

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

GISELLE DE ARAUJO BRASILEIRO

**JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO: UM ESTUDO SOBRE O USO OU NÃO
DESTE BENEFÍCIO FISCAL PELAS EMPRESAS BRASILEIRAS DO SETOR
ELÉTRICO**

SÃO LEOPOLDO

2014

GISELLE DE ARAUJO BRASILEIRO

JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO: UM ESTUDO SOBRE O USO OU NÃO
DESTE BENEFÍCIO FISCAL PELAS EMPRESAS BRASILEIRAS DO SETOR
ELÉTRICO

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

Orientador: Prof. Dr. Francisco A. Mesquita Zanini

São Leopoldo

2014

B823j Brasileiro, Giselle de Araujo

Juros sobre capital próprio: um estudo sobre o uso ou não deste benefício fiscal pelas empresas brasileiras do setor elétrico / Giselle de Araujo Brasileiro – 2014.

162 f. :il. color. ; 30cm.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2014.

Orientador: Prof. Dr. Francisco A. Mesquita Zanini.

1. Administração financeira - Juros - Capital próprio. 2. Setor elétrico. 3. Dividendos. 4. Administração financeira - Tributação. Endividamento. I. Título. II. Zanini, Francisco A. Mesquita.

CDU 658.15

Dedico este mestrado a Deus que me capacitou, me segurou pela mão,
não me deixando fraquejar.

AGRADECIMENTOS

Agradeço o meu mestrado a Deus pela força nos momentos difíceis e por me manter em foco em direção à vitória.

Ao meu pai, Carlos Alberto Brasileiro, a minha mãe, Jane Belisário de Araujo Batista de Souza e a minha irmã, Fernanda de Araujo Brasileiro pelo amor, pelo carinho e pelos momentos de descontração tão necessários para descansar a mente e me sentir confiante.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Francisco Mesquita Zanini, por sua calma, por sua competência e pela parceria nesse trabalho.

À empresa em que eu trabalho, Petrobras, por incentivar o desenvolvimento do meu conhecimento e da minha carreira.

Por fim, aos meus colegas de turma: Cristina Feraboli, Luciano Piazza, Maicon Schwerz e Tadeu Grando pela troca de ideias, pela discussão de temas complexos e pela parceria nos trabalhos em conjunto.

Eu Sei Que Vou te Amar

(Vinícius de Moraes e Tom Jobim)

Eu sei que vou te amar
Por toda a minha vida eu vou te amar
Em cada despedida eu vou te amar
Desesperadamente, eu sei que vou te amar
E cada verso meu será
Pra te dizer que eu sei que vou te amar
Por toda minha vida
Eu sei que vou chorar
A cada ausência tua eu vou chorar
Mas cada volta tua há de apagar
O que esta ausência tua me causou
Eu sei que vou sofrer a eterna desventura de viver
A espera de viver ao lado teu
Por toda a minha vida

RESUMO

O principal objetivo desse trabalho foi o de identificar o comportamento das empresas brasileiras do setor elétrico em relação ao pagamento ou não de proventos na forma de JSCP. A amostra da pesquisa foi restrita às empresas brasileiras de capital aberto pertencentes ao setor de energia elétrica, conforme classificação da base de dados Economatica. A amostra estudada foi de 59 empresas, no período entre os anos de 2007 e de 2012. Analisados os comportamentos destas empresas com relação à distribuição de proventos na forma de JSCP, foram aplicados questionários nas 43 empresas que apresentaram a menor eficiência nesta distribuição. A partir da estratificação destas empresas, foram realizados alguns testes estatísticos buscando estabelecer relações entre as diferenças de comportamento a partir de algumas possibilidades elencadas com base na revisão da literatura sobre o assunto. Os principais resultados encontrados foram: 1) Empresas estatais deixaram de se utilizar do benefício do pagamento de JSCP em percentual superior ao das demais empresas (significância a 1%); 2) Empresas mais endividadas pagaram mais JSCP do que as empresas menos endividadas, (significância a 10%); 3) Entre as empresas respondentes, o nível de dívida das empresas parece influenciar a decisão sobre o pagamento de JSCP (significância a 1%); 4) As empresas que disseram tomar a decisão sobre pagamento de JSCP antes de dezembro, e que deveriam, em tese, ser mais conservadoras na distribuição de JSCP, distribuíram maior percentual de JSCP do que as que tomam esta decisão antes (significância a 1%).

Palavras-chaves: Juros sobre capital próprio (JSCP). Setor elétrico. Dividendos. Controle. Tributação. Endividamento.

ABSTRACT

The main objective of this work was to identify the behavior of the Brazilian electric sector companies regarding payment of dividends or not in the form of "JSCP". The survey sample was restricted to Brazilian public companies belonging to the electric sector, as classified Economática data base. The sample was formed by 59 companies, in the period between the years 2007 and 2012. Analyzed the behavior of these companies regarding the distribution of dividends in the form of "JSCP", questionnaires were applied to 43 companies that had the lowest efficiency in this distribution. From the stratification of these companies, some statistical tests in order to establish relationships between the differences of behavior from some possibilities listed based on the literature review on the subject were made. The main findings were: 1) State-owned enterprises have ceased to be used from any payment of "JSCP" in above other firms (significant at 1%) percent; 2) more indebted companies pay more "JSCP" than less indebted companies, (significance at 10%), 3) Among the respondent companies, the level of corporate debt seems to influence the decision on the payment of "JSCP" (significant at 1%) 4) The companies said they make the decision on payment of "JSCP" before December, and that would, in theory, be more conservative in the distribution of "JSCP", distributed higher percentage of "JSCP" than taking this decision before (1% significance).

Key-words: Eletric sector. Dividends. Control. Taxation. Indebtedness

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - IPCA ao ano	17
Gráfico 2 - Cetip histórica de 1995 a 2013	19
Gráfico 3 - Análise da não distribuição de JSCP – Comportamentos 4, 5 e 6.....	114
Gráfico 4 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP por tipo	116
Gráfico 5 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP das empresas que apresentaram comportamento TIPO 2	117
Gráfico 6 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP das empresas que apresentaram comportamento TIPO 3	118
Gráfico 7 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP das empresas que apresentaram comportamento TIPO 4	119
Gráfico 8 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP das empresas que apresentaram comportamento TIPO 5	120
Gráfico 9 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP das empresas que apresentaram comportamento TIPO 6	121
Gráfico 10 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP da empresa que apresentou comportamento TIPO 7 (Empresa 30).....	122
Gráfico 11 - Percentual de não distribuição de JSCP por tipo de controle.....	123

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Proposta de destinação hierárquica dos lucros considerando as espécies de dividendos	28
Quadro 2 - Clientelas de investidores de acordo com o nível de distribuição de dividendos e a tributação dos beneficiários nos Estados Unidos da América (EUA)	47
Quadro 3 - Considerações da I Proposição de MM (1958)	95
Quadro 4 - Descrição do comportamento na distribuição de JSCP	112

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Resumo da tributação de IR e de CSLL sobre os JSCP em cada tipo de beneficiário	86
Tabela 2 - Resumo da tributação sobre os JSCP em cada tipo de beneficiário.....	90
Tabela 3 - Análise da distribuição de JSCP	111
Tabela 4 - Análise da distribuição de JSCP por comportamentos.....	113
Tabela 5 - Análise da não distribuição de JSCP - Comportamentos 4, 5 e 6.....	113
Tabela 6 - Tipos de evolução do comportamento da não distribuição de JSCP	115
Tabela 7 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP por tipo.....	115
Tabela 8 - Tipo de controle das empresas de energia elétrica.....	122
Tabela 9 - Percentual de não distribuição de JSCP por tipo de controle	123
Tabela 10 - Teste de diferenças de médias da primeira hipótese – estatais e não estatais	133
Tabela 11 - Teste de diferenças de médias da primeira hipótese - controlador Domiciliado no exterior ou não	135
Tabela 12 - Teste de diferenças de médias da primeira hipótese – tributação do controlador	135
Tabela 13 - Teste de diferenças de médias da segunda hipótese (endividamento)	136

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADRs	American Depositary Receipts.
AGO	Assembléia Geral Ordinária.
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo.
CA	Conselho de Administração.
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model.</i>
CC	Código Civil.
CDI	Certificados de Depósitos Interbancários.
CETIP	Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos.
CF	Constituição Federal.
COFINS	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social.
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis.
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.
CST	Coordenador do Sistema de Tributação.
CTN	Código Tributário Nacional.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários.
DNAEE	Departamento Nacional de Águas e Energia Elétrica.
DOU	Diário Oficial da União.
DRE	Demonstrações de Resultado do Exercício.
EUA	Estados Unidos da América.
EVA®	<i>Economic Value Added.</i>
FIPECAFI	Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras.
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.
ICMS	Imposto sobre Circulação de mercadorias e Prestação de Serviços.
IN	Instrução Normativa.
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social.
IPC	Índice de Preços ao Consumidor.
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo.
IR	Imposto de Renda.
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica.
IRRF	Imposto de Renda Retido na Fonte.
ISS	Imposto sobre Serviços de qualquer natureza.

JSCP	Juros sobre Capital Próprio.
LC	Lei Complementar.
MM	Miller e Modigliani.
MP	Medida Provisória.
PIS	Programa de Integração Social.
PN	Parecer normativo.
POT	<i>Pecking Order Theory.</i>
RIR	Regulamento do Imposto de Renda.
ROA	Retorno sobre o Ativo.
S/A's	Sociedades Anônimas.
SRF	Secretaria da Receita Federal.
STJ	Superior Tribunal de Justiça.
STT	<i>Static Tradeoff Theory.</i>
VPL	Valor Presente Líquido.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	21
1.2 OBJETIVOS	21
1.2.1 Objetivo Geral	21
1.2.2 Objetivos Específicos	21
1.3 JUSTIFICATIVA	22
1.4 LIMITAÇÕES DO ESTUDO	23
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	24
2 REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1 DIVIDENDOS	25
2.1.1 Tipos de Dividendos no Brasil	26
2.1.1.1 Dividendo Prioritário e Dividendo não Prioritário	27
2.1.1.2 Dividendo Cumulativo e Dividendo não Cumulativo	27
2.1.1.3 Dividendo Mínimo e Dividendo Fixo	28
2.1.1.4 Dividendos Obrigatórios	28
2.1.2 Cálculo dos Dividendos no Brasil	29
2.2 A TEORIA SOBRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	31
2.2.1 Uma Introdução	31
2.2.2 Teoria de Dividendos	34
2.2.2.1 Irrelevância dos Dividendos	34
2.2.2.2 Relevância dos Dividendos	36
2.2.2.2.1 <i>Conflito de Agência</i>	37
2.2.2.2.2 <i>Teoria do Pássaro na Mão</i>	42
2.2.2.2.3 <i>Conteúdo Informacional dos Dividendos e Sinalização</i>	43
2.2.2.2.4 <i>Teoria da Preferência Tributária</i>	45
2.2.2.2.5 <i>Trabalhos Empíricos Internacionais sobre Política de Dividendos</i>	48
2.2.2.2.6 <i>Trabalhos Empíricos no Mercado Brasileiro sobre Política de Dividendos</i> .51	
2.2.2.2.7 <i>Poucas Conclusões a Respeito da Teoria de Dividendos</i>	58
2.3 TRATAMENTO FISCAL DE DIVIDENDOS NO BRASIL.....	61
2.3.1 Pessoas Físicas Receptoras	62
2.3.2 Pessoas Físicas ou Jurídicas Receptoras Domiciliadas no Exterior	62
2.3.3 Pessoas Jurídicas Receptoras	62

2.4 CUSTO DE OPORTUNIDADE NA PERSPECTIVA DE JSCP	63
2.5 JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO (JSCP).....	64
2.5.1 Cálculo dos Juros Sobre Capital Próprio.....	68
2.5.2 Aspectos Contábeis dos JSCP	73
2.5.3 Natureza dos JSCP	76
2.5.4 Tributação do Recebimento ou Crédito de JSCP para os Diferentes Beneficiários.....	78
2.5.4.1 Tributação da Pessoa Jurídica	80
2.5.4.2 Tributação da Pessoa Física	81
2.5.4.3 Tributação de imposto de renda e de contribuição social no recebimento de JSCP	81
2.5.4.3.1 <i>Tributação de imposto de renda e de contribuição social relativa ao recebimento de JSCP na pessoa jurídica tributada pelo lucro real</i>	<i>82</i>
2.5.4.3.2 <i>Tributação de imposto de renda e de contribuição social relativa ao recebimento de JSCP na pessoa jurídica tributada pelo lucro presumido ou lucro arbitrado</i>	<i>84</i>
2.5.4.3.3 <i>Tributação relativa ao recebimento de JSCP na pessoa jurídica tributada pelo “simples”</i>	<i>84</i>
2.5.4.3.4 <i>Tributação relativa ao recebimento de JSCP na pessoa física</i>	<i>85</i>
2.5.4.3.5 <i>Tributação relativa ao recebimento de JSCP em casos específicos</i>	<i>85</i>
2.5.4.4 Tributação de Pis e de Cofins nas receitas de JSCP das pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real e pelo lucro presumido ou arbitrado	87
2.5.4.4.1 <i>Tributação de Pis e de Cofins no regime da não cumulatividade – beneficiários pessoa jurídica sujeitos à tributação do lucro real.....</i>	<i>87</i>
2.5.4.4.2 <i>Tributação de Pis e de Cofins no regime da cumulatividade – beneficiários pessoa jurídica sujeitos à tributação do presumido ou lucro arbitrado</i>	<i>89</i>
2.5.5 Pesquisas Relativas a JSCP	90
2.6 ESTRUTURA DE CAPITAL.....	95
2.6.1 Pesquisas relativas a estrutura de capital envolvendo juros sobre capital próprio (JSCP)	97
3 METODOLOGIA	100
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA.....	100
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA	101
3.3 COLETA DE DADOS.....	102

3.4 TRATAMENTO DOS DADOS	103
3.4.1 Estatística Descritiva	103
3.4.2 Pesquisa de Campo	103
3.4.3 Hipóteses	104
3.4.4 Descrição dos testes realizados	105
3.4.4.1 Classificação conforme o tipo de controle	106
3.4.4.2 Classificação conforme a tributação do controlador	108
3.4.4.3 Classificação conforme o nível de endividamento.....	108
4 ANÁLISE DE DADOS.....	110
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA.....	110
4.1.1 Comportamento das empresas na distribuição de JSCP	110
4.1.1.1 Análise de tendência na subutilização do benefício dos JSCP	113
4.1.1.1.1 <i>Tipos de evolução do comportamento da tendência na subutilização do benefício dos JSCP.....</i>	<i>115</i>
4.1.2 Análise descritiva da distribuição de JSCP por tipo de controle	122
4.1.3 Análise descritiva das respostas dos questionários	125
4.1.3.1 Análise descritiva – perguntas comuns a todos os “tipos” de comportamento (1 ao 7).....	125
4.1.3.2 Análise descritiva – perguntas comuns às empresas com “tipos” de comportamento 2 ao 7	126
4.1.3.3 Pergunta específica ao tipo de comportamento 1	128
4.1.3.4 Pergunta específica ao tipo de comportamento 2	129
4.1.3.5 Pergunta específica ao tipo de comportamento 3	129
4.1.3.6 Pergunta específica ao tipo de comportamento 4	130
4.1.3.7 Pergunta específica ao tipo de comportamento 5	130
4.1.3.8 Pergunta específica ao tipo de comportamento 6	131
4.1.3.8 Pergunta específica ao tipo de comportamento 7	132
4.2 ANÁLISE DOS TESTES ESTATÍSTICOS.....	132
4.2.1 Teste de diferença de médias para a primeira hipótese	132
4.2.1.1 Empresas classificadas conforme o tipo de controle.....	133
4.2.1.2 Empresas respondentes do questionário	134
4.2.2 Teste de diferença de médias para a segunda hipótese (endividamento)	136
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	138

REFERÊNCIAS.....	142
APÊNDICE A - QUESTIONÁRIO EMPRESAS TIPO 1	157
APÊNDICE B - QUESTIONÁRIO EMPRESAS TIPOS 2, 3 E 4	158
APÊNDICE C - QUESTIONÁRIO EMPRESA TIPO 5	159
APÊNDICE D - QUESTIONÁRIO EMPRESA TIPO 6	161
APÊNDICE E - QUESTIONÁRIO EMPRESA TIPO 7.....	162
ANEXO A - TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS DO ENDIVIDAMENTO ENTRE AS EMPRESAS CUJA DISTRIBUIÇÃO DE JSCP SERIA UMA DECISÃO INDEPENDENTE OU NÃO	163
ANEXO B - TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS DO PERCENTUAL DE DISTRIBUIÇÃO DE JSCP ENTRE AS EMPRESAS QUE TOMAM A DECISÃO DE DISTRIBUIR JSCP ANTES OU DEPOIS DE DEZEMBRO DO ANO VIGENTE	164

1 INTRODUÇÃO

Ao final de dezembro de 1995, com o fim da correção monetária dos balanços, que possibilitava o ajuste dos direitos dos sócios ao poder de aquisição da moeda, houve a concessão, por meio da Lei 9.249/95, da possibilidade de benefício fiscal na remuneração do capital social dos acionistas a partir de janeiro de 1996. Esta remuneração passou a ser dedutível da base de cálculo do Imposto de Renda (IR) pela Lei 9.249/95 e, mais tarde, a Lei 9.430, de 30 de dezembro de 1996, concedeu permissão para a dedutibilidade da despesa com JSCP da base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL).

Os juros pagos ou creditados a titular, sócios ou acionistas a título de remuneração do capital próprio até então não podiam ser deduzidos como custo ou despesa operacional, para efeitos de determinação do lucro real, em consonância com o artigo 287 do Regulamento do Imposto de Renda – RIR/94, aprovado pelo decreto nº 1.041, de 11 de janeiro de 1994.

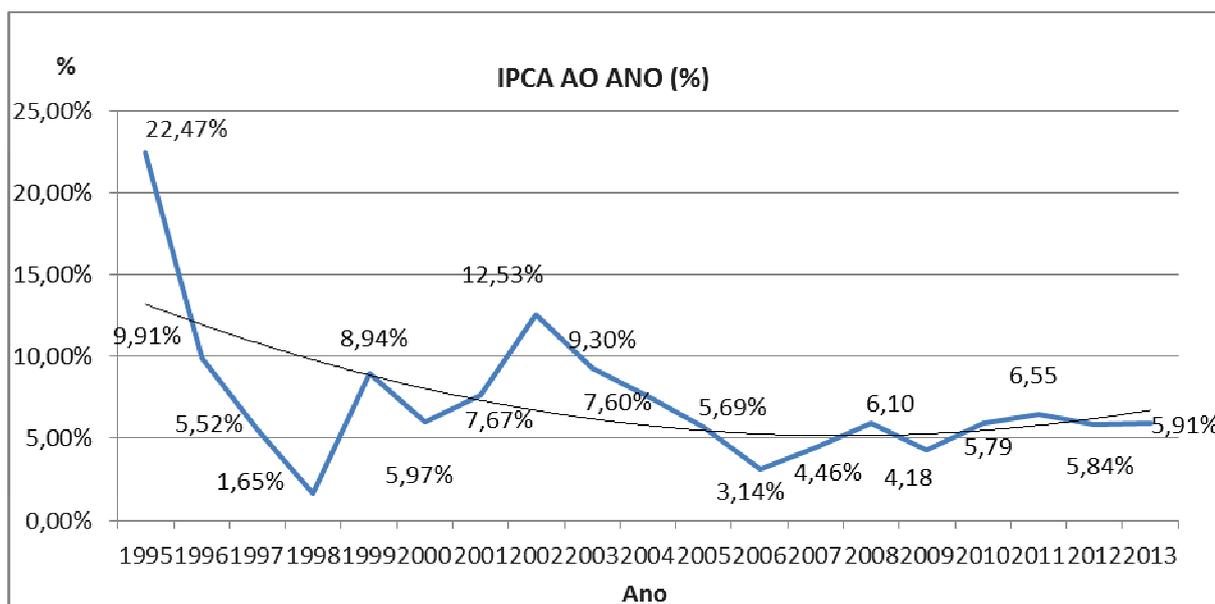
De certa forma, a possibilidade de remunerar o capital próprio através do pagamento ou crédito de juros sobre capital próprio (JSCP) aos acionistas, parece ter sido uma forma de compensação por parte do ente legislador dos prejuízos decorrentes do fim da correção monetária no patrimônio dos acionistas, o que pode ser verificado em Santos (2007, p. 37) ao comentar que: “A figura dos Juros sobre o Capital Próprio veio para tentar reduzir uma iniquidade fiscal muito séria criada com a extinção da correção monetária dos balanços.”

Para o mesmo Santos (2007), a lógica central do Plano Real foi fundamentada no ataque ao que se convencionou chamar de inflação inercial, proibindo, inclusive, as atualizações monetárias automáticas de todos os tipos de contratos com prazos inferiores a 1 ano, inclusive os de aluguéis e de trabalho. A inflação inercial está associada à idéia de memória inflacionária, onde a inflação atual carrega parte da inflação passada mais a expectativa de inflação futura. Assim, durante vários anos no Brasil, mesmo em períodos sem pressões de demanda ou de custo, a economia apresentava um comportamento inflacionário, pois sempre havia a transferência de um índice de inflação passada para um período presente. O fim da correção monetária de balanços está dentro deste contexto macroeconômico.

É notória a redução dos índices de inflação da economia brasileira nos últimos anos verificada a partir do ano de 1994, início do Plano Real. Mesmo com

essa redução, certo nível de inflação ainda persiste, situação que não deixa de ser danosa ao patrimônio dos acionistas, ainda que em menor magnitude. Apresenta-se a seguir gráfico com a evolução do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulado do ano de 1995 a 2013. O ano de 1994 foi retirado do gráfico pois, como o primeiro semestre daquele ano ainda foi de inflação elevada, o índice mensurado distorce a análise.

Gráfico 1 - IPCA ao ano



Fonte: Base de dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Assim como é remunerado e registrado o custo do capital de terceiros, o pagamento e/ou crédito de juros sobre capital próprio aos acionistas, com seus respectivos registros contábeis e fiscais oficiais possibilitam, ainda que de forma padronizada, o reconhecimento de uma despesa genuína sob o ponto de vista financeiro e econômico – o que antes era apenas analisado e gerenciado via registros observáveis em relatórios de contabilidade gerencial e de controles internos.

De forma geral, a utilização de juros sobre capital próprio é uma opção de remuneração dos acionistas além da distribuição de dividendos, e tem o potencial de ganho tributário através da sua utilização.

