594	-102.975	-522.82	-77.6857	-633.39	-109.20	-536.58	-84.235	-589.75	-101.21	-513.73	-79.111
Prob. teste Wald	0.00	0.083	0.00	.	0.00	0.045	0.00	0.00	0.00	0.055	0.00	0.00

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

Fonte: Elaborado pelo autor.

ANEXOS

ANEXO A – LEI 9.249-95

“Art. 9º A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP.

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

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

§ 3º O imposto retido na fonte será considerado:

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

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

§ 4º (Revogado pela Lei nº 9.430/1996).

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

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

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

§ 8º Para os fins de cálculo da remuneração prevista neste artigo, não será considerado o valor de reserva de reavaliação de bens ou direitos da pessoa jurídica, exceto se esta for adicionada na determinação da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido.

§ 9º (Revogado pela Lei nº 9.430/1996).

§ 10º (Revogado pela Lei nº 9.430/1996).”