No Brasil, os dividendos são isentos de tributação e consistem na distribuição dos lucros líquidos obtidos pela empresa, enquanto os juros sobre o capital próprio

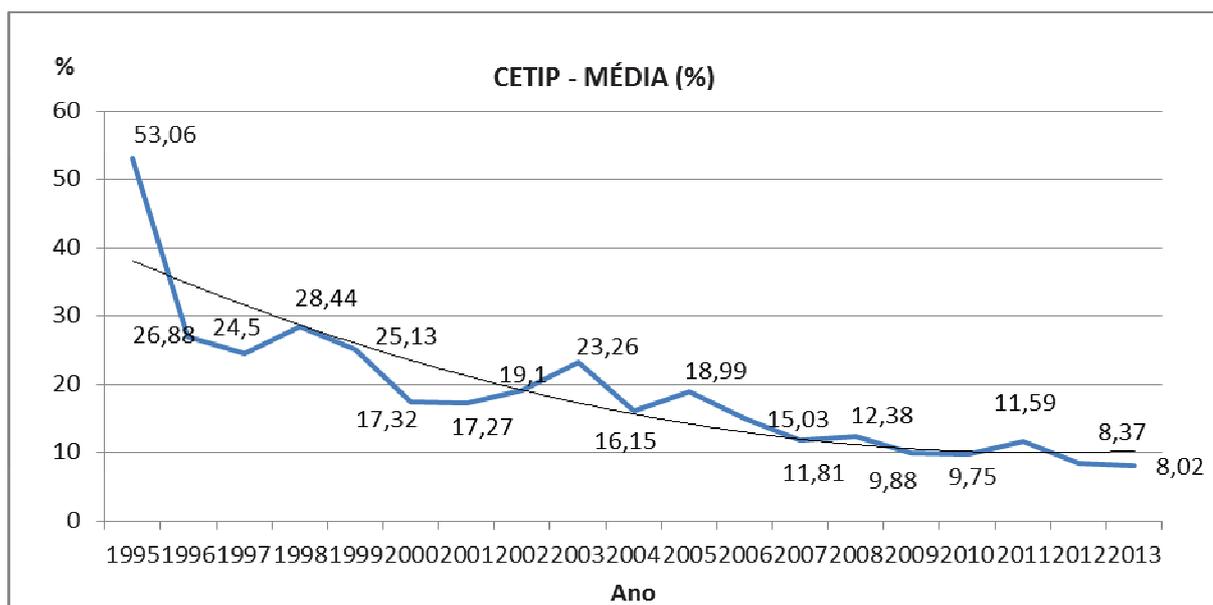
são passíveis de dedutibilidade fiscal, assim como os juros pagos às instituições financeiras, debenturistas, titulares de títulos de dívida emitidos pela empresa, etc.

Segundo Fabretti (2000), o capital empregado em atividades de produção, comercialização e prestação de serviços, quando remunerado pela mesma taxa de mercado de uma aplicação financeira, seria beneficiado por esse rendimento tal como os investimentos especulativos no mercado financeiro mais o rendimento decorrente dos resultados das operações da empresa. Assim, de acordo com o autor, essa política de remuneração do capital próprio através do pagamento de juros sobre capital próprio incentivaria o investimento em atividades produtivas em detrimento das formas de aplicações meramente especulativas, que desfavorecem o desenvolvimento e o aumento do emprego no país.

É sabido que as taxas de juros elevadas inibem o crescimento nos setores produtivos, restringindo inclusive o desenvolvimento econômico de um país. Isso pode ser percebido tanto sob o ponto de vista do investidor especulativo, que, com a opção de investir em ações ou em renda fixa (poupança, por exemplo), tenderá a não investir em opções mais arriscadas, quanto sob o ponto de vista do investidor empreendedor cujos projetos em um ambiente de taxas de juros elevadas exigirão retornos mais altos, o que tende a inviabilizar muitas vezes a efetivação e a continuidade destes projetos de investimentos.

Nos últimos anos tem-se observado uma queda das taxas básicas de juros no Brasil, situação que naturalmente traz uma redução também nas taxas médias do principal indicador do preço do dinheiro no país, o Certificado de Depósito Interbancário (CDI), o que potencialmente contribuiria para o crescimento da economia com maiores investimentos nos setores produtivos. A seguir gráfico com a evolução do índice Cetip-médio (acumulado do ano) de 1995 a 2013. O ano de 1994 foi retirado do gráfico pois o índice mensurado em 916,43% está inflado pela situação dos primeiros seis meses daquele ano.

Gráfico 2 - Cetip histórica de 1995 a 2013



Fonte: CETIP.

Dentro desse contexto vale também ressaltar a importância de uma gestão tributária eficiente e ativa que contemple as peculiaridades e os mais diversos aspectos relativos a cada tipo de empresa e ambiente de atuação, auxiliando, inclusive, na geração de possíveis ganhos econômico-financeiros. Esta gestão tributária ativa pode proporcionar, além da redução da carga tributária efetiva, melhora em sua posição estratégica mediante a prática, por exemplo, de preços mais atrativos aos clientes.

De acordo com o Art. 202 da Lei 6.404/76, os juros sobre o capital próprio, pagos ou creditados pela pessoa jurídica a título de remuneração do capital próprio, poderão ser imputados ao valor dos dividendos, não prejudicando a possibilidade de dedução no lucro real e na base de cálculo da CSLL. Para que isso seja possível, é obrigatório o recolhimento e pagamento de 15% do imposto de renda na fonte sobre o pagamento e/ou crédito de juros (Lei 9.249/95, art.9º, parágrafo 7º).

Segundo Brito (1999), o pagamento de Juros sobre capital próprio pode representar a possibilidade de redução de carga tributária. No entanto, esta análise dos potenciais ganhos tributários não deve ser restrita aos possíveis benefícios da empresa que paga ou credita os juros sobre capital próprio. Devem ser considerados os aspectos e as peculiaridades dos beneficiários destes rendimentos, tanto relativos às pessoas-físicas ou jurídicas. Estes aspectos e peculiaridades serão melhor abordados ao longo do presente trabalho.

Apesar das vantagens do uso de JSCP serem comprovadas, nem todas as empresas o utilizam, o que foi corroborado pelo estudo de Santos (2007), que buscou conhecer qual foi a atitude das empresas no que se refere à utilização da legislação relativa aos JSCP. Santos (2007) utilizou como base fundamental (amostra) o cadastro de empresas mantido pela Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras – FIPECAFI, ligada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, englobando as demonstrações contábeis do período de 1995 a 2005 de aproximadamente 3.000 empresas.

Os resultados de sua pesquisa demonstraram que 40% das empresas pesquisadas vinham utilizando a alternativa do pagamento ou crédito aos seus sócios e acionistas na forma de JSCP. Foi evidenciado também que a distribuição entre as empresas industriais, comerciais e prestadoras de serviços foi bastante equilibrada e ao longo do período analisado foi observado o acréscimo de empresas estatais que passaram a pagar aos seus acionistas os JSCP.

O trabalho de Santos (2007), que segregou as empresas em cinco diferentes categorias: indústria, comércio e serviços, nacionais e estrangeiras e abertas e fechadas, apesar de mapear quem estaria pagando JSCP no Brasil, não buscou encontrar as motivações para a distribuição ou não distribuição de JSCP. Esses porquês poderiam estar associados, por exemplo, aos níveis de tributação dos beneficiários, mais especificamente do grupo controlador, ao desconhecimento dos gestores, ou, ainda, ao possível desinteresse dos gestores.

Caso haja uma concentração de grande parte das ações com direito a voto em poder de poucos acionistas, os acionistas majoritários, com maior poder de influência na administração, poderiam agir mais facilmente a seu favor em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários, ou seja, poderia haver uma relação de agência entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários.

De acordo com Loss e Sarlo Neto (2003, p. 45), considerando que a política de dividendos é estabelecida pela gestão das entidades, os lucros retidos estariam sob o seu controle.

Considerando uma empresa com diversos tipos de acionistas e cada um desses acionistas com seus respectivos aspectos tributários relativos ao recebimento de Juros sobre Capital Próprio (JSCP), dentro desse contexto de conflito de agência, os acionistas controladores poderiam deliberar a

distribuição/pagamento de JSCP de acordo com seus próprios interesses e não do conjunto de acionistas.

Ante o exposto, é cabível e oportuna uma pesquisa acerca do tema JSCP que busque, o entendimento do porquê de essas empresas não se utilizarem desse instrumento quando da distribuição de dividendos considerando a possibilidade dada pela Lei 9.249/95 de imputar os JSCP aos dividendos obrigatórios.

Esse tipo de pesquisa ainda não foi desenvolvido no campo acadêmico. Vale lembrar que caso o resultado global dessa distribuição (*tradeoff* entre o benefício da empresa que distribui JSCP e os reflexos tributários e econômicos nos entes recebedores desse benefício) não for positivo é entendido que a distribuição de JSCP não é indicada.

1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Considerando o contexto ora apresentado, a questão central da presente pesquisa pode ser sintetizada na seguinte pergunta-problema: Qual é o comportamento das empresas brasileiras do setor elétrico em relação ao pagamento ou não de proventos na forma de JSCP?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Identificar, entender e explicar o comportamento das empresas brasileiras do setor elétrico em relação ao pagamento ou não de proventos na forma de JSCP?

1.2.2 Objetivos Específicos

De forma a operacionalizar e viabilizar a concretização do objetivo geral, os seguintes objetivos específicos da pesquisa foram assim definidos:

1. Compreender as vantagens ou não da utilização do benefício fiscal relativo ao pagamento de JSCP pelos diferentes tipos de grupos de investidores, conforme sua classificação fiscal;

2. Dividir as empresas conforme o seu tipo de controle a partir da proposição de Grando (2014) e verificar se este fator é preponderante para a decisão do quanto pagar (ou não pagar) proventos na forma de JSCP;
3. Dividir as empresas conforme as características tributárias do grupo controlador, buscando evidenciar se este é um fator determinante na sua opção de pagar ou não JSCP e quanto pagar;
4. Verificar se o nível de endividamento das empresas influencia o montante de pagamento de JSCP.

1.3 JUSTIFICATIVA

Apesar de o tema Juros sobre capital próprio (JSCP) ser de suma importância, poucos estudos exploram com profundidade o tema. Conforme comentado na Introdução deste trabalho, não foi identificado estudo no meio acadêmico brasileiro (Base de dados de Periódicos da CAPES no período compreendido desde a publicação da Lei 9.249/95) que busque entender o porquê de determinadas empresas não utilizarem o benefício fiscal proporcionado por este tipo de remuneração.

Tendo em vista que o objetivo geral das entidades seja o da maximização de seus resultados, dentre estes está o planejamento tributário. É natural esperar que as empresas busquem o maior benefício para si e para seus acionistas. Conforme salientado por Cristóvão e Watanabe (2002), os especialistas em tributos afirmam que utilizar as possibilidades dadas pela legislação para pagar menos imposto é um direito de qualquer contribuinte.

Assim, a decisão de pagar ou não JSCP deve, em princípio, estar escudada numa análise que busque beneficiar ao máximo os interessados finais, os acionistas da mesma.

Conforme já mencionado, a decisão sobre o pagamento ou não de JSCP pode gerar um conflito de agência. A depender da situação do grupo controlador (pessoa jurídica ou física e sua forma de tributação), esta decisão pode vir em benefício deste grupo, gerando descontentamento dos grupos minoritários. Este tipo de motivação ainda não foi analisado, aqui uma das oportunidades do presente trabalho.

No trabalho de Carvalho (2003) é possível verificar que muito embora o uso de Juros sobre Capital Próprio seja mais vantajoso do que a simples distribuição de lucros via dividendos em virtude da economia tributária proporcionada e conseqüente menor desembolso de recursos financeiros, muitas empresas que possuem a disponibilidade de distribuir não o fazem, o que repercute em destruição de valor.

Alguns dos argumentos a favor desse estudo são elencados a seguir:

- a. escassez de estudos relativos a JSCP dentro desta abordagem;
- b. relevância econômica para as empresas e investidores;
- c. esclarecimento das nuances e aspectos econômicos, financeiros e tributários acerca dos JSCP no meio acadêmico e empresarial.

1.4 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

Tal como os demais trabalhos acadêmicos, a presente pesquisa também apresenta limitações.

Existe limitação temporal da amostra (2007 a 2012), pois, apesar de essa pesquisa dispor de maior profundidade dos assuntos abordados, o período analisado é de 7 anos, inferior ao período analisado por Santos (2007), de 11 anos (de 1995 a 2005).

Cabe comentar que dentro do período analisado (2007 a 2012) passaram vigorar as modificações na legislação tributária referente aos tributos Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS) - leis 10.637/02, 10.833/03 e 10.865/04 e Decretos 5.164/2004 e 5.442/2005. Apesar da mudança na legislação não se tratar exatamente de uma limitação, o resultados do presente estudo não se tornam totalmente comparáveis com os de pesquisas anteriores no tema.

Outra limitação seria o acesso às informações necessárias para a elaboração da pesquisa tais como o montante pago de JSCP segregado do dividendo, o que poderia ser facilmente observado nas Demonstrações de Resultado do Exercício (DRE's) dessas entidades.

Apesar de a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em sua Deliberação 207/96 dispor sobre a obrigatoriedade de reversão dos valores pagos ou recebidos a

título de JSCP, muitas empresas não o fazem, o que dificulta ou até mesmo impossibilita a análise dos dados dessas empresas.

Outra limitação, ainda, seria quando da aplicação de questionários aos gestores das empresas analisadas, pois dentro do período de 2007 a 2012, pode ter havido alteração destes gestores, podendo haver o desconhecimento dos porquês da não distribuição de JSCP quando da distribuição de dividendos.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho foi organizado em 5 capítulos. O primeiro é a presente Introdução, onde foi contextualizado o tema e sua relevância no meio acadêmico e empresarial, foram também abordados os problemas de pesquisa, o objetivo geral e os específicos bem como a justificativa da importância e relevância do trabalho, suas limitações e estrutura do mesmo.

No segundo capítulo, é dado enfoque à revisão da literatura acerca do tema abordando bem como de suas adjacências e inter-relações a diversos temas ligados às finanças corporativas.

No terceiro capítulo, a metodologia do trabalho é abordada e apresentada, indicando a estrutura de procedimentos necessários à execução e o alcance dos objetivos específicos propostos.

No quarto capítulo, são apresentados os resultados do trabalho empírico. Já o quinto capítulo traz as considerações finais da pesquisa.

Por fim, o capítulo sexto é último é destinado as Referências Bibliográficas utilizadas no trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

No segundo capítulo, é dado enfoque à revisão da literatura acerca do tema abordando bem como de suas adjacências e inter-relações a diversos temas ligados às finanças corporativas.

2.1 DIVIDENDOS

De acordo com Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007, p. 96), as ações ofereceriam essencialmente dois rendimentos de caixa aos acionistas: os dividendos e os ganhos de capital.

Ludícibus e Marion (2001) dizem que os dividendos seriam um direito do acionista de receber uma parcela do lucro estabelecida pelo estatuto social, ou, na omissão do estatuto conforme exposto pela lei 6.404/76.

Para Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007, p. 13), o dividendo seria uma forma de remuneração do acionista pelo capital investido. É entendido como a parcela do lucro líquido de uma empresa distribuída aos acionistas geralmente realizada por pagamento em dinheiro, sendo definido com base nas projeções financeiras de caixa, oportunidades de crescimento e no desempenho realizado no período em questão.

Os mesmos autores, Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007, p. 14) ainda salientam que o pagamento de dividendos é regulamentado pela legislação societária brasileira, que exige um pagamento mínimo a ser estabelecido pelo estatuto social da companhia. Segundo eles, a obrigatoriedade de distribuição de lucros se deve ao intuito de proteger o acionista minoritário, diante principalmente da alta concentração do capital votante no Brasil. Os autores acrescentam, ainda, que “A maturidade e maior eficiência do mercado deverão levar a um modelo voluntário de pagamento de dividendos, onde a decisão de distribuição estará atrelada à estratégia da empresa.” Além disso, segundo Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007, p. 14) nos Estados Unidos da América (EUA), ao contrário do Brasil, as empresas teriam mais flexibilidade para decidir o montante de dividendos a serem distribuídos ou ainda a não distribuição dos mesmos. Muitas empresas americanas deixam de distribuir dividendos ao optar pelo reinvestimento desses recursos em novos projetos.

Soma-se a isso o fato de nos EUA a carga tributária dos dividendos (com exceção dos fundos de pensões) ser superior à tributação do ganho de capital, assim, no Brasil, em virtude da distribuição de dividendos ser isenta (a partir de 1996), haveria um maior incentivo à distribuição de lucros além do incentivo fiscal na utilização de JSCP.

2.1.1 Tipos de Dividendos no Brasil

Conforme Ludícibus et al. (2010), em uma abordagem didática sobre os tipos de dividendos existentes, pode-se enquadrar para efeito taxonômico o dividendo em três categorias:

- a. quanto à ordem no recebimento dos lucros: dividendo prioritário e dividendo não prioritário;
- b. quando ao direito ao recebimento mesmo sem apuração de lucro em determinado exercício: dividendo cumulativo e dividendo não cumulativo;
- c. quanto à forma de apropriação dos lucros a distribuir: dividendo mínimo, dividendo fixo e dividendo obrigatório.

De acordo com o artigo 205 da lei 6.404/76, os dividendos deverão ser quitados, salvo deliberação em contrário da assembléia-geral, no prazo de 60 (sessenta) dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social e a partir da data de declaração, os títulos passam a ser transacionados “ex dividendos”, ou seja, sem direitos aos dividendos a serem pagos de acordo a declaração realizada. O preço das ações “ex dividendos” são ajustados pelo mercado, sendo esperado que o montante a ser pago a título de dividendos por ação seja deduzido do preço de cotação de cada ação antes da declaração.

Cabe salientar também que, de acordo com o estabelecido no Art. 206 do Código Civil (CC), o acionista teria um prazo (prazo de prescrição) para cobrar da sociedade o pagamento de dividendos de três anos, sendo esse prazo iniciado a partir do final do prazo para pagamento estabelecido na declaração de dividendos realizada pela Assembléia Geral Ordinária (AGO). Com a custódia eletrônica dos títulos, hoje em dia, o acionista raramente tem que ter alguma ação ativa em relação ao recebimento dos dividendos, ao contrário do que ocorria no passado.

2.1.1.1 Dividendo Prioritário e Dividendo não Prioritário

Detentores de ações com dividendo prioritário têm prioridade no recebimento da participação dos lucros gerados em relação aos demais enquanto que os detentores de ações com dividendo não prioritário, não teriam essa prioridade. Em regra geral, os acionistas preferencialistas (artigo 17 da lei nº 6.404/76 com alterações da lei 10.303/01) têm o direito de receber dividendos prioritariamente.

Segundo Ludícibus et al. (2010), essa prioridade sobre os lucros a serem distribuídos parece lógica e justa em termos de regulação, uma vez que os acionistas preferencialistas não gozam de direitos políticos tais como o direito de voto, a prioridade no recebimento dos lucros constitui-se no fiel da balança como forma de incentivo econômico para que esses investidores invistam seu capital nessas ações, ou ainda, um estímulo para que o capital de risco seja fomentado pela poupança privada.

2.1.1.2 Dividendo Cumulativo e Dividendo não Cumulativo

Em relação à classificação quanto ao direito de recebimento, os dividendos cumulativos são aqueles cujos beneficiários têm o direito de recebê-los nos exercícios em que houverem lucros suficientes para sua distribuição na situação em que não for possível a distribuição no período de sua competência, ou seja sua vantagem econômica não é prejudicada uma vez que seus direitos estatutários serão acumulados para exercícios futuros onde hajam condições para sua distribuição. O não cumulativo não permite que seu beneficiário tenha esse direito.

Vale comentar, de acordo com Ludícibus et al. (2010), que as retenções de lucros prevista na Lei das Sociedades Anônimas (S/A's) (reservas de lucro com exceção da reserva legal) podem prejudicar somente a distribuição dos dividendos obrigatórios. Dividendos mínimos ou fixos de ações preferenciais não são afetados pelas retenções de lucro prevista em lei (exceto reserva legal) e pela distribuição de dividendo obrigatório, o que pode ser verificado no art. 203 da lei 6.404/76 em matéria relativa aos dividendos de ações preferenciais.

Segue abaixo quadro adaptado de Ludícibus et al. (2010) da Proposta de destinação hierárquica dos lucros em consonância com a lei das S/A's 6.404/76 e suas alterações.

Quadro 1 - Proposta de destinação hierárquica dos lucros considerando as espécies de dividendos

Ordem hierárquica	Destinação dos lucros para:	Artigos da lei das S/A's
1º	Prejuízos Acumulados	189
2º	Reserva Legal	193
3º	Dividendo fixo/mínimo prioritários, preferencial, inclusive cumulativos	203
4º	Reserva Contingências	195
5º	Reserva Especial Dividendos não Distribuídos	202 (§§ 4 e 5)
6º	Reserva de Lucros a Realizar	197/202, inc. II
7º	Dividendo Obrigatório	202
8º	Reserva Retenção de Lucros e Reserva Estatutária	194,196 e 198

Fonte: Iudícibus et al. (2010).

2.1.1.3 Dividendo Mínimo e Dividendo Fixo

Já em relação à classificação quanto à forma de apropriação dos lucros a serem distribuídos, os detentores de ações com dividendos fixos não têm direito a receber participação nos lucros remanescentes (lucros excedentes verificados após todas as destinações previstas na lei) enquanto que os detentores de ações com dividendos mínimos têm o direito de receber participação nos lucros remanescentes juntamente com as ações ordinárias após a distribuição de dividendo mínimo às ações ordinárias, o que pode ser verificado no art. 17, § 4º da lei 6.404/76 com modificações da lei 10.303/01.

Conforme salientado por Iudícibus et al. (2010), o dividendo mínimo, de maneira geral, é atribuído aos acionistas preferencialistas, porém, os acionistas ordinários podem gozar desse benefício. Analisando o § 4º do art. 17 da Lei 6.404/76 é possível verificar que mesmo que as ações ordinárias não tenham direito a um dividendo mínimo, caso haja distribuição de lucros remanescentes, os acionistas ordinários terão essa vantagem salvo disposição em contrário no estatuto.

2.1.1.4 Dividendos Obrigatórios

Conforme Santos e Schmidt (2002), o dividendo “mínimo” obrigatório surgiu para proteger os acionistas minoritários do não pagamento de dividendos no intuito

de reter recursos pelas companhias, prática comum na vigência do Decreto-lei nº 2.627/40.

Conforme citação de Ludícibus et al. (2010), o Decreto – lei nº 2.627/40 foi em parte influenciado pelo direito dos EUA, em que a matéria distribuição de dividendos é estatutária e há também previsões de situações cujas distribuições não serão obrigatórias em um dado exercício social. Na vigência do Decreto – lei nº 2.627/40, os acionistas minoritários estavam sujeitos às decisões dos membros da Diretoria da companhia e, conseqüentemente, dos acionistas majoritários.

Conforme salientado por Ludícibus et al (2010), em 1976, o Brasil passou a vislumbrar o desenvolvimento e a consolidação de uma economia de mercado. O advento do dividendo obrigatório serviu também ao objetivo de compelir às companhias cujos estatutos sociais não estabelecessem de modo objetivo e minucioso o dividendo a ser distribuído a cada acionista, a regular a matéria. Isso porque, caso o estatuto social não trate especificamente do assunto, o artigo 202 da lei 6.404/76 (com alterações da lei 10.303/2001) passou a determinar que a importância a ser distribuída seja estabelecida como a metade do lucro líquido do exercício com algumas adições ou exclusões (reserva legal e de contingências) e, caso o estatuto seja omissivo quanto ao assunto dividendos e caso esses dividendos sofram alterações posteriores em sua disciplina, a distribuição de dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado.

Com a Lei 9.249/95, passou a ser permitida a imputação de JSCP aos dividendos obrigatórios previstos no Artigo 202 da Lei das S/A's. Assim, o benefício fiscal da utilização de JSCP não seria prejudicado, desde que seu montante não ultrapasse o montante destinado à distribuição de dividendos, pelas decisões de pagamento de dividendos.

2.1.2 Cálculo dos Dividendos no Brasil

A matéria “Dividendos” é tratada no Brasil pela Lei 6.404/76 (Lei das SA's) com alterações da Lei 10.303/01. Essa legislação dispõe que o estatuto poderá estabelecer a parcela de lucros a ser distribuída, porém, os critérios para determiná-lo devem ser regulados com precisão e minúcia e não podem sujeitar os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria, lembrando que quando o estatuto não deliberar sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá

ser inferior a 50% do lucro líquido ajustado. Caso a empresa tiver sido constituída antes da vigência da Lei 10.303/01, o mínimo a ser distribuído a título de dividendos é de 25% do lucro líquido ajustado.

Conforme destacado por Assaf Neto (2012, p. 567), caso o estatuto da companhia determine que o dividendo obrigatório seja de 25% de lucro líquido do exercício e não falar em ajustado, prevalece o dividendo obrigatório como sendo um percentual do lucro líquido e não lucro ajustado.

Os dividendos obrigatórios poderão ser postergados quando: há lucros financeiramente não realizados (constituindo a reserva de lucros a realizar) ou quando há expectativa de perda futura (constituindo reserva de contingências).

Além disso, os dividendos obrigatórios poderão ser retidos (constituindo reserva especial) quando a diretoria ou o conselho de administração levar à assembleia geral ordinária (AGO) a informação de que os dividendos mínimos a serem distribuídos sejam incompatíveis com a situação financeira da companhia. Ou seja, caso a companhia opte em pagar, poderá agravar sua situação financeira. Cabe salientar que os lucros que deixarem de ser distribuídos e forem registrados como reserva especial, caso não sejam absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes deverão ser pagos como dividendos assim que o permitir a situação financeira da companhia.

A mesma legislação ainda prevê que, os lucros não destinados nos termos dos artigos 193 a 197 da Lei das SA's deverão ser distribuídos como dividendos.

Apesar dessas exceções previstas em Lei, é válido salientar que o pagamento dos dividendos preferenciais não pode ser prejudicado, o que pode ser verificado no Art. 203 da Lei 6.404/76, que dispõe que: "O disposto nos artigos 194 a 197, e 202, não prejudicará o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados, se cumulativos." Assim, caso a constituição de reservas prejudique o pagamento dos dividendos obrigatórios, apenas as ações ordinários deixariam de recebê-los, os acionistas preferenciais com dividendos fixos ou mínimos receberiam suas importâncias independentemente dessas constituições de reservas.

Conforme abordado por Assaf Neto (2012, p. 569), normalmente o estatuto estabelece um dividendo mínimo obrigatório para todos os acionistas e não apenas para os ordinários. Assim, é comum haver dois dividendos mínimos para o acionista

preferencial: esse que contempla também os ordinários, e o da própria preferência. Assim, prevalece o maior entre os dois.

2.2 A TEORIA SOBRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS

A política de dividendos é um dos assuntos mais complexos de tomada de decisão das empresas no âmbito das Finanças Corporativas e possui ampla ligação com as políticas de investimento e de financiamento além da própria gestão operacional das empresas.

De acordo com Bueno (2000, p. 10):

A possibilidade de se investir em ações com base em estratégias de dividendos é de interesse não apenas acadêmico, mas também profissional. Além de constituírem objeto de estudo de Finanças, Contabilidade e Controladoria, Economia e Direito, fazem parte do interesse de profissionais como os administradores de carteiras, os investidores institucionais, os analistas de investimentos, órgãos reguladores e fiscalizadores do mercado de capitais, etc.

2.2.1 Uma Introdução

De acordo com Lemes Júnior et al. (2005, p. 305) a "política de dividendos é o procedimento adotado pela empresa nas decisões de reter ou distribuir lucros".

Pode parecer em um primeiro momento que a política de dividendos não seja crucial para o investimento e o crescimento das empresas. Porém, ao imaginarmos uma empresa onde a maioria dos acionistas anseia pelo maior recebimento de dividendos possível, é de se esperar que, considerando a escassez ou impossibilidade legal das demais fontes de recursos (novas emissões de ações e títulos de dívida), os investimentos em novos projetos tenderão a ser recusados. Isso poderia ocorrer não pela inviabilidade de sua execução, mas sim pela falta de recursos necessários uma vez que para os acionistas seria, nesse caso, mais interessante o recebimento de dividendos.

Logo, quando uma empresa passa a pagar mais dividendos, tende a disponibilizar de menos recursos financeiros para novos projetos de investimento, o que pode comprometer o crescimento e até mesmo a continuidade da empresa, repercutindo, inclusive, no preço de suas ações.

Ou seja, não é difícil verificar que as decisões da Política de Dividendos de uma empresa estão frequentemente associadas às decisões de Financiamento e Investimento, o que pode ser verificado nos seguintes exemplos:

- a. quando uma empresa tem projetos de investimento viáveis economicamente, na falta ou não de outras fontes de recursos pode deliberar a retenção desses valores que seriam distribuídos via dividendos;
- b. no caso de uma empresa que disponha de várias formas de financiamento de capital de terceiros e esses recursos a serem tomados satisfaçam suas necessidades de investimento, então ela pode distribuir dividendos sem maiores problemas;
- c. mesmo podendo tomar recursos de terceiros, caso estes não sejam suficientes, a empresa poderia também deliberar sobre a utilização dos recursos antes destinados aos dividendos;
- d. finalizando, conforme salientado por Brealey, Myers e Marcus (2003), se fixarmos os gastos com investimentos e empréstimo, resta apenas uma fonte possível: a emissão de ações.

Brealey, Myers e Marcus (2003) definem política de dividendos como a substitutibilidade entre lucros retidos, de um lado, e pagamento em dinheiro e emissão de ações, do outro.

Lemes Júnior et al. (2005, p. 306) complementam o conceito ao afirmar que uma ótima política de dividendos "é a que atinge o equilíbrio entre dividendos correntes e o crescimento futuro, maximizando o preço das ações da empresa".

Gitman (1997) expõe entendimento semelhante ao salientar que a política de dividendos deve buscar a maximização da riqueza dos acionistas e o fornecimento de financiamentos suficientes sendo que esses dois objetivos buscam estar inter-relacionados não sendo excludentes.

Assim, conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 405), "As empresas nunca devem abrir mão de um projeto com Valor Presente Líquido (VPL) positivo para aumentar um dividendo (ou pagar dividendos pela primeira vez)." Tal afirmação está de acordo, como será visto a seguir, com uma das proposições da irrelevância da política de investimentos onde a política de investimento da empresa não seria alterada pelas variações na política de dividendos.

Quanto às alternativas da distribuição de dividendos, verifica-se, além da recompra de ações que será apresentada adiante, as bonificações e os desdobramentos de ações, cujos conceitos são similares. Uma bonificação ocorre quando uma empresa estipula o pagamento ao seu acionista, de novas ações, geralmente seguindo um critério de proporção, por exemplo: a cada 10 ações 1 nova ação é entregue ao acionista, o acionista ao dispor de 10 ações passa a dispor de 11 ações. Conforme salientado por Ross, Westerfield e Jaffe (2007), a bonificação não se trata de um dividendo real, pois não há saída de caixa da empresa. Já o desdobramento de ações funciona como um fracionamento do número de ações existentes. Caso o desdobramento seja, por exemplo “três por um”, para cada três ações que o acionista detenha, receberá 1 ação. Em ambas as situações o patrimônio total da empresa e, por conseguinte, do acionista, não é mudado, logo, se o número de ações aumenta é esperado que o preço seja reduzido na mesma proporção.

Entretanto, conforme salientado por Brealey, Myers e Marcus (2003), na maioria das vezes o anúncio de desdobramento de ações resulta em um aumento do valor de mercado da empresa, muito embora os investidores saibam que os ativos e os negócios não tenham aumentado. O motivo disso estaria no fato de os investidores decidirem desdobrar como um sinal de confiança na administração nas perspectivas da empresa;

Conforme abordado por Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 421), outra razão para as empresas decidirem pelo desdobramento, é o intuito de elevar a liquidez do papel, acreditando que com a redução do preço, mais investidores individuais comprariam a ação.

Para Brealey, Myers e Marcus (2003), recompra de ações (situação em que as empresas compram de volta as ações de seus acionistas) e pagamento de dividendos são transações equivalentes, pois, em ambos os casos, a empresa paga um pouco de seu caixa aos acionistas, ficando na empresa os mesmos ativos de antes independentemente de o caixa ter sido usado para pagar os dividendos ou para recomprar ações.

O mesmo conceito foi abordado por Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 409:410) que complementa salientando a indiferença entre a recompra de ações e a distribuição de dividendos em um mercado perfeito, “[...] num mercado perfeito, a

empresa deve ficar indiferente entre o pagamento de um dividendo e uma recompra de ações.”

Muitas empresas, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 411), podem recomprar suas ações porque acreditam que a recompra seja a melhor aplicação disponível de seus recursos, sendo julgado que provavelmente as oportunidades de investimento em ativos não financeiros sejam limitadas e que o preço dessas ações tenderá a subir com o passar do tempo. Assim, a reação imediata do mercado de ações ao anúncio de uma recompra de ações é geralmente muito favorável, o que para os autores Ross et al. (2007, p. 411) pode ser verificado em trabalhos empíricos que o desempenho do preço de uma ação no longo prazo após uma recompra é significativamente superior ao de outras ações comparáveis que não realizaram recompra de suas ações.

Para Assaf Neto (2012) além dos poucos trabalhos conclusivos sobre política de dividendos, a legislação vigente brasileira ao estabelecer o pagamento de dividendo mínimo obrigatório influi nas decisões sobre esse assunto. Assim, a distribuição de dividendos não é uma decisão isolada tomada pelos administradores e acionistas.

2.2.2 Teoria de Dividendos

No que tange às Teorias de Política de Dividendos que focam a preferência do investidor, as principais, consideradas relevantes para o presente trabalho, são as seguintes: Teoria da Irrelevância dos Dividendos, a Teoria da Agência, o Conteúdo informacional dos dividendos e sinalização, a Teoria do Pássaro na Mão e a Tributação e efeito clientela.

2.2.2.1 Irrelevância dos Dividendos

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p.399), “Infelizmente, qualquer tratamento razoável da política de dividendos parecerá ter sido escrito por um advogado de dois lados. Por um lado, há muitos motivos bons para que as empresas paguem dividendos elevados, mas, por outro lado, há muitos motivos bons para pagar dividendos baixos.”

Conforme Brealey, Myers e Marcus (2003), a irrelevância da Política de Dividendos foi levantada pelo grupo de conservadores em 1961 por Miller e Modigliani (MM), mesmos autores que defenderam em 1958 a irrelevância da estrutura de capital. De acordo com Miller e Modigliani (1961), sob condições ideais, o valor da empresa não é alterado pela Política de Dividendos praticada.

Segundo a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, o valor da empresa não seria afetado pela Política de Dividendos praticada pela entidade. O que agrega valor aos ativos das empresas é a capacidade de geração de valor e risco de seus ativos.

As condições ideais assumidas como hipóteses para o trabalho de Miller e Modigliani (1961) foram as seguintes:

- a) não existiriam impostos ou corretagens (custos de transação) sendo nenhum participante do mercado capaz de afetar o preço de mercado do título por meio de suas transações (o mercado seria perfeito);
- b) os indivíduos teriam expectativas homogêneas (racionalidade) em relação a investimentos, lucros e dividendos futuros;
- c) a política de investimento não seria alterada por mudanças de política de investimentos, sendo as duas, portanto, independentes.

Para Modigliani e Miller (1961), caso a empresa eleve seus dividendos, precisará emitir novas ações para levantar recursos, o contrário também deverá ocorrer, ou seja, caso diminua a distribuição de dividendos, deverá recomprar ações.

Quando uma empresa paga mais dividendos, com a saída de recursos, seu patrimônio passa a valer menos na proporção desse montante, porém, esse decréscimo sob o ponto de vista dos acionistas é recuperado pelo aumento de recursos disponíveis em seu poder quando do recebimento dos dividendos. Quando uma empresa deixa de pagar dividendos, seus acionistas não receberão esse recurso, porém, em compensação, terão a proporção a que tem direito do patrimônio da empresa com um montante superior à situação em que tivesse distribuído ao utilizarem esse recurso para recomprar ações e, assim, com o decréscimo do número de ações, é verificado que o preço da ação sobe (valor da empresa dividido pelo número de ações), mas o valor da empresa permanecerá o mesmo de antes.

Outra questão a ser considerada sobre a Teoria da Irrelevância dos Dividendos é que, quando os acionistas de uma empresa não estiverem satisfeitos

com a política de dividendos adotada pela empresa, poderão criar uma política de dividendos por conta própria. Caso um acionista receba dividendos em um período que não desejar, poderá comprar novas ações e caso deseje receber mais recursos do que a distribuição de dividendos esteja lhe proporcionando, poderá vender ações. Assim, qualquer que seja a política de dividendos adotada pela empresa, o investidor, poderá se livrar dela.

Conforme Brealey, Myers e Marcus (2003, p. 471) considerando que os investidores não precisem de dividendos para converter suas ações em caixa, eles não pagarão mais caro por ações de empresas que pagam mais dividendos, assim, a política de dividendos não terá nenhum impacto no valor da empresa. Assim, a Política de Dividendos é uma substitutibilidade entre os dividendos em dinheiro e a emissão ou recompra de ações ordinárias, pois em um mercado perfeito o pagamento ou não pagamento de dividendos não provocaria impacto no valor da empresa.

Cabe lembrar que o modelo de Miller e Modigliani (1961) supõe um mercado de capital eficiente. A eficiência de mercado significa que transferências de propriedades criadas pelas variações na política de dividendos são negociadas a preço justo e considerando que o valor do patrimônio dos acionistas novos e antigos não seja afetado por essas transações, ninguém ganha nem perde.

2.2.2.2 Relevância dos Dividendos

Antes do trabalho de Miller e Modigliani (1961), os dividendos eram considerados relevantes. Segundo trabalho clássico de Graham e Dodd (1934), o objetivo crucial das empresas era a distribuição de dividendos, sendo assim, uma empresa que distribuísse menos dividendos, valeria menos do que uma empresa que distribuísse mais dividendos.

De acordo com Bruni et al. (2003): “ao considerar imperfeições no mercado, como, por exemplo, assimetrias de informação, impostos, custos de transação e conflitos de interesses entre administradores e acionistas, as controvérsias aparecem”.

Conforme salientado por Brealey et al. (2003, p. 474), caso um investidor necessite de caixa poderá vender suas ações sem a necessidade de receber dividendos, porém os custos de se negociar poucas ações pode ser muito alto; Caso

a empresa distribua dividendos regularmente, muitos dos acionistas podem ficar livres desses custos de transação e consideráveis inconveniências. Assim, as questões relativas ao efeito do conteúdo informacional dos dividendos (sinalização), tributação e efeito clientela, aspectos inerentes à Teoria do Pássaro na Mão e conflito de agência passam a fazer sentido.

2.2.2.2.1 Conflito de Agência

De acordo com Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001; p. 39):

Uma relação de agência surge quando um ou mais indivíduos, chamados principais, (1) contratam outro indivíduo ou organização, chamado agente, para realizar algum tipo de serviço e (2) estes então delegam autoridade de tomada de decisões para aquele agente.

Segundo Eisenhardt (1989, p. 59) o agente e o principal estariam engajados no propósito corporativo mas o comportamento com relação ao risco e a performance seriam distintos. Como o principal é o detentor do recurso, em uma situação de prejuízo, seu recurso é que será perdido, logo, tendem a ser mais cautelosos com essas situações.

Vale salientar que esse conceito de conflito de agência estaria associado mais especificamente às relações entre proprietários e gestores, porém existiria também conflito de agência entre acionistas minoritários e controladores ou entre credores e proprietários.

De acordo com Jensen e Meckling (1976, p. 10-11), é quase impossível garantir que o agente aja de forma a maximizar a riqueza do principal. Com relação ao agente proprietário o comportamento tende a ser diferente, pois buscará o resultado máximo. Sendo ele o único proprietário, buscará a maximização da riqueza da entidade e portanto, da sua riqueza.

Jensen e Meckling (1976) defendem a idéia de que haveria nas empresas um conflito entre proprietários e credores pois os credores não teriam controle sobre a aplicação desses recursos. Existiria também conflito entre proprietários e gestores onde os gestores não buscariam a maximização dos recursos dos detentores de capital, agindo de acordo com os seus próprios interesses no desempenhar da gestão.

Com relação mais especificamente às questões de endividamento, Jensen (1986) salienta que a dívida reduz os custos de agência (gestores versus acionistas) à medida que reduz o montante de recursos disponíveis suscetíveis às decisões dos gestores. Ainda de acordo com Jensen (1986), o uso da dívida seria ainda mais eficaz em empresas com maiores níveis de liquidez e menores perspectivas de projetos atrativos, pois seriam mais suscetíveis a investir em projetos não tão rentáveis quanto poderiam.

Assim, como forma de minimizar esses conflitos, Jensen e Meckling (1976) propõem a realização de monitoramento (o que provocaria, por sua vez, um custo de agência), auditoria, sistema de incentivos para os gestores agirem como acionistas, elaboração de relatórios enfatizando a evidenciação dos resultados bem como restrições contratuais. Afinal, a firma seria um conjunto complexo de contratos entre os indivíduos.

Jensen e Meckling (1976) expressam que a riqueza pode ser transferida do credor para o proprietário quando este usa os recursos captados para projetos de risco superior ao dos projetos apresentados quando da assinatura do contrato. A dívida induz os gestores a agir de forma mais arriscada. Essa volatilidade, risco seria passada para o credor já que é o recurso dele que está financiando esses projetos de maior risco. Maksimovic e Zechner (1991) ratificam essa idéia e salientam que empresas mais endividadas tendem a selecionar projetos mais arriscados.

O ato de sinalizar bons projetos e divulgar informações pode reduzir a assimetria de informações entre os agentes (credores e gestores, por exemplo) podendo inclusive reduzir o custo de agência. Diamond (1989) defende que a reputação seria um fator positivamente relacionado ao endividamento e reduziria o custo de agência. Essa sinalização positiva a respeito da empresa poderia reduzir inclusive a taxa do custo do capital cobrado dos credores.

Segundo Shleifer e Vishny (1997), os credores visam de forma geral reduzir a probabilidade de inadimplência de sua carteira de clientes. Com uma boa governança corporativa a possibilidade inadimplência tende a ser diminuída. Como esses credores não participam das decisões de investimentos da instituição, eles devem buscar alternativas que diminuam a falta de informações. A governança corporativa auxilia no processo de redução de assimetria informacional.

A governança corporativa pode aumentar a procura de investidores por essas instituições “mais transparentes” o que poderia reduzir o custo do capital próprio e

com a redução da assimetria informacional, seu custo de captação via dívida também poderia ser diminuído. (SILVEIRA, 2004). Isto poderia permitir um pagamento maior de dividendos.

Para Easterbook (1984) o pagamento de dividendos cooperaria para a redução dos custos de agência ao possibilitar um monitoramento dos gestores pelos agentes do mercado de capitais a um custo baixo.

Além disso, conforme afirmam Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 414:415) se o fluxo de caixa excedente for pago a título de dividendos, uma empresa pode diminuir a capacidade da administração em desperdiçar recursos. Cabe destacar que as possíveis ações prejudiciais aos acionistas minoritários podem incluir vantagens e gastos desnecessários da gestão quando, por exemplo, a tomada de decisão for realizada pelos acionistas detentores de um maior percentual do capital da entidade.

As relações de agência entre os acionistas majoritários e os minoritários onde os primeiros tenderiam a agir de forma a atender seus interesses em detrimento dos demais acionistas eram mais latentes no Brasil quando o Decreto Lei 2.627/40 ainda vigorava (a lei 6.404/76 o substituiu).

O Art. 131 do referido Decreto determinava que caso os estatutos não fixem o dividendo que deva ser distribuído pelos acionistas ou a maneira de distribuir o lucro líquido, a assembleia geral, por proposta da diretoria, e ouvido o conselho fiscal, determinará o respectivo montante. Ou seja, a distribuição de dividendos era sujeita às determinações das assembleias constituídas pelos acionistas controladores, sendo, portanto, decidida pela vontade do grupo majoritário.

Com o advento da lei 6.404/76, que instituiu a figura do dividendo mínimo (o que pode ser verificado em especial nos artigos 17 e 23 da referida lei), os direitos aos dividendos por parte dos acionistas minoritários passaram a ser garantidos, não dependendo das decisões das reuniões de assembleia dirigidas pelos maiores detentores de ações.

Com o crescimento do mercado de capitais, a necessidade de uma maior transparência por parte das empresas aos públicos de interesse viabiliza a redução da assimetria informacional tanto entre agentes e credores quanto entre acionistas majoritários e minoritários.

Dentro desse contexto, outro avanço no sentido de proteção aos acionistas minoritários foi o do advento da Instrução CVM 299/99 ao dificultar o “fechamento

em branco” de capital, situação em que os acionistas majoritários conseguem via recompra de ações obter um percentual tão significativo das ações de uma empresa que afete a liquidez das ações em circulação, o que prejudicaria os acionistas minoritários por conta de uma possível queda do preço de suas ações. Dessa forma, os acionistas majoritários poderiam adquirir a totalidade das ações em condições mais vantajosas, pagando mais barato pelas ações.

- Controle acionário e a influência na política de dividendos especificamente no Brasil

A concentração de grande parte das ações com direito a voto em poder de poucos acionistas revela o potencial de elevado grau de influência na administração por parte destes, o que remete a um ambiente com condições maiores de surgimento de relações de agência entre acionistas majoritários e minoritários. Para Loss e Sarlo Neto (2003, p. 45), como “a política de dividendos é estabelecida pela gestão das entidades, conseqüentemente, os lucros retidos estão sob o seu controle”.

Sendo os majoritários detentores do poder de administração, eles tenderão a agir de acordo com seus interesses, o que pode ser agravado em sociedades em que não haja uma segregação entre propriedade e a gestão o que foi salientado também por Dalmácio e Corrar (2007).

Em um contexto de conflito de agência, a redução de recursos disponíveis em poder dos gestores quando do pagamento de dividendos poderia reduzir a possibilidade de atitudes desses agentes em agirem em benefício próprio (LIE, 2000). No Brasil, outro aspecto que incentivaria a distribuição de dividendos são os JSCP, em virtude do benefício fiscal que proporciona em sua utilização.

Segundo Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007, p. 69), no Brasil, a possibilidade de emissão de duas classes de ações (ordinárias e preferenciais) contribui para a forte concentração do controle do capital votante e ainda coloca que as ações preferenciais constituem a grande maioria das ações negociadas em bolsa de valores em detrimento das ações ordinárias que apresentam liquidez menor, sendo menos atrativas aos investidores.

Outro ponto salientado por Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007, p. 69) é que o controle acionário das empresas brasileiras pode ser atingido com um número bem reduzido de ações. Conforme colocado por esses autores, a Lei das S/A's permitiu

às companhias brasileiras a emissão de ações em até 2/3 do seu capital social (antes da alteração do § 2º do artigo 15 da Lei 6.404/76 promovida pela Lei 10.303/01), assim, um acionista pode conseguir o controle absoluto com uma participação de apenas 16,67% do capital da empresa, evidenciando diferença significativa entre uma participação acionária no capital social da empresa e uma participação acionária no capital votante das companhias brasileiras.

Com a vigência da Lei 10.303/01 que alterou o segundo parágrafo do artigo 15 da Lei 6.404/76, as sociedades anônimas de capital aberto ou fechado devem apresentar um mínimo de 50 % de ações ordinárias (com direito a voto) do total das ações emitidas. Assim, conforme Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007, p. 69), as companhias abertas têm buscado manter uma participação máxima de ações preferenciais de 50% sobre o total das ações.

Segundo Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007, p. 70), no Brasil a grande concentração acionária tem levado à identificação explícita da propriedade da companhia, com a revelação, geralmente, do nome do controlador e esse controlador, em geral, assume funções de direção e de presidência do Conselho de Administração (CA), assim, para Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007, p. 70), com a propriedade concentrada, as companhias brasileiras convivem com um conflito de agência entre os acionistas minoritários e controladores, onde os acionistas controladores passariam a agir de acordo com seus interesses em detrimento da maximização da riqueza do acionista como um todo.

Como ponderação, dentro do escopo de política de dividendos e relações de agência, conforme Procianny (1994), em virtude da escassez de recursos de longo prazo para investimento, as empresas poderiam ser incentivadas a reter recursos em detrimento do pagamento de dividendos.

La Porta et al. (2000) ao verificarem os problemas de agência presentes em empresas grandes ao redor do mundo, observaram que empresas que dispunham de proteção legal relativa à distribuição de resultados, quando em crescimento apresentam uma menor distribuição de dividendos ao vislumbrar uma rentabilidade futura. Já investidores sem a proteção legal ainda preferem receber dividendos a esperar serem remunerados no futuro ainda que as expectativas sejam otimistas. É observado também que o sistema legal de um país exerceria influência sobre a política de dividendos, a proteção legal dos acionistas minoritários parece refletir em uma maior distribuição de dividendos.

Vale ressaltar que conforme Mota (2007), “ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, a propriedade no Brasil é bastante concentrada e os problemas de agência passam a ser de natureza diferente daqueles que ocorrem lá: em vez de haver problemas entre os administradores e os acionistas, no Brasil o problema de agência que se observa é o risco de expropriação do acionista minoritário por parte do acionista majoritário”.

Silva (2004) ao analisar a relação entre a concentração da propriedade das empresas brasileiras em seu valor, alavancagem e política de dividendos, constatou que 90% das empresas do estudo possuíam um único acionista que detinha mais de 50% do capital votante, indicando alta concentração de capital em posse de um único acionista. Foi verificado também que o maior acionista possuiria 72% do capital votante em média. Além disso, foi constatado que empresas com maior concentração das ações com direito a voto no poder de poucos acionistas possuíam menor alavancagem e menor distribuição de dividendos, fato associado à expropriação dos acionistas minoritários.

Procianoy (1995) ao buscar verificar a ocorrência de conflito de agência entre acionistas majoritários e minoritários realizou uma pesquisa com as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 1988 e 1989. Seu resultado demonstrou um aumento na distribuição de dividendos após mudanças na tributação, o que revelou que a tributação é um fator relevante na política de dividendos, pois as empresas alteram sua política de dividendos em razão de alterações tributárias.

No entanto, cabe observar que no estudo foi sugerido um plano para aumentar a distribuição de dividendos e, concomitantemente, emissão de novas ações como meio de reduzir a tributação para os investidores, maximizando sua riqueza, e possibilitando a recapitalização da empresa, porém o estudo demonstrou que a distribuição de dividendos não foi suficientemente incrementada, gerando uma obtenção apenas parcial das vantagens fiscais que poderiam ser obtidas no caso de uma plena utilização da distribuição de dividendos, tendo concluído, ainda, que a conflituosa relação de agência entre acionistas majoritários e minoritários é considerada a real explicação para o pouco incremento dos níveis de *payout* na distribuição dos dividendos das empresas analisadas.

2.2.2.2.2 Teoria do Pássaro na Mão

Dentro das Teorias que defendem a relevância da Política de Dividendos, está a Teoria do Pássaro na Mão.

De acordo com Gordon (1959) as previsões de dividendos futuros possuem maior incerteza do que as previsões de dividendos mais próximos e considerando que a taxa de desconto considera o grau de incerteza, o preço da ação será mais baixo no caso das empresas que pagam dividendos reduzidos de forma a postergá-los para datas futuras.

Mais tarde, Gordon (1963) encontrou evidências da existência de uma relação entre a política de dividendos e o valor de mercado de sua ação, onde uma mudança nas políticas de dividendos levaria a uma mudança no valor da ação. Para esse mesmo autor, o valor de uma ação derivaria das expectativas de recebimento/pagamento de dividendos futuros ao considerar que os acionistas preferem receber dividendos a possíveis ganhos de capital no futuro.

Gordon (1963) e Lintner (1962) afirmam que os investidores preferem dividendos correntes, pois, em situações de incerteza, os investidores são avessos ao risco, preferindo assim, dividendos correntes a dividendos futuros e/ou ganhos de capital. O argumento usado por Gordon (1963) e Lintner (1962) e que defendia a relevância dos dividendos passou a ser chamado de "Argumento do Pássaro na Mão".

Para Graham, Dodd e Cottle (1962), as empresas geralmente deveriam pagar dividendos elevados, pois o valor presente de dividendos mais próximos é maior do que o valor presente de dividendos mais distantes no futuro e que entre duas empresas com a mesma geração de lucro e o mesmo posicionamento em um determinado setor, a empresa que mais distribui dividendos, teria sua ação negociada por um preço mais alto.

2.2.2.2.3 Conteúdo Informacional dos Dividendos e Sinalização

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 416), o aumento da cotação da ação em decorrência do sinal dado pelo dividendo é chamado de efeito de conteúdo informacional, assim o efeito do conteúdo informacional dos dividendos diz que o preço da ação deve subir quando os dividendos aumentarem caso os investidores elevem, com essa informação, suas expectativas de lucro.

De acordo com Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 663), “O efeito do conteúdo informacional, ou sinalização, refere-se ao fato de que os investidores relacionam uma mudança inesperada de dividendos como um sinal de previsão da administração dos lucros futuros.”

Variações na política de dividendos podem ser interpretadas pelo mercado como uma informação positiva ou negativa.

De acordo com Bruni et al. (2003, p. 5) uma informação de Dividendos interpretada pelo mercado como um sinal positivo,

[...] indica que empresas com bons projetos precisam tomar medidas que não possam ser facilmente imitadas pelas empresas sem bons projetos. Aumentar dividendos pode ser visto como uma ação desta natureza. Ao aumentar os dividendos, elas estariam criando um custo para si mesmas, aumentando necessidades de fluxo de caixa ao longo prazo. O fato de que estão dispostas a assumir este compromisso indica aos investidores que elas acreditam que têm a capacidade de gerar estes fluxos de caixa. O mercado assimila este sinal de forma positiva, levando a uma reavaliação dos valores da empresa e a um aumento no preço das ações.

Bruni et al. (2003, p. 6) pondera que uma informação de Dividendos pode também ser interpretada pelo mercado como um sinal negativo ao dizer que:

Aumento nos dividendos, de outra parte, pode enviar um sinal negativo para os mercados financeiros. Ao considerar uma empresa que nunca pagou dividendos no passado, mas que registrou um crescimento extraordinário e alto retorno sobre seus projetos. Quando esta empresa começar a pagar ou aumentar substancialmente os dividendos, seus acionistas podem considerar isto como um indicativo de que os projetos da empresa não são tão lucrativos como costumavam ser. Neste caso a reavaliação dos preços das ações ocorrerá de forma negativa.

Lintner (1956) conduziu uma série de entrevistas com gerentes de corporações sobre suas políticas de dividendos com o objetivo de verificar como os dividendos são determinados tendo como resultados que:

- a) os gerentes se concentram mais nas variações dos dividendos do que seus níveis absolutos;
- b) as variações dos dividendos não seguem as mudanças a curto prazo nos lucros e sim as mudanças nos níveis sustentados de lucros a longo prazo, buscando atenuar alterações bruscas nos dividendos;
- c) as empresas teriam metas de índices de pagamento de dividendos (porcentagem dos lucros pagos como dividendos) a longo prazo;

- d) os gerentes se preocupam em ter de rescindir um aumento de dividendos, sendo relutantes em realizar variações no pagamento de dividendos que podem ter de ser revertidas.

Os gerentes da pesquisa de Lintner (1956) acreditavam que os acionistas preferiam uma progressão constante nos dividendos evitando, assim, distribuir mais dividendos sem uma garantia de continuidade de geração de resultados suficientes para a sustentação desse novo patamar de distribuição, ou seja, os dividendos tenderiam a ser aumentados após uma elevação permanente e não simplesmente temporária dos lucros.

Fama e Babiak (1968) confirmaram os achados de Lintner (1956), verificando que os gerentes esperam para ver se o aumento nos lucros é permanente antes de ajustarem os dividendos, ou seja, o nível de dividendos é mais estável do que o nível de lucros pois as empresas “suavizariam” as modificações de seus dividendos em relação às variações de seus lucros.

Em consonância com a pesquisa de Lintner (1956), o índice de distribuição de lucro cresceria quando a empresa ingressasse em um período desfavorável e cairia quando a empresa iniciasse um período de bom desempenho. Com o decréscimo de investimentos em um período desfavorável, haveria sobra de recursos em caixa disponíveis para serem distribuídos aos acionistas, o contrário seria verificado nos períodos favoráveis.

As observações de Lintner (1956) indicam que dois parâmetros descreveriam a política de dividendos: o índice de distribuição desejado e a velocidade de ajustamento dos dividendos à meta. Uma empresa que tiver muitos projetos com VPL positivos para serem executados apresentaria um índice de distribuição desejado baixo enquanto que uma empresa com poucos projetos de VPL positivos apresentaria um índice de distribuição desejado mais alto relativamente ao fluxo de caixa disponível.

2.2.2.2.4 Teoria da Preferência Tributária

Ao relaxar as premissas de mercado perfeito, a existência de custos de transação e de impostos incidentes sobre o recebimento de dividendos pode afetar os preços das ações que pagam ou não pagam dividendos.

A lógica da Teoria da Preferência Tributária é a de que se a carga tributária incidente em uma das opções de remuneração (via dividendos ou via ganho de capital) for menor, o investidor irá optar pela alternativa menos custosa. Assim, considerando os efeitos tributários, o preço de uma ação estaria inversamente relacionado ao dividendo corrente quando os lucros futuros permanecem constantes.

Conforme Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 662), com relação à Teoria da Preferência Tributária, “em virtude de os ganhos de capital de longo prazo estarem sujeitos a impostos menos onerosos do que os dividendos, os investidores preferem que as empresas retenham lucros em lugar de distribuí-los como dividendos”.

Conforme Nossa, S., Nossa, V. e Teixeira (2007, p. 3),

A tributação incidente sobre dividendos e ganhos de capital também deve influenciar na determinação dos dividendos. O retorno sobre o investimento em uma empresa pode se dar através do pagamento de dividendos e aumento no valor das ações no mercado, sendo mais importante para o acionista a alternativa que lhe produza a melhor rentabilidade líquida após a tributação. Desta forma, a decisão do pagamento dos dividendos deve levar em consideração a forma que maximiza o retorno dos acionistas.

Para Bueno (2000, p. 49)

[...] mesmo quando as alíquotas fossem idênticas, haveria ainda o benefício do desembolso, pois, enquanto os impostos sobre dividendos são pagos no momento de seu recebimento, nos ganhos de capital paga-se apenas quando o lucro é realizado, ou seja, quando as ações são vendidas.

Ao comentarem sobre a influência da Tributação no Efeito Clientela, Nossa, S., Nossa, V. e Teixeira (2007, p. 3) salientam que:

[...] investidores altamente tributados não teriam interesse na distribuição de dividendos. Enquanto que aqueles acionistas relativamente pouco tributados seriam induzidos ao efeito ‘clientela’. Diante disto, para atender a investidores com interesses diferenciados, o mercado acionário teria empresas que distribuem dividendos e aquelas que não o fazem.

Ou seja, indivíduos situados em faixas de imposto de renda mais elevados tendem a preferir baixos recebimentos de dividendos ou até mesmo não recebê-los. Já, por exemplo, indivíduos que sofram tributação de dividendos nula ou baixa, preferirão recebe-los.

É o caso das pessoas jurídicas nos Estados Unidos, que conforme apontado por Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 408), a lei tributária americana estabelece que caso uma empresa aplique em menos do que 20% das ações de outras empresas, 70% dos dividendos poderão ser excluídos da base de cálculo do imposto de pessoa jurídica e a exclusão pode chegar a 100% quando uma empresa possui pelo menos 80% das ações de uma outra empresa, sendo igual a 80% quando possuir um percentual de mais de 20% até menos de 80% de outra companhia.

De forma semelhante, Prociandoy e Verdi (2003) afirmam que quando os investidores são tributados diferentemente um dos outros, em virtude das alíquotas individuais distintas, surge a hipótese do “Efeito Clientela”, onde os investidores que pagam mais impostos sobre dividendos teriam interesse em adquirir ações com um *yield* reduzido ao passo que, segundo Miller e Modigliani (1961), investidores tributados a uma baixa alíquota de imposto sobre dividendos teriam interesse em adquirir ações com um *yield* elevado.

Com relação ao Efeito Clientela, não significa que uma empresa que distribua muitos dividendos ou eleve esses pagamentos tenha seu valor majorado por conta disso em virtude de uma clientela de investidores que preferem pagamentos altos de dividendos pois conforme Brealey et al. (2003), existe uma clientela natural para ações com altos pagamentos de dividendos mas não há uma regra que qualquer empresa específica consiga algum benefício ao aumentar seus dividendos pois os clientes que preferem dividendos altos já dispõem de bastante ações de dividendos altos para investir.

De forma sucinta, Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 415) indicam que haverá a tendência de formação de “clientes” de acordo com o nível de distribuição de dividendos cujo quadro será descrito a seguir.

Quadro 2 - Clientelas de investidores de acordo com o nível de distribuição de dividendos e a tributação dos beneficiários nos Estados Unidos da América (EUA)

Grupo	Ações
Pessoas físicas em faixas de imposto elevado	Ações com índices de distribuição iguais a zero ou baixos
Pessoas físicas em faixas de imposto baixo	Ações com índices de distribuição baixos a médios
Instituições isentas de imposto	Ações com índices de distribuição médios de distribuição
Pessoas jurídicas	Ações com índices elevados de distribuição

Fonte: Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 416).

Nos Estados Unidos a tributação máxima sobre os ganhos de capital de longo prazo é de 20%, enquanto a taxa máxima sobre os dividendos é de 39,6%. (BREALEY et al., 2003).

Sendo assim, seria natural a maioria das empresas americanas substituírem a distribuição de dividendos pela recompra de ações, porém, segundo, Brealey, Myers e Marcus (2003, p. 477), o Imposto de Renda Federal dos EUA tentou evitar que as empresas utilizassem o artifício da recompra de ações para na essência distribuírem dividendos, assim, as recompras proporcionais ou regulares são passíveis de serem tratadas como pagamento de dividendos. Dessa forma, os gerentes financeiros nunca anunciaram que eles estão recomprando ações para economia de tributos, alegando outros motivos.

2.2.2.2.5 Trabalhos Empíricos Internacionais sobre Política de Dividendos

A seguir algumas pesquisas internacionais sobre política de dividendos.

Elton e Gruber (1970) ao buscarem testar o Efeito Clientela das empresas listadas na NYSE com dados de 1º de abril de 1966 a 31 de dezembro de 1967 (datas ex-dividendo), tendo confirmado o Efeito Clientela onde as empresas buscariam atrair uma clientela de investidores racionais que selecionam investir em uma ação considerando também a política de dividendos praticada pela companhia a ser investida. Mais tarde, Elton, Gruber e Blake (2002), verificaram também que os tributos influenciariam os preços das ações.

Black e Scholes (1974) ao realizarem um estudo com empresas dos Estados Unidos, utilizando os melhores métodos empíricos disponíveis, não conseguiram demonstrar que os retornos esperados sobre ações que pagam mais dividendos diferem dos retornos esperados em ações que pagam menos dividendos antes ou depois de impostos, não sendo possível afirmar que uma mudança na política de dividendos pode afetar os preços das ações.

O trabalho de Litzenberger e Ramaswamy (1979) decorre da aplicação de uma versão pós-impostos do modelo CAPM, tendo verificado que a relação de equilíbrio indicaria que antes de impostos as taxas de retorno esperadas seriam linearmente relacionadas ao risco sistemático e ao rendimento de dividendos. As

estimativas de amostra das variâncias de betas observados são usados para se chegar a estimadores de máxima verosimilhança dos coeficientes. Os resultados indicam que, ao contrário de estudos anteriores, há uma forte relação positiva entre dividend yield e retorno esperado para as ações da NYSE. É também apresentada também no trabalho de Litzenberger e Ramaswamy (1979) evidência para um efeito de clientela.

Miller e Scholes (1982) ao aplicar os mais completos modelos estatísticos disponíveis com dados do período de 1940 a 1978 na tentativa de verificar as relações entre o retorno das ações e o rendimento dos dividendos, constataram que existiria uma relação entre a taxa de retorno da ação e a taxa de retorno dos dividendos nas mensurações de curto prazo, o que não pôde ser evidenciado nas mensurações ou predições de longo prazo.

Elton, Gruber e Rentzler (1983) ao buscarem verificar a relação entre o rendimento de dividendos e o modelo CAPM, realizaram estudo com 20 composições de carteiras diferentes durante os anos de 1927 a 1976, tendo verificado que o rendimento de dividendos das ações teriam uma grande e estatisticamente significativa relação com os retornos explicados pelo coeficiente beta do modelo do CAPM, o que estaria consistente com os achados de Litzenberger e Ramaswamy (1979).

Romon (1998) com o objetivo de compreender as reações dos preços das ações durante o anúncio de dividendos e no dia ex-dividendo, introduzindo o critério de estabilidade política de dividendos em estudos de eventos, verificou que em torno da data do anúncio de dividendos a existência de discrepâncias nos retornos anormais acumulados de acordo com o nível de política firme de dividendos (baixa, média ou alta) e o dividendo anunciado.

Conseqüentemente, o efeito informativo do anúncio de dividendos pareceu ser diferente de acordo com o nível de política firme de dividendos. Os resultados mais interessantes na visão de Romon (1998) foram obtidos por volta da data ex-dividendo. Romon (1998) ainda salienta que quando o mercado sabia o nível de distribuição de dividendos da empresa, o efeito clientela dos dividendos pareceu ser extremamente limitado.

Elton, Gruber e Blake (2005) buscaram verificar quais seriam as explicações fiscais para o comportamento de preços das ações na data ex-dividendo sabendo-se que alguns fundos fechados teriam distribuições de dividendos tributáveis, enquanto

outros teriam distribuições de dividendos não tributáveis, mas ambos os tipos estariam sujeitos a impostos sobre ganhos de capital.

O trabalho demonstrou que a direção do comportamento do preço das ações na data ex-dividendo é consistente com a carga tributária aplicada e que o comportamento do preço das ações na data ex-dividendo muda quando, como a teoria sugere, as mudanças na legislação tributária ocorrem.

Docking e Kock (2005), ao testar a sensibilidade das ações ao anúncio de mudança no pagamento de dividendos, verificaram que: quando anúncios de distribuição aconteciam em um ambiente de mercado normal ou em queda e com alta volatilidade e quando o anúncio era de redução de dividendos em um ambiente de mercado em alta e com elevada volatilidade, haviam retornos anormais significativos e positivos.

Denis e Osobov (2008) na intenção de verificar a relação entre os preços das ações das empresas que pagariam e das que não pagariam dividendos constataram que, fora dos Estados Unidos, existiria pouca evidência de uma relação sistemática positiva entre os preços das ações das empresas que pagariam dividendos e das que não pagariam dividendos e a propensão a pagar dividendos. No geral, os resultados de Denis e Osobov (2008) lançam dúvidas sobre a sinalização e o efeito clientela.

Ince e Owers (2009) desenvolveram um modelo de avaliação que integra a estrutura de capital das empresas e suas políticas de dividendos com base no modelo de Miller (1977), incorporando explicitamente as diferentes taxas de imposto sobre o rendimento das empresas, o rendimento da pessoa física, dividendos e ganhos de capital. O modelo foi aplicado para 10 diferentes regimes fiscais dos Estados Unidos utilizando 1.500 empresas do S&P (Standard & Poors), sendo verificado que quando a taxa de imposto sobre os dividendos excede a taxa de impostos sobre os ganhos de capital, o pagamento de dividendos pode compensar parcialmente os efeitos da alavancagem e quando as duas taxas são próximas, o pagamento de dividendos perde a sua influência moderadora.

Braggion e Moore (2011) ao examinarem os efeitos das políticas de dividendos sobre 475 empresas britânicas existentes entre 1895 e 1905, operando em ambiente de tributação muito baixa com ausência de restrições institucionais, encontraram forte apoio para a sinalização de dividendos. Cortes de dividendos parecem transmitir uma má notícia para os acionistas - empresas que anunciaram

cortes de dividendos ou omissões sofreram um retorno anormal de -2,1% - enquanto que as empresas que anunciaram aumentos de dividendos ou início de pagamento de dividendos, alcançaram um retorno anormal de cerca de 1,6% no momento do anúncio.

2.2.2.2.6 *Trabalhos Empíricos no Mercado Brasileiro sobre Política de Dividendos*

A seguir algumas pesquisas nacionais sobre política de dividendos.

Procianoy (1996) realizou um estudo com dados de *payout* relativos aos anos de 1987 e 1992. A atitude esperada dos gestores seria a de aumento nos níveis de pagamento dos dividendos após 1989 – uma vez que nesse período os ganhos de capital passaram a ser tributados ao passo que os dividendos deixaram de ser. Foi verificado que a distribuição de dividendos não foi suficientemente incrementada, gerando obtenção apenas parcial das vantagens fiscais que poderiam ser logradas no caso da plena utilização da distribuição de dividendos. A conflituosa relação de agência entre os acionistas majoritários e os minoritários é considerada a real explicação para o pouco incremento dos níveis de *payout* na distribuição dos dividendos das empresas brasileiras negociadas na BOVESPA.

Novis Neto e Saito (2002), ao buscar compreender o comportamento dos preços das ações após o anúncio do pagamento de dividendos, analisaram as ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 1998 a 2000, tendo encontrado uma relação direta entre o *dividend yield* e o retorno anormal acumulado dessas ações no período pós-pagamento de dividendos, o que os levou a dividir a amostra em três subamostras em função do *dividend yield*. Novis Neto e Saito (2002) verificaram um retorno anormal acumulado de 21,97% nos 90 dias após o evento para as empresas que pagaram dividendos mais altos, de 5,16% para as companhias que pagaram dividendos intermediários e de (-15,50%) para as empresas que pagaram dividendos mais baixos, tendo demonstrado a persistência dos retornos anormais das ações no período pós-evento. Os autores salientaram que essa relação foi confirmada quando se analisaram os eventos por tipo de controlador da empresa (fundos, estatais ou famílias) e as companhias privatizadas, bem como quando se pesquisou o retorno acumulado das ações em função do percentual do lucro líquido distribuído sob a forma de dividendos.

Bueno (2002) no intuito de verificar a relação entre *dividend yields* e as taxas de retornos das ações e a viabilidade de uma estratégia baseada em *dividend yields* históricos de “bater” o mercado, construiu, mensalmente, durante o período que vai do Plano Real em julho de 1994 a dezembro de 1999, três diferentes carteiras (alto, baixo e zero dividendo) sendo seus riscos, retornos e indicadores de desempenho ajustados ao risco calculados e comparados entre si e com seu paradigma (*benchmark*), o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), evidenciando empiricamente a incapacidade de sugerir que as ações de altos *dividend yield* tendem a possuir maiores ou menores taxas de retorno do que as ações de baixo ou zero *yield*. Além disso, as evidências sugerem que não é possível demonstrar, com o método empírico aplicado, uma associação clara entre *dividend yield* e taxas de retorno das ações.

Correia e Amaral (2002) com o objetivo de verificar se o retorno das ações pode ser explicado não apenas pelo fator risco sistemático, como pressupõe o modelo CAPM, porém também pela variável rendimento em dividendos, basearam-se na metodologia proposta inicialmente por Brennan (1970) e que foi expandida por Litzenberger e Ramaswamy (1979), as quais constituem versões extensivas do Capital Asset Pricing Model (CAPM), verificaram que tanto o risco sistemático quanto o rendimento em dividendos seriam fatores que explicariam a rentabilidade de mercado das ações.

Dessa forma, a política de dividendos adotada pelas empresas brasileiras negociadas na BOVESPA no período de 1994 a 2000 e analisadas no estudo de Correia e Amaral (2002), causaria impacto sobre os seus valores de mercado. Soma-se a isso o fato de as variáveis *dummies* terem mostrado que o retorno das ações, no período em que os dividendos não foram tributados, seria menor do que quando haveria tributação. Isto posto, Correia e Amaral (2002) chegaram à conclusão geral de que a política de dividendos é relevante.

Procianoy e Verdi (2003) buscaram testar a existência do efeito clientela no cenário brasileiro durante os anos de 1989 a 1993, quando os impostos sobre dividendos eram zero e sobre ganhos de capital eram no máximo 25%, tendo verificado que dos 693 eventos analisados, 47% dos eventos apresentaram o preço da ação no primeiro dia *ex-dividendo* maior do que na data em que a ação tinha direito de receber dividendos.

Procianoy e Verdi (2003) salientaram que esses achados contrariam as expectativas do modelo e que esse comportamento pode ser considerado irracional já que os investidores estariam pagando mais por uma ação sem direito a dividendos, do que quando esta tinha direito a recebê-lo. Foi evidenciado também um retorno anormal médio positivo no primeiro dia ex-dividendo de 1,4% para a amostra total, significativos a 0,1%, e, contra as expectativas, que a diferença de preço não diminuiria com o passar dos anos. Além disso, foi visto que as instituições financeiras possuíam retornos positivos menores que as demais empresas, que as ações pagadoras de maior *dividend yield* teriam maiores retornos e quando realizado o teste em uma janela de cinco dias após o pagamento dos dividendos, os preços das ações encontraram um novo patamar de preços na data *ex-dividendo* mas tenderiam a retornar ao preço inicial.

Firmino et al. (2003) na intenção de testar o efeito do anúncio da distribuição de dividendos sobre os preços de uma amostra de ações de empresas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo e que distribuíram dividendos ou pagaram juros sobre o capital próprio no ano de 2002 (subdividindo-a em relação à rentabilidade dos dividendos), verificaram indícios de inexistência de retornos anormais em torno da data do anúncio dos dividendos – o que condiz com a hipótese de eficiência dos mercados. No entanto, os resultados de Firmino et al. (2003) igualmente indicaram a presença de retornos cumulativos anormais positivos de forma persistente, fato acentuado na amostra formada pelas ações que apresentaram *dividend yield* superior à média – o que indicaria a relevância da política de dividendos no Brasil, com ações com maior *dividend yield* apresentando rentabilidades superiores.

Firmino, Santos e Matsumoto (2004) ao visarem testar a eventual preferência do mercado por ações que pagam maiores dividendos em uma amostra compreendida de 58 empresas não financeiras com presença de negociação em bolsa não inferior a 85% (segmentada em 1 grupo com maior *dividend yield* e outro com menor *dividend yield*), durante os anos de 1996 a 2002, aplicaram como metodologia o estudo de eventos. Embora tenha sido verificado o efeito de sobre-reação nos preços das ações com maior *dividend yield*, os resultados das estatísticas *t student*, em todos os anos analisados, ao nível de significância de 5%, não confirmaram a presença de retorno anormal ajustado ao mercado. Através do teste de diferenças de médias de amostras independentes, também não se

confirmou a preferência por ações com políticas de distribuição de dividendos mais agressivas. As estatísticas obtidas por Firmino, Santos e Matsumoto (2004) não permitiram constatar a preferência dos investidores brasileiros por ações com maiores dividendos.

Fiorati (2007) ao investigar se as distribuições de dividendos e juros sobre o capital próprio representam sinalizadores ao mercado quanto à lucratividade futura das empresas, analisou as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e seus dados de 1999 a 2004 com regressão linear, tendo constatado que “não é possível confirmar relação relevante entre a variação (aumento ou diminuição) de distribuição de proventos aos acionistas com o aumento ou diminuição de lucros em momentos posteriores”.

Silva (2004) com o objetivo de analisar os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos de empresas no Brasil, verificou um alto grau de concentração do capital votante, onde mesmo quando não existia um acionista majoritário, o maior acionista possuiria parcela significativa do capital votante. A empresa seria controlada, na média, por seus três maiores acionistas.

Notou-se, também, diferença razoável entre o percentual de votos e o de capital total nas mãos dos grandes acionistas (esse mecanismo parece ter sido usado pelos acionistas majoritários para manter o controle da empresa sem possuir 50% do capital total). Os resultados de Silva (2004) revelam que existiria uma relação, muitas vezes estatisticamente significativa, entre estrutura de governança, valor de mercado, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. Suas conclusões que utilizam a estrutura indireta seriam substancialmente as mesmas da estrutura direta, mas as variáveis da estrutura indireta teriam maior poder explicativo do que as da estrutura direta.

Loss e Sarlo Neto (2006) efetuaram uma investigação empírica de um possível inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos praticadas pelas companhias brasileiras listadas na BOVESPA com o objetivo de identificar se as companhias brasileiras alteram sua política de dividendos ante as necessidades de investimentos permanentes, tendo como sustentação teórica, especialmente, as clássicas proposições de Miller e Modigliani (1961). Eles trabalharam com amostra de 476 observações combinadas do período de 1998 a 2002, tendo encontrado como principal evidência a não existência de

relacionamento entre tais políticas e, considerando que o mercado brasileiro não seja perfeito, essa evidência revelaria que eventuais imperfeições em outros mercados não seriam justificativas eficazes para explicar evidências de que haveria relacionamento entre políticas de dividendos e investimentos.

Bellato, Silveira e Savoia (2006), partiram do entendimento de que o principal conflito de agência nas companhias abertas brasileiras ocorreria entre acionistas controladores e minoritários como decorrência de uma estrutura de propriedade concentrada nas empresas. Considerando a hipótese de que, *ceteris paribus*, quanto maior a disparidade entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (excesso de poder de voto), menor a taxa de pagamento de dividendos, em função da maior probabilidade de extração de benefícios privados do controle, os autores buscaram investigar a existência de uma possível relação entre o excesso de poder de voto em posse do acionista controlador e a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras.

Para tal, foram aplicados os métodos de Mínimos Quadrados Ordinários, Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos para um painel de 153 empresas no período de 1998 a 2003. Os resultados indicaram uma relação negativa significativa entre o excesso de poder de votos em posse dos controladores e a taxa de dividendo das empresas, corroborando a hipótese da pesquisa, reforçando os argumentos dos códigos de boas práticas de governança de que o distanciamento do princípio uma ação - um voto é prejudicial para os acionistas minoritários.

Perobelli e Santos (2006) com intuito de verificar se deveria haver preferência no mercado brasileiro por ações que pagam maiores dividendos e/ou juros sobre capital próprio, comumente denominadas ações *high yield*, analisaram ações do Índice Brasil no período de 1996 a 2005 sob a situação na qual um investidor adquire uma ação na última data com direito a recebimento de dividendos e a venda na primeira data ex dividendo, recebendo o provento referente ao dividendo e incorrendo em perdas ou ganhos de capital nesse período. Com a aplicação de métodos de estatística descritiva, foi verificado indícios de que a estratégia testada não teria sido vantajosa.

Procianoy e Kwitko (2007) ao buscar analisar o comportamento das ações de empresas brasileiras e de suas ADRs listadas em bolsa, em períodos próximos ao 1º dia *ex-dividend*, analisaram os seus retornos, tendo percebido que as ações locais tiveram um desempenho médio superior aos *American Depositary Receipts* (ADRs)

nos dias anteriores à data do evento, sugerindo que os investidores prefeririam comprar ações aos ADRs em função da menor tributação dos dividendos no Brasil.

A amostra do estudo contemplou todos os pagamentos de dividendos realizados entre as datas de 1º de Janeiro de 1996 e 18 de Agosto de 2004 pelas empresas brasileiras que possuem ADRs dos tipos II e III listadas na NYSE. Procianoy e Kwitko (2007) verificaram que essa tendência se inverteria na data do evento, quando as ADRs obtiveram um retorno superior ao das ações locais, além disso, a análise dos preços demonstrou que as ADRs são negociadas, em média, com um prêmio de 2,067% em relação as suas respectivas ações ao longo do período analisado.

Nossa, S., Nossa, V. e Teixeira (2007) com o objetivo de verificar se as empresas que distribuíram dividendos de 1995 a 2004 seriam as mais eficientes do que aquelas que não distribuíram e observar se o dividendo pago por ativo influenciariam o Retorno sobre o Ativo (ROA) das empresas, selecionaram todas as empresas negociadas na Bovespa no período de 1995 a 2004, tendo verificado com base em regressões múltiplas que as empresas que distribuíam dividendos seriam mais eficientes e que o valor distribuído por ativo foi positivamente relacionado ao ROA.

Decourt, Procianoy e Pietro Neto (2007), ao testarem a teoria da sinalização através das alterações nos índices *payouts* das empresas listadas na BOVESPA em comparação com a variação no lucro líquido do ano anterior e posterior em que ocorreu a distribuição dos proventos no período de 1997 a 2005, tiveram como resultados a indicação de que aumento no *payout* não sinaliza lucros futuros, entretanto reduções no *payout* sinalizam lucros futuros maiores.

Pietro Neto, Galli e Decourt (2008), ao procurar testar a teoria da sinalização por meio das notícias veiculadas aos investidores que se referem ao anúncio da distribuição de proventos de 1998 a 2006, para as ações integrantes da carteira teórica do Ibovespa de janeiro a abril de 2006 tendo encontrado como resultados a evidência de retornos anormais significativos. A média dos retornos anormais para os dividendos com magnitude maior do que a média histórica foram superiores em relação aos retornos anormais obtidos para o pagamento de proventos menores do que a média histórica paga.

Gonzaga e Costa (2009) ao buscarem evidências empíricas quanto à relação do conservadorismo contábil com os conflitos sobre as políticas de dividendos entre

acionistas minoritários e controladores nas companhias abertas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2006 através de regressão com dados em painel, encontraram relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas nas empresas da amostra. No entanto, não foi possível afirmar sobre tal relação quando a métrica de conservadorismo baseada em *book-to-market* foi utilizada.

Procianoy e Verdi (2009) ao analisarem o efeito clientela em dividendos e a hipótese de sinalização no mercado brasileiro de ações entre 1996 e 2000 (período em que a tributação sobre dividendos era nula e sobre ganhos de capital variou entre zero e dez por cento), tiveram como amostra 394 observações, tendo verificado que 39% da amostra possuíam um preço de ação maior no primeiro dia *ex-dividend* do que no último dia de *cum-dividend*.

Procianoy e Verdi (2009) verificaram que o preço de mercado seria maior para dividendos não antecipados, mas mesmo para dividendos pré-anunciados, os preços das ações seriam maiores do que o esperado, o que não seria coerente com a hipótese de efeito clientela. Também encontraram evidências de um volume de contratos positivamente anormal por volta da data não antecipada de dividendo, o que seria coerente com a hipótese de sinalização, mas não foi verificado nenhum volume de negociações anormal por volta das datas pré-anunciadas de dividendos, o que não seria consistente com a hipótese de clientela, mas suportariam a hipótese de sinalização.

Perobelli, Zanini e Santos (2009) buscaram discutir os impactos do pagamento de proventos sobre os preços das ações, na data *ex-dividendo*, de empresas maduras e de empresas em expansão, considerando ainda o efeito da classe da ação (ordinária ou preferencial) sobre os resultados. Eles adotaram metodologia de dados em painel, segmentando a amostra a partir dos Mapas Auto-organizáveis de Kohonen e seus resultados revelaram que a estratégia de curto prazo de comprar ações na última data com, vender na primeira data ex e embolsar os dividendos seria capaz de gerar perdas de capital que superam em até quatro vezes o ganho líquido decorrente do provento embolsado.

Brito, Lima e Silva (2009) ao buscar os porquês da majoração da distribuição de proventos no Brasil das empresas não-financeiras de capital aberto, analisaram o período de 1991 a 2003, segmentando-a em dois períodos: de 1991 a 1995 (dividendos tributados) e de 1996 a 2003 (dividendos isentos). Os autores

demonstraram que o incremento na distribuição de proventos em dinheiro pelas companhias brasileiras (benefício fiscal de JSCP e não tributação dos dividendos) deveu-se a um crescimento na propensão a remunerar os acionistas e não às mudanças de características das empresas. Diferentemente dos EUA, a estrutura tributária brasileira na época favoreceu a remuneração direta, tornando as empresas mais propensas a tal. Quanto aos dividendos e juros sobre o capital próprio, observa-se que os juros sobre o capital próprio tornaram-se o principal mecanismo de distribuição direta. Além disso, Brito, Lima e Silva (2009) verificaram que as firmas mais prováveis de remunerar diretamente caracterizam-se como as mais lucrativas, maiores e menos endividadas.

Corso et al. (2012) ao buscarem investigar a relação entre a distribuição de dividendos e de juros sobre capital próprio com o retorno das ações das empresas listadas na BOVESPA com dados de 1995 a 2008 utilizando regressão com dados em painel, tiveram como resultados a indicação que existe relação entre distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio com o retorno das ações e que a distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio apresenta relação inversa com o retorno das ações. Destaca-se, também que as ações com distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio classificadas como baixas apresenta retorno alto, já as ações que apresentam alta distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio apresentam baixo retorno.

2.2.2.2.7 Poucas Conclusões a Respeito da Teoria de Dividendos

Embora muitos estudos já tenham sido realizados com vistas a validar ou refutar a teoria da irrelevância dos dividendos, nenhum deles alcançou uma evidência irrefutável.

De acordo com Bueno (2002, p. 41):

[...] enquanto BLACK & SCHOLES (1974), MILLER & SCHOLES (1982) e MEGLIORINI (1997) não notaram nenhuma relação significativa entre retornos e dividendos, BRIGHAM & GORDON (1968) e LONG JR. (1978) não confirmaram a irrelevância dos dividendos, e HESS (1982) acrescentou que a relação é inconsistente com o conteúdo informacional e o efeito clientela. Além disso, os estudos de LITZENBERGER & RAMASWAMY (1979, 1980, 1982), BLUME (1980) e ELTON et al. (1983) sugerem haver uma relação entre retornos esperados e dividendos.

Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 419), o conhecimento a respeito da política de dividendos talvez seja semelhante aos conhecimentos sobre política de financiamento. Apesar de teorias e estudos empíricos a respeito dessas áreas, o conhecimento ainda é limitado, porém é sabido que:

- a) as empresas não devem deixar de investir em projetos de VPL positivos para pagar dividendos com ou sem o imposto de renda de pessoa física em análise;
- b) quando existir imposto de renda de pessoa física, as empresas devem evitar a emissão de ações;
- c) e as recompras de ações devem ser consideradas quando não houver projetos de investimento possíveis com VPL positivo e houver excedente de caixa.

Conforme Bueno (2002), considerando a carência de rigor científico de várias pesquisas conduzidas por profissionais e o fato de os testes estatísticos ainda não poderem fornecer evidências conclusivas, Keown et al. (1996: 593) tomando como base o estudo de Baker, Farrelly e Edelman (1983), na busca de algumas revelações (*insights*) sobre a Política de Dividendos, realizaram questionários que foram respondidos por administradores norte-americanos, tendo como resultados:

- a) a evidência (não soberana) a favor da relevância da política de dividendos que julgam que os dividendos; a maioria dos respondentes acredita que os dividendos afetam a cotação das ações;
- b) quanto ao conteúdo informacional, há os que concordam e os que não possuem opinião com relação à possibilidade de os dividendos trazerem informações sobre o futuro das empresas;
- c) quase 2/3 dos respondentes acreditam que os investidores preferem dividendos ou ganhos de capital, mas somente 56% acreditariam que os investidores percebam a diferença de risco entre essas 2 formas de remuneração;
- d) e, por último, o fato de a maioria dos respondentes também não considerar: que os acionistas são atraídos pelas políticas de dividendos

apropriadas aos seus planejamentos fiscais e não crêem no conceito de efeito clientela.

Allen e Michaely (2002) indicam que apesar de não ser possível a recomendação de uma política de pagamento de dividendos ideal, podem ser feitas as seguintes observações:

- a) a recompra deve ser usada com muito mais freqüência do que tem sido realizada com o objetivo reduzir os custos de transação de financiamento e quando houver investimentos com VPL positivo, as recompras devem ser evitadas. No entanto, nos exercícios em que as oportunidades de investimento são baixas, as recompras são indicadas;
- b) na medida do possível, as empresas que têm um alto grau de assimetria de informações e grandes oportunidades de crescimento devem evitar o pagamento de dividendos. Os custos significativos associados com a obtenção de capital para essas empresas faz o pagamento de dividendos ser ainda mais caro. Dito de outra forma, nos períodos em que uma empresa disponha de boas oportunidades de investimento, uma redução de dividendos pode não ser uma má idéia;
- c) considerando as restrições no pagamento de dividendos e o fato de que as empresas interagem com os obrigacionistas mais de uma vez, o uso de dividendos que implique elevação do risco dos credores da empresa devem ser evitados. Além disso, a longo prazo, o resultado dessa prática pode ser prejudicial para os acionistas;
- d) apesar de a maioria dos pagamentos de dividendos nos Estados Unidos ser trimestral, o ideal é que fossem anuais pois seriam reduzidos os custos de transação além de possibilitar um melhor planejamento daqueles investidores que preferam, por exemplo, o ganho de capital;
- e) os gestores das empresas podem encontrar maneiras mais baratas e mais persuasivas de transmitir credibilidade e geração de valor para o mercado do que o uso do pagamento de dividendos como sinalização;
- f) a diferença na tributação de dividendos e de ganhos de capital torna as ações com alta distribuição de dividendos menos atraentes para investidores individuais sujeitos a maiores tributações. Tais investidores

devem tentar construir uma carteira constituída com ações que distribuam menos dividendos. Segundo Allen e Michaely (2002) outras pessoas poderiam não concordar com estas sugestões, no entanto, isso representaria uma forma lógica para que os gestores e investidores procedam.

Segundo Allen e Michaely (2002) mais investigações teóricas e empíricas sobre o tema política de dividendos são necessárias antes que um consenso possa ser alcançado.

2.3 TRATAMENTO FISCAL DE DIVIDENDOS NO BRASIL

Em conformidade com os Decretos-leis 1790/80, arts. 1º e 2º; 2065/83, art.1º, inciso I e 2303/86, art.7º parágrafo único, entre 1980 e 1988, o desconto do IRRF (Imposto de Renda Retido na Fonte) das pessoas físicas era realizado com as alíquotas de 15%, 23% e 25% (dependendo do enquadramento da legislação em cada caso) e era tratado como tributação exclusiva.

Nas pessoas jurídicas, o desconto do IRRF era realizado com as alíquotas de 23% e de 25% (dependendo do enquadramento da legislação em cada caso) e podia ser compensado com o IRRF descontado sobre os proventos distribuídos.

Em consonância com o Art. 60 do RIR/99, entre 1989 e 1992 não houve retenção de IRRF tanto na distribuição de dividendos para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas.

Conforme estabelecido pelo Art. 75 da Lei nº 8.383/1991, Art. 722 do RIR/1994 e Art. 659 do RIR/1999, no ano de 1993 a distribuição de lucros foi isenta tanto para pessoa física quanto para pessoa jurídica.

De acordo com os Artigos 655 do RIR/99 no período de 1994 a 1995, os lucros distribuídos (pagos ou creditados) a pessoas físicas ou jurídicas, residentes ou domiciliadas no país foram sujeitos à incidência do imposto na fonte à alíquota de 15%.

De acordo com o Art. 656 do RIR/99, esse imposto descontado poderia ser deduzido do imposto devido na declaração de ajuste anual do beneficiário pessoa física, sendo assegurada a opção pela tributação exclusiva (não sendo, portanto, compensável) já nas pessoas jurídicas não tributadas pelo lucro real a tributação retida relativa aos recebimentos ou créditos de distribuição de dividendos era

definitiva enquanto que nas pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real, o imposto descontado foi considerado como antecipação, compensável com o imposto que a pessoa jurídica beneficiária, tributada pelo lucro real tivesse de recolher relativo à distribuição de dividendos, bonificações em dinheiro, lucros e outros interesses. A compensação tratada aqui podia ser realizada com o imposto que a pessoa jurídica tiver que recolher relativo à retenção na fonte sobre a distribuição de lucros ou dividendos ao beneficiário residente ou domiciliado no exterior.

Atualmente a carga tributária dos ganhos de capital é de 15% enquanto que sobre os dividendos não existe mais tributação (Art 10º da Lei 9.249/95 e Art. 654 do RIR/1999).

Cabe salientar que para a empresa pagadora os dividendos não são dedutíveis para fins de apuração do IR e CSLL, já os JSCP são (Lei 9.429/95, art. 9º). Sendo assim, é necessária a realização de uma análise por parte da empresa pagadora da alternativa de remuneração dos acionistas que proporcione os maiores benefícios globais (conjunto dos beneficiários e a entidade empresarial).

2.3.1 Pessoas Físicas Receptoras

Conforme o artigo 39, inciso XXIX do RIR/99, os dividendos apurados a partir de 01/01/1996 e distribuídos pelas empresas sujeitas ao lucro real, presumido ou arbitrado distribuídos à pessoa física, residente no país ou no exterior estão isentos de imposto de renda.

2.3.2 Pessoas Físicas ou Jurídicas Receptoras Domiciliadas no Exterior

Conforme o artigo 693 do RIR/1999, os dividendos recebidos referentes a lucros apurados a partir de 01/01/1996 distribuídos à pessoa física ou jurídica domiciliada no exterior estão isentos de imposto de renda.

2.3.3 Pessoas Jurídicas Receptoras

A Lei 9.718/98 instituiu o alargamento da base de cálculo do PIS/PASEP e da COFINS que passou a ser a totalidade das receitas auferidas ao invés do faturamento. Porém a mesma lei no inciso II, do § 2º do art. 3º (com redação da MP

nº 2.158-35/2001) isenta os dividendos e lucros derivados de investimentos. Assim, essas contribuições não incidem sobre o recebimento de dividendos.

É importante ressaltar que o dividendo é remuneração obrigatória das sociedades anônimas enquanto que o pagamento de JSCP é facultativo para as empresas tributadas pelo lucro real.

2.4 CUSTO DE OPORTUNIDADE NA PERSPECTIVA DE JSCP

Para Horngren (1986) o custo de oportunidade é “o sacrifício mensurável da rejeição de uma alternativa; é o montante máximo sacrificado pelo abandono de uma alternativa; é o lucro máximo que poderia ter sido obtido se o bem, serviço ou capacidade produtivos tivessem sido aplicados a outro uso operacional”.

Apesar de os custos de oportunidade serem de importância notória, a falta de objetividade pode impedir seus registros na Contabilidade. É o que enfatiza Beuren (1993) ao afirmar que: “o sistema contábil tradicional, quer com registros a valores históricos puros ou a valores históricos corrigidos, não contempla informações sobre os possíveis resultados na aplicação de recursos em utilizações alternativas”.

Para Martins (1996), a remuneração do capital próprio “não é nova em termos acadêmicos e conceituais”. Mesmo assim, cabe salientar que com a lei 9.249/95 e 9.430/96 a permissão de contabilização de juros sobre capital próprio e dedução para fins fiscais tornou o custo de oportunidade mais factível. Ainda que o custo de oportunidade tenha uma conotação muito mais ampla do que os JSCP, o advento dessas leis são um avanço nesse sentido. Agora há objetividade suficiente para sua contabilização.

Conforme abordado por Rezzadori e Beuren (2004), apesar de o conceito sobre custo de oportunidade ser mais completo, é possível restringi-lo à remuneração de juros sobre capital próprio (JSCP). Esses autores salientam que tal como a remuneração do capital de terceiros é valorada, registrada como custo para as empresas, o mesmo tratamento poderia ser dado ao capital dos sócios por analogia à questão de que o capital total investido na empresa é composto pelos dois tipos de recursos (próprio e de terceiros).

A mensuração do capital de terceiros é mais objetiva uma vez que seu custo é facilmente identificado como sendo o de sua captação junto aos investidores em títulos ou instituições financeiras, porém, não existe um padrão para cálculo desse

custo a ser adotado pelas empresas. Vale salientar que esse assunto é um dos assuntos mais estudados no campo de finanças corporativas ao redor do mundo.

Segundo Gitman (1997), o custo do capital próprio deve ser superior ao custo dos empréstimos uma vez que o retorno exigido pelos investidores das entidades é superior ao retorno exigido no mercado financeiro devendo-se ao fato de os riscos dos capitais emprestados serem inferiores aos riscos atrelados ao investimento na empresa. Esse menor risco estaria associado ao fato de a obrigação de pagamento do capital de terceiros ser independente da geração de resultados, o que não ocorre, no geral, com os investidores em empresas.

Vários pesquisadores buscam através do uso da econometria, a construção de modelos para mensuração do custo de capital próprio. É válido salientar que o custo de oportunidade foca a mensuração da alternativa desprezada enquanto que a mensuração do capital próprio, conforme comentado, é realizada através do uso de modelos. (MARTINS,1996).

De acordo com Rezzadori e Beuren (2004), alguns autores apresentam alternativas ou modelos para tornar possível a utilização do custo de oportunidade pela contabilidade. Esses autores, Rezzadori e Beuren (2004) abordam em sua pesquisa cinco métodos: o de Robert Newton Anthony (1973), o de Charles F. Schlatter e William J. Schlatter (1957), o *Economic Value Added* (EVA®), o Sistema Gecon e o método segundo a Lei n. 9.249/95.

2.5 JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO (JSCP)

O Decreto-Lei 2.627/40 (alínea “e” do § 1º do art. 129) permitiu o pagamento de remuneração aos acionistas em período anterior ao início das atividades sociais, ainda em fase de instalação. O estatuto social devia prever o prazo para amortização e a taxa de juros que não poderia exceder de 6% ao ano.

Mais tarde, o Decreto 41.019/57 (§ 2º do art. 159), que regulamentou os serviços de energia elétrica, possibilitou a capitalização e acréscimo ao custo das obras em andamento dos encargos financeiros de empréstimos tomados para a sua realização.

Vale comentar que essa capitalização que proporciona recebimento de fluxo de caixa aos investidores é tida como um incentivo para a atividade haja vista o longo período de maturação desses ativos porém tal possibilidade de fato

contemplava as empresas com projetos de prazo de maturação longos, o que restringia empresas que não detinham projetos de investimento com essas características.

Mas, segundo Guerreiro e Santos (2006) as empresas, em maioria de saneamento básico e de energia elétrica, passaram a pagar JSCP visando atender à recomendação do Departamento Nacional de Águas e Energia Elétrica (DNAEE) e, considerando que a base para cálculos das tarifas dessas empresas (muito tempo controladas pelo Governo), considerava o valor total do ativo permanente, e assim, os valores contabilizados como ativo diferido, quanto maiores fossem esses saldos, melhores seriam as tarifas a serem utilizadas.

Mais tarde, com a Lei 6.404/76 (artigo 179, inciso V), foi possibilitada a capitalização da remuneração do capital próprio por todas as entidades através de registros no ativo diferido “das 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.”

Com a lei 11.638/2007 houve mudança nesse inciso V e os esses registros passaram a ser permitidos para “as despesas pré-operacionais e os gastos de reestruturação que contribuirão, efetivamente, para o aumento do resultado de mais de um exercício social e que não configurem tão-somente uma redução de custos ou acréscimo na eficiência operacional.”

Posteriormente, com o advento da Medida Provisória (MP) 449/2008 (posteriormente lei 11.941/2009) que modificou a composição dos grupos patrimoniais, houve o estabelecimento da nova composição do ativo não-circulante, que passou a ser formado por: ativo realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado e intangível. Não houve citação do diferido, sendo assim, ele passou a não existir mais.

A capitalização de custos de empréstimos tem seu tratamento contábil regido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) nº 20 e aprovação da CVM através da Deliberação 672/2011 tornando obrigatória a sua aplicação nas companhias abertas.

Com o advento das leis nº 9.249/95 e 9.430/96 foi dada às empresas, respectivamente, a faculdade de deduzir da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social os juros pagos ou creditados a titular, sócio ou acionista a

título de remuneração do capital próprio, o que pode ser verificado no Art. 9º da referida lei:

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. (confirmado pelo art.347 do RIR/99). (BRASIL, 1995).

De acordo com o Art. 10 da lei 9.249/95,

Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.

Ou seja, apesar de os dividendos não serem dedutíveis da base de cálculo do IR e da CSLL da pessoa jurídica pagadora, tanto os beneficiários pessoa física e pessoa jurídica passaram a não ser mais tributados quando do recebimento dos dividendos.

Segundo Oliveira (1998, p. 120), “a variação da TJLP deve corresponder ao tempo decorrido desde o início do período de apuração até a data do pagamento ou crédito dos juros, e ser aplicada sobre o patrimônio líquido no início desse período.”

Ao mesmo tempo em que a lei 9.249/95 permitiu a dedução para fins de apuração do Imposto de Renda, o art. 4º da mesma lei ainda determinou que:

Fica revogada a correção monetária das demonstrações financeiras de que tratam a Lei nº 7.799, de 10 de julho de 1989, e o art. 1º da Lei nº 8.200, de 28 de junho de 1991. Parágrafo único. Fica vedada a utilização de qualquer sistema de correção monetária de demonstrações financeiras, inclusive para fins societários. (BRASIL, 1995).

Ou seja, a possibilidade da contabilização da remuneração do capital próprio parece ter sido uma espécie de compensação dos prejuízos decorrentes do término da correção monetária por parte do ente legislador em um contexto de desindexação dos preços que visava o combate da inflação o que pode ser corroborado por Martins (2004, p. 6) ao expressar que os Juros sobre o Capital Próprio foram criados através da Lei 9.249/95 na tentativa de redução da iniquidade fiscal surgida com o fim da correção monetária de balanços.

A adoção de JSCP pode simbolizar o pagamento aos acionistas pela remuneração de seus capitais investidos na entidade, o que estaria associado ao custo de oportunidade, amplamente defendido pela teoria econômica.

Segundo Santos (2007, p. 35), “os diversos conceitos utilizados para juros sobre o capital próprio têm suas raízes calcadas nos conceitos econômicos de custo de oportunidade”. Observa-se então, uma aproximação ainda que limitada às regras previstas na lei, da consideração do custo de oportunidade aos registros contábeis e fiscais.

Cabe salientar, no entanto, que de acordo com Martins (2000, p. 34), os JSCP não incluíam em sua mensuração o risco do negócio, podendo ser vistos como a parcela de um custo atribuível a todas as entidades. Afinal, a regra fiscal para dedutibilidade de tal custo é a mesma a ser seguida para todas as entidades, sem segregação de segmento, porte, e etc.

Contudo, é válido ponderar que para Santos e Salotti (2007) a inserção do pagamento de juros sobre o capital próprio no resultado da empresa como forma de aproximação do lucro contábil do conceito econômico é deixada de lado. Em virtude das restrições inseridas na legislação, o objetivo mais nobre que seria o de melhorar a apresentação das demonstrações contábeis acaba sendo distorcido. Os principais argumentos usados pelos autores, nesse contexto, foram os seguintes:

- a) a não obrigatoriedade do procedimento que leva a algumas empresas adotarem e outras não, prejudica a comparabilidade entre os demonstrativos dessas empresas;
- b) a determinação de uma taxa (TJLP) não viabiliza a aproximação do lucro contábil do econômico pois essa taxa espelha a taxa de longo prazo de apenas algumas operações de financiamentos realizadas pelo mercado, não representando a efetiva remuneração do capital próprio;
- c) a limitação fiscal imposta para sua utilização baseada no lucro do exercício ou nos lucros acumulados pode agravar ainda mais a qualidade dos valores mensuráveis;
- d) a motivação do uso de JSCP para remuneração do capital próprio é explicada principalmente pelas vantagens fiscais obtidas com tal prática, deixando de lado o objetivo de aproximação do lucro contábil do econômico e as conseqüentes melhoras em evidenciação.

Além do pagamento de Juros Sobre Capital Próprio (JSCP), de acordo com a SRF, são dedutíveis para fins do lucro real também:

a) a amortização dos juros pagos ou creditados aos acionistas durante o período que anteceder o início das operações sociais, ou de implantação do empreendimento inicial (RIR/99, art. 348, I, c/c o art. 325, II, 'g'); b) os juros pagos pelas cooperativas a seus associados, de até 12% ao ano sobre o capital integralizado (RIR/99, art. 348, II).

Antes do Regulamento do Imposto de Renda de 1999, a admissão de Juros Sobre Capital Próprio como custos ou despesas operacionais era tratada pela Lei 4.506/64 que tratava do imposto de renda. O § 3º do artigo 24 da Lei das Cooperativas (Lei 5.764/71) também prevê a possibilidade de distribuição de juros aos seus associados à taxa de no máximo 12% que incidiriam sobre a parte integralizada.

O detalhamento dos principais aspectos da legislação e deliberações de natureza tributária e societária relativos aos Juros Sobre Capital Próprio será explanado nos próximos itens.

2.5.1 Cálculo dos Juros Sobre Capital Próprio

Para que o montante de Juros Sobre Capital Próprio seja dedutível da base de cálculo do Imposto de Renda e da Contribuição Social, alguns regramentos devem ser obedecidos para sua mensuração.

Segundo o § 1º do Art. 9 da lei 9.249/95 (com alterações da lei 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. (BRASIL, 1995).

O cálculo dos JSCP é realizado com a aplicação da taxa de juros de longo prazo – TJLP sobre as contas do Patrimônio Líquido e ainda de acordo com o § 8º do Art. 9º da Lei 9.249/95,

[...] para os fins de cálculo da remuneração prevista nesse artigo, não será considerado o valor da 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. (BRASIL, 1995).

Também não poderão ser considerados a reserva especial relativa à correção monetária especial das contas do ativo apurada na forma do Decreto nº 332/91, com base no Índice de Preços ao Consumidor (IPC), prevista no artigo 460 do RIR/99 (Instrução Normativa da Secretaria da Receita Federal - IN SRF nº 11/96, art. 29, § 2º, b) e a reserva de reavaliação de bens imóveis e patentes, capitalizada e não computada para fins do lucro real, nos termos dos artigos 436 e 437 do RIR/99 (IN SRF nº 11/96, art. 29, § 2º, c).

Com o art. 4º da lei 9.959/2000, mesmo que capitalizada, a reserva de reavaliação não forma mais a base de cálculo dos referidos tributos, o mesmo ocorre com a reserva de reavaliação reflexa. Cabe mencionar que, conforme modificação promovida pela Lei 11.638/07 (art. 6º), a reserva de reavaliação deverá ser estornada até o final de 2008 ou mantida até a sua realização por completo. Não serão permitidas novas reavaliações.

Cabe atentar que o patrimônio líquido a ser considerado no cálculo também não deverá contemplar os valores relativos aos ajustes de avaliação patrimonial referentes ao § 3º do art. 182 da Lei 6.404/76 com as alterações do art. 59 da Lei 11.941/09 em consonância com art. 57 da MP 449/08.

Conforme § 1º do art. 347 do RIR/1999 e art. 29 da Instrução Normativa da SRF nº 93/97,

[...] a dedutibilidade dos juros como despesa operacional não poderá exceder a cinqüenta por cento do maior entre os seguintes valores: do lucro líquido correspondente ao período-base do pagamento ou crédito dos juros, antes da provisão para o imposto de renda e da dedução dos referidos juros; ou dos saldos de lucros acumulados e reservas de lucros de períodos anteriores (as reservas de lucros somente foram incluídas para efeito do limite da dedutibilidade dos juros a partir de 01/01/97 pela Lei nº 9.430/96, art. 78).

É válido destacar que os JSCP podem ser pagos em montante superior ao montante estabelecido pelos limites da lei 9.249/95 em razão de a administração e assembléia geral assim estabelecerem porém o que for pago além desse limite não será dedutível da base de cálculo do Imposto de Renda e da Contribuição Social.

Cabe observar que em consonância com o Parecer Normativo do Coordenador do Sistema de Tributação (PN CST) nº 20, de 1987, o lucro líquido que servirá de base para determinação do lucro real de cada período-base deve ser

apurado segundo os procedimentos usuais da contabilidade, inclusive com o encerramento das contas de resultado. Ressalta-se que

[...] a apuração do lucro líquido exige a transferência dos saldos das contas de receitas, custos e despesas para uma conta única de resultado, passando a integrar o patrimônio líquido, com o encerramento do período-base, mediante lançamentos para contas de reservas e de lucros ou prejuízos acumulados.

Ou seja, o resultado do próprio período de apuração somente poderá ser considerado no patrimônio líquido que servirá de base de cálculo dos juros sobre o capital próprio após a sua transferência para as contas: de reservas ou de lucros ou prejuízos acumulados.

Não devem ser computados, portanto, como integrante do patrimônio líquido para fins de cálculo dos JSCP o lucro do próprio período de apuração em consonância com ementa da Solução de Consulta 95/00 da 10^a Região Fiscal.

Cabe observar que o valor dos juros pagos ou creditados (JSCP) poderá ser imputado ao valor dos dividendos obrigatórios a que têm direito os acionistas, em consonância com o artigo 202 da Lei nº 6.404/76 (Lei das S/A), sem prejuízo da incidência do imposto de renda na fonte (Lei nº 9.249/95, art. 9º, § 7º; RIR/1999, art. 347, §§ 2º e 3º; IN SRF nº 11/96, art. 30). Salienta-se que essa imputação aos dividendos é permitida só e tão só aos dividendos obrigatórios.

Conforme salientado por Higuchi et al. (2010), a dificuldade de cálculo dos JSCP ocorre quando houver inúmeras alterações de patrimônio líquido no decorrer do período-base porque a aplicação da taxa de juros é *pro rata* dia.

Segundo Neves et al. (2009) não houve edição de ato normativo da Receita Federal quanto ao esclarecimento do cálculo da taxa *pro rata* a ser realizado exponencialmente ou linearmente, o que houve foi a expedição da Circular nº 2.722/96 (DOU – Diário Oficial da União - de 25/09/96) pelo Banco Central do Brasil estabelecendo condições para remessa de juros sobre o capital próprio (JSCP) da pessoa jurídica a sócios ou acionistas residentes no exterior cujo anexo contém demonstrativo com sugestão do critério exponencial cabendo salientar que os cálculos foram realizados utilizando-se o ano comercial (360 dias) sem impedimento previsto pela lei em utilizar o ano civil (365 dias) e o número de dias exato de cada mês.

Conforme abordado por Neves et al. (2009), a convenção exponencial considera a taxa anualizada de TJLP de cada mês. É feito o cálculo da taxa mensal a juros compostos para a determinação da TJLP relativa ao mês analisado. Com a taxa mensal correspondente a cada mês do período analisado, é realizada a multiplicação dos fatores de cada mês (por exemplo, se a TJLP de janeiro de x1 é de 1,36% ao mês, o fator a ser considerado é de 1,0136) e o Patrimônio Líquido de um período compreendido por 5 meses é multiplicado, pelo exemplo, pelo fator acumulado das taxas de 5 meses. Caso o Patrimônio Líquido tenha seu montante mudado um novo fator acumulado é calculado sobre o montante de Patrimônio Líquido mudado. O somatório das multiplicações do PL e dos fatores menos os próprios Patrimônios Líquidos considerados como o “principal” forma o valor a ser considerado de JSCP.

Conforme abordado por Neves et al. (2009), a convenção linear considera a taxa anualizada de TJLP de cada mês. É feito o cálculo da taxa mensal, simplesmente dividindo a taxa anual pelo número de meses do ano (12) para a determinação da TJLP relativa ao mês analisado. Com a taxa mensal correspondente a cada mês do período analisado, é realizada a soma das respectivas taxas mensais e o Patrimônio Líquido de um período compreendido por 5 meses é multiplicado, pelo exemplo, pelo fator acumulado (somado) das taxas de 5 meses. Caso o Patrimônio líquido tenha seu montante mudado um novo fator acumulado é calculado sobre o montante de Patrimônio Líquido mudado. O somatório das multiplicações do PL sobre as taxas mensais somadas referentes a cada período compreendido de um mesmo montante de Patrimônio Líquido forma o valor a ser considerado de JSCP.

Conforme demonstrado por Neves et al. (2009), o cálculo pela convenção linear tem como resultado um valor de JSCP maior que o da convenção exponencial.

A dedutibilidade dos JSCP da base de cálculo da contribuição social não teve sua regra de cálculo alterada pelo art. 29 da IN n 93/97. Dessa forma, não há pronunciamento formal (Lei) referente à forma de cálculo desse tributo tal como ocorrido quando da permissão de dedutibilidade para fins de Imposto de Renda cuja base de cálculo é o lucro antes da provisão do imposto de renda, da dedução dos referidos juros e depois da dedução da CSLL (Lei 9.249/95).

Conforme parágrafo único do art. 30 da IN 11/96, para que os Juros Sobre Capital Próprio pagos ou creditados sejam dedutíveis para fins de determinação do Lucro Real mesmo que imputados aos dividendos ou na ocasião de creditados à conta de reserva específica, deverão ser registrados como despesas financeiras. E, segundo o parágrafo 4º do art. 29 da IN 11/96 da Receita Federal do Brasil, os JSCP devem ser contabilizados como receitas financeiras. No entanto, vale salientar que de acordo com Neves et al. (2009), não é atribuição da Receita Federal estabelecer como o contribuinte deve elaborar a sua contabilidade, mas sim apenas apurar se os tributos foram pagos corretamente.

Porém o art. 30 da IN 93/97 dispôs: que

[...] somente serão dedutíveis na determinação do lucro real e na base de cálculo da contribuição social os juros sobre o capital próprio pagos ou creditados aos sócios ou acionistas da pessoa jurídica, descabendo a dedutibilidade nos casos em que sejam incorporados ao capital social ou mantidos em conta de reserva destinada a aumento de capital.

Assim, conforme salientado por Higuchi et al. (2010), as empresas que por ventura não distribuam a totalidade dos JSCP, deverão efetuar o crédito na conta dos acionistas no valor total apurado e aumentar o capital desses acionistas com a devida subscrição. Não devem, portanto, lançar os JSCP diretamente na conta de reservas para aumento de capital. No entanto, cabe ponderar que conforme observação dos autores, o disposto no art. 30 da IN nº 93/97 não tem base legal para que não sejam dedutíveis se escriturados em reservas para aumento de capital, caso o IRRF à alíquota de 15% sejam pagos tempestivamente.

Posteriormente houve a disposição da IN 41/98 da SRF, onde foi estabelecido que para fins de dedutibilidade, os JSCP são considerados creditados quando forem registrados como despesa na escrituração contábil da pessoa jurídica em contrapartida a conta de passível exigível que presente sócio ou acionista da sociedade, foi estabelecido também que a utilização do valor creditado, líquido do imposto incidente na fonte para integralização de aumento de capital na empresa não prejudica o direito a dedutibilidade da despesa, tanto para efeito do lucro real quanto da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido.

2.5.2 Aspectos Contábeis dos JSCP

Em consonância com o art. 4 da IN nº 41/98, quando a pessoa jurídica pagadora registra o crédito de JSCP para seus acionistas e a respectiva retenção de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF), a pessoa jurídica beneficiária passa a ser obrigada a contabilizar a receita na mesma data, ainda que o efetivo pagamento não tenha sido realizado. É válido salientar que não foi mencionado expressamente se essas receitas deveriam ser registradas como receitas financeiras.

Conforme o art. 725 do RIR/1999, quando a fonte pagadora assumir o ônus do imposto devido pelo beneficiário, a importância paga, creditada, empregada, remetida ou entregue, será considerada líquida, cabendo o reajustamento do respectivo rendimento bruto, sobre o qual recairá o imposto.

A Receita Federal já havia se pronunciado sobre o assunto através do PN nº 2 de 1980 ao estabelecer que quando a pessoa jurídica assume o Imposto de Renda Retido na Fonte, esse custo é dedutível como despesa tal como os JSCP.

Vale pontuar que quando o valor é assumido pela pessoa jurídica pagadora, o limite de dedutibilidade deve ser mensurado considerando também esse custo.

Cabe mencionar que de acordo com o inciso III da Deliberação 207/96 da CVM, “os juros sobre o capital próprio que forem utilizados para aumento de capital ou para manutenção em reserva, na forma do parágrafo 9º do artigo 9º da Lei nº 9.249/95, deverão ser destinados a partir da conta de Lucros Acumulados e registrados em conta específica de Reserva de Lucros até a sua capitalização.”

E segundo o inciso IV da mesma deliberação, “o imposto de renda na fonte, assumido pela empresa e incidente sobre os juros utilizados na forma do item III, deverá ser reconhecido, como despesa, diretamente na demonstração do resultado do exercício.”

Nas companhias abertas, conforme inciso V da Deliberação da CVM 207/96, “os juros pagos ou creditados somente poderão ser imputados ao dividendo mínimo, previsto no artigo 202 da Lei nº 6.404/76, pelo seu valor líquido do imposto de renda na fonte”.

Apesar de a CVM através do Ofício Circular nº 02/96 admitir a evolução da legislação no sentido de aproximação do resultado contábil ao econômico, onde o lucro verdadeiro deve considerar a remuneração de seus financiadores (capital

próprio e de terceiros), sua interpretação com relação aos registros parece ser distinta a da lei 9.249/95 e demais legislações tributárias.

Com relação à contabilização de JSCP, de acordo com a Deliberação 207/96 da CVM, os juros pagos ou creditados pelas companhias abertas a título de remuneração do capital próprio devem ser contabilizados diretamente na conta de Lucros Acumulados sem afetar o resultado do exercício, devendo ser contabilizados da seguinte forma:

- a) como crédito da conta de investimentos, quando avaliados pelo método da equivalência patrimonial e desde que os juros sobre o capital próprio estejam ainda integrando o patrimônio líquido da empresa investida ou nos casos em que os juros recebidos já estejam compreendidos no valor pago pela aquisição do investimento; e
- b) como receita nos demais casos.

Conforme a mesma Deliberação (CVM 207/96),

[...] caso a companhia opte, para fins de atendimento às disposições tributárias, por contabilizar os juros sobre o capital próprio pagos/creditados ou recebidos/auferidos como despesa ou receita financeira, deverá proceder à reversão desses valores, nos registros mercantis, de forma a que o lucro líquido ou o prejuízo do exercício seja apurado nos termos desta Deliberação.

Registre-se, ainda, que a reversão supramencionada poderá ser evidenciada na última linha da demonstração do resultado antes do saldo da conta do lucro líquido ou prejuízo do exercício.

Como se observa, a CVM não trata os JSCP como despesa e sim como uma distribuição de resultados ao indicar sua contabilização diretamente no Patrimônio líquido sem que seus registros sejam realizados em conta de resultado.

Cabe ponderar que conforme Higuchi et al. (2010), a contabilização apenas no Patrimônio líquido proposta pela CVM (Deliberação CVM 207/96) não atende a lei porque o fato gerador do imposto de renda na fonte de 15% só ocorre quando os juros forem pagos ou creditados aos sócios ou acionistas. Logo, segundo Higuchi et al. (2010), a sugestão de débito e crédito na conta de lucros acumulados na mesma data de encerramento do período-base é uma sugestão insensata.

Conforme salientado por Iudícibus et al. (2010), quando da regulamentação da Deliberação da CVM 207/96, a CVM entendeu que dadas as condições impostas em lei aos JSCP (serem em função do lucro, serem imputados aos dividendos obrigatórios e não refletirem de fato o custo de capital próprio), estes em essência,

nada mais seriam do que uma destinação de parte do resultado apurado em um exercício social e, assim, devem ser divulgados em demonstração de mutações do patrimônio líquido. Esse mesmo entendimento foi corroborado por Costa Jr. (2004). Cabe lembrar que para a Receita Federal, conforme já comentado, os JSCP seriam uma despesa financeira.

De acordo com Ludícibus et al. (2010), a contabilização de JSCP como despesa financeira é um procedimento que não pode mais ser seguido por nenhuma entidade em virtude das novas normas contábeis brasileiras vigentes a partir de 2008 uma vez que esse registro ser de natureza totalmente fiscal. Para esses autores, esses pagamentos ou créditos são distribuições de resultado e assim, não podem ser registrados pela forma jurídica de juros uma vez que na essência são distribuições de lucro.

Outro ponto a ser ressaltado é que, ainda segundo Ludícibus et al. (2010), a utilização de JSCP como despesa financeira prejudica a comparabilidade entre as empresas em virtude do seu uso facultativo e a limitação imposta pela lei pode fazer com que as empresas não o registrem em totalidade. Além disso, o disposto na deliberação da CVM 207/96 no que tange à contabilização de JSCP, estabelecendo que seu registro deva ser realizado diretamente na conta de Lucros Acumulados sem afetar o resultado do exercício, é obrigação apenas das companhias abertas, o que pode prejudicar a comparabilidade não só das empresas que utilizam ou não JSCP, mas dentre as que utilizam (cias fechadas ou não).

De acordo com o Art. 132 da Lei das 6.404/76, compete à Assembléia Geral deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos. De forma semelhante, os juros sobre capital próprio como espécie de participação nos lucros da sociedade, devem também ser deliberados pela Assembléia Geral salvo se houver previsão no estatuto que autorize esse tipo de deliberação para o conselho de administração. (BRASIL, 2010).

Brasil (2010) salienta que a possibilidade de imputação dos JSCP aos dividendos mínimos obrigatórios decorre da própria lei (Lei 9.249/95), não dependendo, portanto, de previsão estatutária, sendo apenas necessário que a Assembléia Geral de acionistas aprove a referida imputação.

2.5.3 Natureza dos JSCP

Para Brasil (2010), na doutrina a natureza jurídica dos Juros Sobre o Capital Próprio está longe da pacificação, havendo três posições sobre o tema: a primeira que considera que os JSCP sejam uma modalidade de dividendos; a segunda defende que os JSCP teriam natureza de juros e assim seriam receitas financeiras para as pessoas jurídicas receptoras e a terceira que defende que os JSCP seriam uma espécie de participação no resultado da sociedade sujeita a um regime fiscal diferenciado.

Ainda segundo Brasil (2010), essa divergência de entendimentos estaria relacionada ao aparente conflito de normas que surgiu com a edição dos seguintes atos normativos: Instruções Normativas 11/96 e 41/98 da Receita Federal do Brasil; a Deliberação 207/96 da CVM e os Decretos 5.164/04 e 5.442/05 da Presidência da República.

Assim como a CVM através da Deliberação 207/96, Carvalhosa (2009, v. 1, p. 221) defende que os JSCP seriam uma modalidade de distribuição de resultados, e que sua criação seria uma forma de compensação dos prejuízos causados em decorrência do fim da correção monetária.

Outros autores Silva (1997); Torres (1997) e Xavier (1997) também atribuem aos JSCP a natureza de resultado distribuível que dependem da aferição de lucro além de frequentemente demonstrarem características de dividendos como conversibilidade em ações, etc.

Já para Rolim (1996) e Guerreiro (1996), os JSCP seriam uma despesa operacional financeira referente à remuneração do capital próprio investido pelos acionistas (pelo seu custo de oportunidade) sendo a permissão de dedutibilidade das bases de cálculo do imposto de renda possibilitada pelas leis 9.249/95 e 9.430/96 um balizador desse entendimento.

De acordo com Silva (1997, p. 80), não há o que se discutir sobre a natureza jurídica dos juros sobre capital próprio quando a lei assim os denominam como “juro” e caso não seja assim considerado, poderá não haver a dedutibilidade do valor pago das bases de cálculos do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e da CSLL.

Para Higuchi (2008, p. 109): “[...] os juros sobre o capital próprio são assemelhados aos rendimentos de importâncias emprestadas”. Afinal, similantemente

às despesas com a remuneração do capital de terceiros, as despesas relativas à remuneração do capital próprio seriam também alocadas em rubricas de despesas financeiras, podendo ser dedutíveis de Imposto de Renda e de Contribuição Social sobre o Lucro. Aqui cabe um comentário acerca desse entendimento: os registros contábeis são registrados independentemente dos registros fiscais e, ainda, embora, os JSCP sejam assemelhados à remuneração da dívida quanto ao benefício fiscal, as obrigações com terceiros devem ser honradas independentemente do resultado apurado no negócio.

Conforme comentado por Xavier (1997, p. 11), “O artigo 9º da Lei n. 9.249/95 não criou uma nova figura jurídica de direito provado, tendo-se limitado a estabelecer um regime fiscal opcional, até certo limite, dos lucros distribuíveis para a pessoa jurídica”.

Nesse entendimento, Gomes (2005, p. 65), ao analisar os elementos característicos dos juros distancia JSCP dos juros propriamente ditos. O autor também ressalta que os juros pressupõem a existência de uma dívida de capital que nasceria juntamente com a obrigação de “devolver o capital” emprestado, tendo equivalência a uma fração do capital devido.

De acordo com Coelho (2000, p. 41),

[...] os juros sobre o capital próprio, com certeza, são um tipo de remuneração da participação dos acionistas, feita em razão do investimento que eles realizam na atividade empresarial explorada pela companhia pagadora; mas uma remuneração de natureza diferente da dos dividendos.

Segundo Brasil (2010), os sócios não são mais proprietários do capital investido na sociedade após sua constituição mas sim, de cotas ou ações que lhes atribuem direitos e obrigações. Um desses direitos seria o de participar nos resultados da sociedade e não o de receber remuneração de um capital que não seria mais seu e sim, agora da sociedade. Assim, os JSCP seriam uma forma de participação do sócio no resultado da sociedade, sujeita a um regime fiscal diferenciado. Dentre os estudos abordados, esse parece ser o entendimento mais adequado segundo a autora desta pesquisa.

2.5.4 Tributação do Recebimento ou Crédito de JSCP para os Diferentes Beneficiários

O recebimento de dividendos pelos sócios implica alteração do patrimônio (acréscimo patrimonial em virtude do retorno do investimento realizado) quando da subscrição de ações ou cotas, acarretando em consequências tributárias a depender do tipo de sócio pessoa física ou pessoa jurídica que recebe os dividendos bem como o regime fiscal que cada um desses beneficiários e a pessoa jurídica pagadora estejam submetidos.

Conforme estabelecem a Constituição Federal de 1988 (CF/88) e o Código Tributário Nacional (CTN), a hipótese de incidência da regra-matriz do imposto de renda (IR) é o acréscimo patrimonial que beneficie tanto a pessoa física quanto a pessoa jurídica enquanto que a contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL) tem fundamento legal no art. 195, I da CF, sendo o critério material da regra-matriz de incidência de contribuição social sobre o lucro, o próprio lucro resultante da atividade econômica de uma empresa. E, de acordo com Andrade Filho (2008, p. 571), a base de cálculo da CSLL depende do regime de apuração (resultado ajustado, presumido ou arbitrado) que está atrelado ao regime adotado para cálculo e pagamento do IRPJ.

Antes de 01/01/1996, o tratamento fiscal dos dividendos recebidos dependia de qual regime fiscal a pessoa jurídica pagadora estava submetida. A partir de então, os dividendos recebidos relativos aos períodos posteriores a 1996 passaram a ser isentos de imposto de renda salvo os que corresponderem a pró-labore, aluguéis ou serviços prestados pelos sócios ou titulares das microempresas ou empresas de pequeno porte (LC 123/2006).

Convém mencionar que conforme salientado por Brasil (2010), os valores distribuídos a título de dividendos não podem ser deduzidos da base de cálculo do imposto de renda da pessoa jurídica e da contribuição social sobre o lucro líquido pois a sociedade não estaria tendo o seu acréscimo patrimonial tributado. No entanto, os JSCP podem ser dedutíveis das bases de cálculo do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social (possibilidade promovida pela Lei 9.924/95 e 9.430/96).

Conforme possibilidade proporcionada pela Lei (do § 7º do Art. 9º da Lei 9.249/95 e Art. 202 da Lei 6.404/76), a companhia que optar pelo pagamento de JSCP, poderá imputá-lo aos dividendos obrigatórios a serem distribuídos.

Mota e Eid Júnior (2007) ponderam as vantagens na distribuição de JSCP em relação à distribuição de dividendos, onde “a firma que opta por pagar JSCP tem um desembolso de recursos menor e um patrimônio líquido maior ao final do processo”.

Mas dependendo do tipo de acionista, a economia tributária global (possibilitada com o advento das leis 9.249/95 e 9.430/96), no que concerne à dedutibilidade do pagamento ou crédito de JSCP da base de cálculo do IR e da CSLL, pode ser anulada ou ainda proporcionar um efeito oposto. Em uma análise conjunta dos benefícios da empresa pagadora dos JSCP e do beneficiário recebedor pode haver consumo de recursos ao invés de economia dos mesmos, quando por exemplo: uma empresa que distribua JSCP seja tributada pelo lucro real a uma tributação de IR de 15% sem os adicionais de 10% e pagar JSCP a uma empresa acionista também tributada pelo lucro real cuja tributação de IR é de 15% mais os 10% adicionais sobre o excedente a R\$ 240.000, não será vantajoso o pagamento de JSCP pois o benefício fiscal gerado na empresa pagadora seria anulado pela maior tributação do beneficiário. Essa situação é pouco comum dentre as empresas de capital aberto brasileiras. Cabe registrar que não foi observado nenhum caso deste tipo na amostra pesquisada – empresas de capital aberto do setor elétrico brasileiro.

O planejamento tributário deve contemplar além dos interesses da empresa (economia de caixa e melhora dos indicadores econômico-financeiros), os interesses dos beneficiários (melhora do retorno do capital investido e carga tributária) levados em conta com o resultado global do conjunto.

Conforme salientado por Bisca et al. (2012), mesmo que as empresas busquem a redução de custos com a utilização de JSCP, a decisão em utilizá-lo deve ser analisada em conjunto com os beneficiários dado que a empresa não pode ser vista de forma isolada e sim analisando também os seus investidores pois se a maioria for pessoa jurídica a utilização desse tipo de remuneração não será apropriada pois a economia fiscal terá efeito inverso (economia de tributos na empresa pagadora e majoração de tributos na empresa recebedora).

2.5.4.1 Tributação da Pessoa Jurídica

Para melhor entendimento da tributação do recebimento ou crédito de JSCP nas pessoas jurídicas beneficiárias, seguem algumas considerações sobre as formas de tributação dessas entidades.

Os regimes fiscais que as pessoa jurídicas estão submetidas são os seguintes: regime do lucro real; regime do lucro presumido; regime do lucro arbitrado e regime das microempresas e empresas de pequeno porte.

Segundo artigo 247 do RIR/99, “o Lucro Real é o lucro líquido do período de apuração ajustado pelas adições, exclusões ou compensações prescritas ou autorizadas por esse Decreto.”

Já o regime do Lucro Presumido é aquele onde há presunção de existência do lucro ainda que efetivamente não tenha sido gerado lucro real no período. Há então o estabelecimento de percentuais de presunção do lucro em conformidade com os artigos 518 e 519 do RIR/99. Esses percentuais incidem sobre o valor das receitas de vendas e servirão com base para cálculo do tributo a ser pago.

Já o regime do Lucro Arbitrado ocorre geralmente quando o sujeito passivo da obrigação tributária deixa de elaborar alguma das obrigações acessórias que impeça que o fisco confira o valor do tributo recolhido. Segundo a Receita Federal, o lucro arbitrado

É aplicável pela autoridade tributária quando a pessoa jurídica deixar de cumprir as obrigações acessórias relativas à determinação do lucro real ou presumido, conforme o caso. Quando conhecida a receita bruta, e, desde que ocorrida qualquer das hipóteses de arbitramento previstas na legislação fiscal, o contribuinte poderá efetuar o pagamento do imposto de renda correspondente com base nas regras do lucro arbitrado.

Atualmente o regime de tributação denominado “Simples” é regido pela Lei Complementar (LC) nº 123 de 14/12/2006, onde determinadas sociedades dependendo da sua atividade e do seu faturamento anual, poderão optar pela adoção desse regime fiscal. Nesse regime, há o recolhimento unificado e centralizado de todos os tributos federais além do Imposto sobre Circulação de mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS) e do Imposto sobre Serviços de qualquer natureza (ISS).

2.5.4.2 Tributação da Pessoa Física

Para melhor entendimento da tributação do recebimento ou crédito de JSCP nas pessoas físicas beneficiárias, seguem algumas considerações sobre a formas de tributação da pessoa física.

Conforme o inciso II do § 3º do Art. 9º da Lei 9.249/95, o imposto de renda retido na fonte em virtude do pagamento de JSCP será considerado como uma tributação definitiva no caso de beneficiário pessoa física. As pessoas físicas estão sujeitas a um regime fiscal geral onde deverão elaborar uma declaração de rendimentos anualmente de forma a apurar o acréscimo patrimonial que tiveram no período. Com a dedução das despesas permitidas, é achado o valor da base de cálculo do imposto de renda onde é aplicada a alíquota de acordo com as faixas de ganho prevista em Lei. Do valor encontrado, deduz-se o imposto que tiver sido retido na fonte pagadora ou pago voluntariamente. No entanto, o IRRF relativo à distribuição de JSCP não poderá ser utilizado como ajuste anual da declaração de rendimentos da pessoa física.

Cabe ressaltar que nem todo o acréscimo patrimonial da pessoa física é tributado. Existem as hipóteses de imunidade, isenção ou não incidência e também as hipóteses onde a tributação ocorre exclusivamente na fonte ou de forma definitiva.

2.5.4.3 Tributação de imposto de renda e de contribuição social no recebimento de JSCP

A incidência de Imposto de renda retido na fonte referente a Juros sobre capital próprio (JSCP) é disciplinada pela lei 9.249/95. A seguir trechos do Art. 9º da referida lei:

§ 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.

§ 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.

O pagamento do imposto de renda retido na fonte (IRRF) tanto relativo a beneficiário residente no país quanto no exterior deverá ocorrer até o 3º dia útil subsequente ao decêndio de ocorrência do fato gerador (art. 70 da lei 11.196/05). Esse é o regramento para fatos geradores a partir de 01/01/1996. Antes disso, o recolhimento deveria ser realizado até o terceiro dia útil da semana subsequente ao da ocorrência do fato gerador. Quando os juros sobre capital não forem pagos mas creditados à reserva de capital ou destinados à capitalização, o recolhimento deverá ocorrer até quinze dias após o período base, devendo ser pago pela própria pessoa jurídica pagadora dos JSCP.

Na situação em que os juros sobre o capital próprio forem creditados aos acionistas e não forem efetivamente pagos aos mesmos e em havendo remuneração entre a data do crédito e a data do referido pagamento, essa remuneração é equiparada às aplicações financeiras de renda fixa, incidindo imposto de renda retido na fonte conforme legislação específica a esse tipo de rendimento.

Cabe salientar que em consonância com a legislação tributária (Parágrafo Único do Art. 219 do RIR/99), sendo os juros sobre capital próprio (JSCP) uma receita financeira, integrarão também a base de cálculo da CSLL da pessoa jurídica tributada pelo Lucro Real. É válido lembrar que de acordo com o Art. 2º da Lei 7.689/88, “A base de cálculo da contribuição é o valor do resultado do exercício, antes da provisão para o imposto de renda”. (BRASIL, 1988).

As bases de cálculo do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) das pessoas jurídicas optantes pelo lucro presumido contempla os juros remuneratórios do capital próprio pagos ou creditados por sociedade da qual a empresa seja sócia ou acionista (Artigos 36 e 41 da IN SRF nº 93, de 1997 e Artigos 521 e 536 do RIR/99).

2.5.4.3.1 Tributação de imposto de renda e de contribuição social relativa ao recebimento de JSCP na pessoa jurídica tributada pelo lucro real

De acordo com o já exposto da lei 9.249/95, a tributação de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) relativo aos Juros Sobre o Capital Próprio de pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real será considerado como uma antecipação do devido na declaração de rendimentos, podendo 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.

Quando a pessoa jurídica opta pela apuração do lucro trimestral, os juros sobre capital próprio não deduzidos no trimestre não poderão ser deduzidos em outro trimestre. Cabe ressaltar que o patrimônio líquido a ser considerado é o médio ajustado (media aritmética simples) sendo submetido aos mesmos ajustes relativos à apuração anual.

Conforme Brasil (2010), vale salientar que o pagamento de dividendos antecipados sem a elaboração de demonstrações financeiras e sem a aprovação dos sócios é irregular e portanto, não poderiam ser classificados como dividendos, estando sujeitos à incidência do imposto de renda.

Sem analisar o ponto de vista do beneficiário recebedor de JSCP, para Neves et al. (2009), a pessoa jurídica pagadora de JSCP terá menor carga tributária do que a que não o fizer pois o ônus do imposto de 15% recolhido na fonte será compensado com o benefício fiscal correspondente ao que deixará de ser pago referente a imposto de renda e de contribuição social referentes à dedução dessa despesa (JSCP) das bases de cálculos dos referidos tributos.

Assim, uma pessoa jurídica pagadora de JSCP tributada pelo lucro real em 15% de Imposto de Renda e em 9% de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido terá a economia fiscal referente a arrecadação da CSLL pois o benefício fiscal da empresa pagadora seria compensado com o pagamento de IRRF referente ao recebimento de JSCP pelos beneficiários pessoa física. Sendo a empresa pagadora tributada pelo adicional do imposto de renda de 10%, o benefício fiscal é majorado pois a despesa de JSCP também reduzirá a base de cálculo desse adicional.

Caso ambas as empresas (pagadora e recebedora de JSCP) não estiverem sendo tributadas pelo adicional do imposto de renda de 10%, é indiferente pagar JSCP sob o ponto de vista do IRPJ e da CSLL uma vez que o recebimento de JSCP na pessoa jurídica implica inclusão desse recebimento na base de cálculo da CSLL, anulando a vantagem fiscal da empresa pagadora com o ônus fiscal da empresa recebedora.

Caso a empresa pagadora de JSCP incorra no adicional de imposto de renda de 10% e a empresa pagadora não incorra, haverá vantagem no pagamento de Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) pois conforme salientado por Neves et al. (2009), a empresa pagadora deixaria de pagar 25% de IRPJ enquanto que a

recedora só pagaria 15% de IRRF, caso contrário, será também indiferente pagar ou não JSCP. Essa análise é válida apenas se o pagamento de JSCP não acarretar em modificação da carga tributária, ou seja, se o fato do pagamento de JSCP influir na sujeição do adicional de imposto de renda de 10%.

Quando a contabilização da receita financeira é realizada pela pessoa jurídica beneficiária de JSCP, a contabilização do imposto de renda retido na fonte (IRRF) deve ser também realizada. Sendo possível abatê-lo do imposto devido sobre o lucro real a ser apurado, seu registro deverá ser realizado em conta do Ativo Circulante semelhante às situações de retenção de IRRF dos rendimentos de aplicações financeiras de renda fixa.

2.5.4.3.2 Tributação de imposto de renda e de contribuição social relativa ao recebimento de JSCP na pessoa jurídica tributada pelo lucro presumido ou lucro arbitrado

A partir de 01/01/1997 com o advento do Art. 51 da Lei 9.430/96, os JSCP recebidos pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro presumido e no lucro arbitrado passaram a compor a base de cálculo do imposto de renda. Assim, o imposto retido na fonte sobre JSCP dessas entidades passaram a ser uma antecipação do devido no período de apuração.

Assim, as bases de cálculo do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) das pessoas jurídicas optantes pelo lucro presumido contempla os juros remuneratórios do capital próprio pagos ou creditados por sociedade da qual a empresa seja sócia ou acionista (Artigos 36 e 41 da IN SRF nº 93, de 1997 e Artigos 521 e 536 do RIR/99).

2.5.4.3.3 Tributação relativa ao recebimento de JSCP na pessoa jurídica tributada pelo "simples"

Conforme salientado por Brasil (2010), considerando que de acordo com o artigo 9º da Lei 9.249/95, a dedutibilidade fiscal dos JSCP só seja aplicada para a pessoa jurídica tributada pelo lucro real, a pessoa jurídica sujeita ao SIMPLES teria que ter como sócia outra pessoa jurídica sujeita ao lucro real. Porém, uma das hipóteses previstas na LC 123/2006 para desenquadrar uma pessoa jurídica como

beneficiária do regime tributário diferenciado do SIMPLES é quando o capital dessa pessoa jurídica participa de outra pessoa jurídica, logo não há possibilidade de que duas pessoas jurídicas sujeitas ao SIMPLES sejam beneficiadas pelo pagamento de JSCP.

E, ainda, de acordo com o Art. 14 da Lei Complementar 123 de 14/12/2006, são isentos de imposto de renda na fonte os valores pagos a titular ou sócio da microempresa ou empresa de pequeno porte optante pelo Simples Nacional sendo que essa isenção fica limitada ao valor resultante da aplicação dos percentuais de que trata o Art. 15º da Lei 9.249/95 sobre a receita bruta mensal, no caso de antecipação de fonte, ou da receita bruta total anual, tratando-se de declaração de ajuste, subtraído do valor devido na forma do Simples Nacional no período.

Ou seja, além da não possibilidade de benefício do uso de JSCP sob o ponto de vista da empresa pagadora, segundo Brasil (2010), essa sistemática onerou o recebimento de dividendos por parte dos sócios ou titulares das microempresas ou empresas de pequeno porte em relação aos sócios das demais sociedades sujeitas aos outros regimes fiscais.

2.5.4.3.4 Tributação relativa ao recebimento de JSCP na pessoa física

De acordo com o já exposto da lei 9.249/95, a tributação de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) relativo aos Juros Sobre o Capital Próprio de pessoas jurídicas isentas e pessoas físicas é definitiva e não há incidência de IRRF na pessoa jurídica imune mesmo na hipótese de capitalização dos referidos juros, o que pode ser verificado no art. 3º da IN da SRF 12/99.

A pessoa física não é tributada em CSLL quando do recebimento ou crédito de JSCP.

2.5.4.3.5 Tributação relativa ao recebimento de JSCP em casos específicos

A partir de 01/01/1998, os Juros sobre capital próprio recebidos por fundos, clubes ou carteiras de investimentos bem como outras formas de investimento associativo ou coletivo passaram a ser isentos de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) conforme os artigos 28 § 10º, 33º e 81º da lei n 9.532/97 enquanto que os JSCP pagos ou creditados para beneficiários residentes em paraísos fiscais

são tributados na fonte à alíquota de 25% (art. 13º da IN nº 252/02 e artigo 8º da Lei 9.779/99) conforme descrição abaixo

Art. 13. As importâncias pagas, creditadas, entregues, empregadas ou remetidas para beneficiários domiciliados no exterior, a título de juros sobre o capital próprio, estão sujeitas à incidência do imposto de renda na fonte, à alíquota de quinze por cento.

§ 1º Os rendimentos mencionados no caput recebidos por pessoa jurídica domiciliada em país com tributação favorecida sujeitam-se à incidência do imposto na fonte à alíquota de 25%.

Conforme Decisão de Consulta nº 307, de 20/12/2000 da 8ª Região Fiscal, país com tributação favorecida é o país que não tributa renda ou que a tribute à alíquota máxima inferior a 20%, inclusive o relativo à Juros Sobre Capital Próprio (JSCP).

Conforme citado por Higuchi et al. (2010), o DOU de 17/10/2001 publicou duas soluções de consultas da 6ª Região Fiscal (números 76 e 157). A primeira dispõe que os JSCP pagos ou créditos a sócio residente no Japão não se enquadram no art. 10º da Convenção Brasil/Japão, sendo tributados à alíquota de 15%. A solução de número 157 ao alterar a solução 76/01, definiu que a tributação dos JSCP pagos ou creditados a sócio residente no Japão será a alíquota de 12,5%.

A seguir tabela-resumo da tributação de IR e de CSLL sobre os JSCP em cada tipo de beneficiário.

Tabela 1 - Resumo da tributação de IR e de CSLL sobre os JSCP em cada tipo de beneficiário

	Pessoa Jurídica			
Tributação	Simplex	Lucro Presumido ou Lucro Arbitrado	Lucro Real	
Imposto de Renda	Não se aplica conforme item 2.5.5.3.3	15% de IRRF - Tributação Definitiva	15% de IRRF - Antecipação do devido	
CSLL		JSCP entra na Base de cálculo	JSCP entra na Base de cálculo	
Tributação	Pessoa Física	Domiciliado no exterior	Residente do Japão	Domiciliado no exterior com tributação favorecida
Imposto de Renda	15% de IRRF - Tributação Definitiva	15% de IRRF - Tributação Definitiva	12,5% de IRRF - Tributação Definitiva	25% de IRRF - Tributação Definitiva
CSLL	-	-	-	-

Fonte: Elaboração própria de acordo com a legislação vigente e abordada nesse trabalho.

2.5.4.4 Tributação de Pis e de Cofins nas receitas de JSCP das pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real e pelo lucro presumido ou arbitrado

Além da tributação de Imposto de Renda e de Contribuição Social sobre as receitas decorrente do recebimento de JSCP, há de considerar que as Receitas de Juros nas pessoas jurídicas sofrem a incidência das contribuições ao PIS e à COFINS às alíquotas de 0,65% e de 3% respectivamente relativas ao Regime da Cumulatividade (Pessoas jurídicas tributadas pelo Lucro Presumido ou Arbitrado) e de 1,65% e de 7,6% respectivamente relativas ao Regime da não-cumulatividade (Pessoas jurídicas tributadas pelo Lucro Real).

Conforme destacado por Neves et al. (2009), a pessoa jurídica pagadora ao contabilizar os JSCP como despesas financeiras não terá direito aos créditos de PIS e de COFINS conforme o Regime da não-cumulatividade enquanto que a pessoa jurídica recebedora ao registrar os JSCP como receitas financeiras estará sujeita ao pagamento das contribuições ao PIS e à COFINS tanto pelo Regime da Cumulatividade quanto pelo Regime da não-cumulatividade.

2.5.4.4.1 Tributação de Pis e de Cofins no regime da não cumulatividade – beneficiários pessoa jurídica sujeitos à tributação do lucro real

As pessoas jurídicas que apuram o IRPJ com base no Lucro Real estão sujeitas à incidência não cumulativa (regime da não cumulatividade) na tributação de PIS e de COFINS (leis 10.637/2002 e 10.833/03).

O alargamento da base de cálculo do PIS/PASEP e da COFINS para a totalidade das receitas auferidas promovido pela Lei 9.718/98 teve sua matéria validada constitucionalmente apenas quando da edição da Emenda Constitucional 20/98 (EC 20/98). Ainda que tivesse validade constitucional, os JSCP não deveriam ser ainda isentos do PIS/PASEP e da COFINS em virtude de sua natureza jurídica ser de participação nos lucros e não de juros.

A Medida Provisória 66/02 convertida na Lei 10.637/2002 (com a validade constitucional dada pela EC 20/98), ampliou a base de cálculo do PIS/PASEP para todas as receitas auferidas pela pessoa jurídica e estabeleceu o regime de não cumulatividade na cobrança dessa contribuição, tendo majorado a alíquota deste tributo para 1,65%. Assim, sendo o entendimento da Receita Federal (IN 11/96), que

os JSCP sejam receitas, os mesmos sofreriam a incidência de PIS/PASEP relativos às distribuições a partir de 30/08/2002.

No entanto, considerando a natureza jurídica dos referidos juros de participação nos lucros, os mesmos estariam enquadrados na isenção estabelecida pela alínea “b” do inciso V do § 3º do Art. 1º da Lei 10.637/2002, assim descrito: “§ 3º Não integram a base de cálculo a que se refere este artigo, as receitas: V - referentes a: b) reversões de provisões e recuperações de créditos baixados como perda, que não representem ingresso de novas receitas, o resultado positivo da avaliação de investimentos pelo valor do patrimônio líquido e os lucros ou dividendos derivados de investimentos avaliados pelo custo de aquisição, que tenham sido computados como receita.”

A Medida Provisória 66/02 convertida na Lei 10.833/2003 ampliou a base de cálculo da COFINS para todas as receitas auferidas pela pessoa jurídica e estabeleceu o regime de não cumulatividade na cobrança dessa contribuição, tendo majorado a alíquota deste tributo para 7,6%. Assim, sendo o entendimento da Receita Federal (IN 11/96), que os JSCP sejam receitas, os mesmos sofreriam a incidência da COFINS relativos às distribuições a partir de 31/10/2003.

No entanto, considerando a natureza jurídica dos referidos juros de participação nos lucros, os mesmos estariam enquadrados na isenção estabelecida pela alínea “b” do inciso V do § 3º do Art. 1º da Lei 10.833/2003, assim descrito:

§ 3º Não integram a base de cálculo a que se refere este artigo, as receitas: V - referentes a: b) reversões de provisões e recuperações de créditos baixados como perda, que não representem ingresso de novas receitas, o resultado positivo da avaliação de investimentos pelo valor do patrimônio líquido e os lucros ou dividendos derivados de investimentos avaliados pelo custo de aquisição, que tenham sido computados como receita. (BRASIL, 2003).

Assim, os juros sobre capital próprio recebidos pelas pessoas jurídicas derivados de investimentos avaliados pelo custo de aquisição não integrariam a base de cálculo do PIS/PASEP e da COFINS em virtude de sua natureza jurídica ser de distribuição de resultados sujeita a regime fiscal especial.

Com o § 2º do Art. 27 da Lei 10.865/04, ao Poder Executivo foi delegada a possibilidade de reestabelecer as alíquotas de PIS/PASEP e COFINS estabelecidas pelas Leis 10.637/02 e 10.833/03. Assim, com essa autorização, foi editado o Decreto 5.164/04 que posteriormente foi revogado pelo Decreto 5.542/05.

Nesses decretos (5.164/04 e 5.542/05) foram reduzidas a zero as alíquotas da Contribuição para o PIS/PASEP e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) incidentes sobre as receitas financeiras auferidas pelas pessoas jurídicas sujeitas ao regime de incidência não-cumulativa das referidas contribuições. Porém, esses decretos também excluíram do disposto da redução de alíquotas as receitas financeiras oriundas de juros sobre capital próprio e as decorrentes de operações de hedge.

No entanto, novamente em virtude da natureza jurídica dos juros sobre o capital próprio, segundo Brasil (2010), os valores recebidos sob esta rubrica já estariam isentos de PIS/PASEP e de COFINS, conforme alínea “b” do inciso V do § 3º do Art. 1º das Leis 10.637/2002 e 10.833/2003. De acordo com Bobbio (1997, p. 54 apud BRASIL, 2010, p. 189), toda norma emitida por um órgão inferior quando da delegação de um órgão superior, está sujeita a limites materiais e formais.

Cabe ressaltar que, apesar do colocado por Brasil (2010) contrariando a incidência de PIS/PASEP e de COFINS sobre os JSCP e apesar de algumas empresas buscarem judicialmente o não recolhimento das referidas contribuições, conforme Nasrallah (2012), o Superior Tribunal de Justiça (STJ) não acolheu a tese de que os juros sobre o capital próprio teriam natureza de dividendos, tendo precedentes inclusive em 2012.

2.5.4.4.2 Tributação de Pis e de Cofins no regime da cumulatividade – beneficiários pessoa jurídica sujeitos à tributação do presumido ou lucro arbitrado

As pessoas jurídicas que apuram o IRPJ com base no Lucro Presumido ou Lucro Arbitrado estão sujeitas à incidência cumulativa (regime da cumulatividade) na tributação de PIS e de COFINS (Lei 9.718/1998) de 0,65% e 3% respectivamente.

Com a vigência da Lei 9.718/1998, a partir de 01/02/1999, a base de cálculo do PIS e da COFINS passou a ser a totalidade das receitas auferidas pela pessoa jurídica, não sendo, portanto, relevante o tipo de atividade por ela executada bem como a classificação contábil adotada para os registros de suas receitas. Ou seja, com as alterações promovidas pela Lei 9.718/98, todas as receitas, com exceção

das excluídas pela própria Lei, integram a base de cálculo da COFINS e do PIS, sendo operacionais ou não.

Todavia, com o advento do artigo 79 da Lei 11.941/2009, que revogou o § 1º do art. 3º da Lei 9.718/1998, interpreta-se que a base de cálculo do PIS e da COFINS será a receita bruta da pessoa jurídica, e não mais a totalidade das receitas auferidas (incluindo as receitas de juros sobre capital próprio). Assim, entende-se que as receitas passíveis de tributação será o faturamento decorrente das operações usuais da atividade empresarial, não sendo mais o total das receitas auferidas. Conforme salientado pelo Portal Tributário, esta interpretação depende de confirmação dos órgãos tributários, sendo preliminar.

A seguir tabela-resumo da tributação sobre os JSCP em cada tipo de beneficiário.

Tabela 2 - Resumo da tributação sobre os JSCP em cada tipo de beneficiário

	Pessoa Jurídica			
Tributação	Simplex	Lucro Presumido ou Lucro Arbitrado	Lucro Real	
Imposto de Renda	Não se aplica conforme item 2.5.5.3.3	15% de IRRF - Tributação Definitiva	15% de IRRF - Antecipação do devido	
CSLL		JSCP entra na Base de cálculo	JSCP entra na Base de cálculo	
PIS		0,65%	7,60%	
COFINS		3,00%	1,65%	
Tributação	Pessoa Física	Domiciliado no exterior	Residente do Japão	Domiciliado no exterior com tributação favorecida
Imposto de Renda	15% de IRRF - Tributação Definitiva	15% de IRRF - Tributação Definitiva	12,5% de IRRF - Tributação Definitiva	25% de IRRF - Tributação Definitiva
CSLL	-	-	-	-
PIS	-	-	-	-
COFINS	-	-	-	-

Fonte: Elaboração própria de acordo com a legislação vigente e abordada nesse trabalho.

2.5.5 Pesquisas Relativas a JSCP

França (1998) buscou verificar os benefícios da utilização dos JSCP pelas pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real como um instrumento de planejamento tributário de redução da carga tributária, se no caso de a empresa substituir a remuneração devida aos sócios dirigentes pelo JSCP, no caso de os sócios serem

remunerados por ambas as remunerações e no caso de apenas distribuição de dividendos, existiria vantagem tributária no conjunto (empresa + sócios).

Como ressaltado pelo autor, a possível substituição da remuneração dos sócios dirigentes pelo pagamento de JSCP está inserida num contexto de entidades de capital fechado e de empresas administradas familiarmente, onde a incidência de IRRF sobre a remuneração do trabalho está submetida à tabela progressiva de 16,5% a 27,5% ao passo que a alíquota de IRRF sobre os JSCP é de 15% independentemente do valor a ser distribuído.

As conclusões de França (1998) foram as seguintes: a utilização de JSCP se comparada ao não uso mostra-se vantagem tributária. Além disso, a adoção do procedimento de JSCP mostrou-se a mais vantajosa se utilizada cumulativamente à remuneração de sócios dirigentes em virtude do menor dispêndio a título de tributos em relação à alternativa de pagamento de apenas de JSCP ainda que em montante de igual valor.

Costa Jr. et al. (2004) ao verificarem se as companhias abertas brasileiras conhecidas como “vacas leiteiras” estariam imputando os Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP), Líquidos de Imposto de Renda na Fonte (IRRF), ao dividendo obrigatório, na forma da legislação em vigor, constataram que das 29 companhias abertas que mais pagaram dividendos analisadas, somente 8 não cometeram erro relacionado à imputação dos JSCP ao dividendo obrigatório e que 10 das 29 empresas prestaram informações conflitantes entre si nas publicações analisadas.

Ressalta-se que 11 dessas 29 empresas compõem a carteira teórica do índice Ibovespa em vigor na época. Costa e Jr et al. (2004) salientaram que a imputação correta dos JSCP aos dividendos e sua evidenciação merecem maior atenção por parte dos administradores das companhias abertas, da CVM, dos auditores independentes, dos membros do conselho fiscal, dos analistas de mercado além de todos os profissionais que atuam no mercado de capitais.

Santos, Resende e Marques (2005) ao investigarem se as companhias abertas do setor petrolífero estariam remunerando adequadamente seus acionistas no sentido de estar imputando os JSCP aos dividendos e unicamente aos dividendos mínimos obrigatórios, selecionaram três companhias abertas da base de dados da CVM, que no período de 2001 a 2003 remuneraram seus acionistas por meio de juros sobre capital próprio, tendo verificado que todas as companhias apresentaram algum problema, tanto relacionado à imputação dos juros sobre

capital próprio aos dividendos obrigatórios, seja quanto à qualidade das informações.

Guerreiro e Santos (2006) ao investigarem o comportamento das empresas no que se refere à utilização da legislação relativa aos juros sobre o capital próprio, avaliaram as publicações dos períodos de 1996 a 2004 de aproximadamente 3.000 empresas que atuam em todo o território nacional, tendo verificado que, dentre as empresas pesquisadas aproximadamente 405 delas utilizavam a alternativa do pagamento de JSCP. Também ficou evidenciado que a distribuição entre as empresas industriais, comerciais e prestadoras de serviços é bastante equilibrada, porém, o pagamento de JSCP entre as empresas com ações na bolsa é mais usual, Já que de cada 3 empresas listadas na bolsa 2 utilizam JSCP enquanto que as empresas não negociadas na bolsa a proporção é 3 empresas para 1. Além disso, foi observado também que o percentual das empresas que pagaram JSCP foi maior entre as empresas estrangeiras, no entanto, nos últimos anos do estudo existiu crescimento significativo entre as estatais onde de cada duas empresas pesquisadas, uma utiliza JSCP.

Costa e Silva (2006) ao analisarem o impacto do uso dos juros sobre o capital próprio nas empresas brasileiras do setor de energia elétrica verificaram que a adoção de JSCP para substituir o dividendo provoca uma redução no lucro tributável e nas saídas de caixa decorrentes da redução da despesa com imposto de renda e contribuição social. Além disso, foi observado que parte considerável das empresas (mais de 50%) não estavam conseguindo com seus lucros remunerar o investidor o custo mínimo de oportunidade.

Malaquias et al. (2007) ao analisarem os juros sobre o capital próprio envolvendo a empresa pagadora e o acionista recebedor com o auxílio do software Crystal Ball, verificaram que para acionistas pessoas jurídicas, a contabilização de JSCP pela empresa de que são sócios não é tributariamente interessante porém para acionistas pessoas física essa contabilização mostra-se vantajosa, ou seja, nem sempre a contabilização de JSCP levará a economia tributária quando analisado o conjunto formado pela empresa e os acionistas beneficiários desses recebimentos.

O estudo de Malaquias et al. (2007) considerou como tributação da empresa pagadora 15% de Imposto de Renda, mais os adicionais de 10%, 9% de CSLL e para a pessoa jurídica recebedora, além da mesma tributação de IR e CSLL, PIS e

COFINS sobre o recebimento de receita financeira. Vale salientar que na pessoa física a tributação é de apenas 15% de Imposto de Renda sem os demais tributos. Essa pesquisa simulou também a composição de carteiras de acionistas sendo composta por pessoas físicas e jurídicas em 10 mil combinações no intervalo de 1% a 100%. Quando o conjunto de pessoas físicas detinha 30% das ações da entidade analisada, por conseguinte, o conjunto de pessoas jurídicas detinha 70%. Com essa análise foi possível verificar que para algumas combinações entre os percentuais dos acionistas, haverá economia de impostos, já para outras combinações não haveria vantagem na utilização de JSCP. Se analisada isoladamente, a empresa pagadora sempre será vantajosa sob o ponto de vista de economia de impostos.

Santos e Salotti (2007) aplicaram questionários junto às empresas que pagaram JSCP relativos ao exercício de 2005 com o objetivo de avaliar os entendimentos dos dirigentes das companhias sobre essa forma de remuneração. Foi evidenciado que essas empresas têm escolhido essa forma de remuneração motivadas, principalmente, pelas vantagens fiscais que conseguem com tal procedimento. Conforme os autores, seus achados são similares aos de Ness Junior e Zani (2001) que verificaram que adoção do procedimento de lançar os juros sobre o capital próprio permite reduzir a carga fiscal da empresa.

Foi evidenciado também por Santos e Sallotti (2007) que a maior parte das empresas pesquisadas que pagaram JSCP (84%) tem utilizado o limite legal, merecendo destaque as estatais que, em sua quase totalidade (97%), têm utilizado o limite legal para pagamento dos JSCP. Ainda foi verificado que: 63% das empresas analisadas que pagaram JSCP compensaram tais valores com os dividendos devidos no exercício, 95% das empresas pesquisadas com ações negociadas na bolsa efetuaram essa compensação, aproximadamente 45% das empresas sem negociação em bolsa demonstraram praticar uma política de remuneração dos acionistas mais ousada pois fixaram os dividendos sem abater os JSCP pagos. Com relação à origem do capital, empresas estrangeiras e as estatais possuem política de distribuição de dividendos mais conservadora do que as nacionais.

Santos (2007) utilizou como base fundamental (amostra) o cadastro de empresas mantido pela Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI), ligada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, englobando as demonstrações contábeis do período de 1995 a 2005 de

aproximadamente 3.000 empresas. Os resultados de sua pesquisa demonstraram que 40% das empresas pesquisadas têm utilizado a alternativa do pagamento ou crédito aos seus sócios e acionistas na forma de JSCP. Foi evidenciado também que a distribuição entre as empresas industriais, comerciais e prestadoras de serviços foi bastante equilibrada e foi observado o acréscimo de empresas estatais que passaram a pagar aos seus acionistas os JSCP.

Leites (2008) ao buscar analisar a influência dos juros sobre capital próprio nas decisões de estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na Bovespa através de análise de dados em painel, verificou que resultados encontrados demonstram que os JSCP são determinantes para a formação da estrutura de capital.

Libonati et. al. (2008) na tentativa de evidenciar a melhor forma de remuneração aos acionistas das companhias tributadas pelo lucro real considerando o tipo de beneficiário e constataram que “há redução da carga tributária quando se utiliza a opção de pagamento de juros sobre o capital próprio em vez da distribuição de dividendos nos casos em que os beneficiários são pessoas físicas (incidindo ou não na fonte pagadora dos rendimentos o adicional do IR),e, também, na hipótese em que não incida o adicional do IR na fonte beneficiária pessoa jurídica e a fonte pagadora sofra a incidência desse adicional.

Gonzales (2008) ao buscar as motivações do uso ou não de JSCP, verificou que a maioria das empresas analisadas o utilizam visando benefício fiscal. Os motivos que levariam a sua não utilização seriam: ausência de resultados positivos para distribuição de JSCP, falta de conhecimento sobre o assunto e falta de distribuição de resultados visando a redução da dependência de dívida.

Yano e Alencar (2010) verificaram que quando o beneficiário recebedor de JSCP é pessoa jurídica cujo rendimento é tributado pelo IRPJ, CSLL, PIS e COFINS, não há viabilidade no recebimento de JSCP tendo observado também que empresas com melhores níveis de governança corporativa utilizam mais JSCP.

Bisca et al. (2012) ao demonstrarem os impactos resultantes da escolha em pagar JSCP sobre a perspectiva da empresa que estaria pagando e dos acionistas que estariam recebendo, verificou que os acionistas pessoa física seriam beneficiados pois seriam apenas tributados pelo IRRF (de 15%) e ainda receberiam uma parcela maior de remuneração em virtude da redução da despesa e do maior valor a ser distribuído. Com relação ao beneficiário pessoa jurídica, a opção por esse método pode não ser atrativa uma vez que sendo os JSCP considerados como

receita financeira, pode acarretar em maior tributação para a empresa (incidindo inclusive PIS, COFINS e aumentando a base de cálculo do IRPJ e da CSLL).

2.6 Estrutura de Capital

A inclusão do tema “Estrutura de Capital” no Referencial Teórico se deve ao objetivo do trabalho em analisar o comportamento das empresas do setor elétrico que não pagaram ou não distribuíram proventos na forma de JSCP no período de 2007 a 2012 sendo uma das hipóteses levantadas a de que empresas com maior alavancagem, fossem menos incentivadas a utilizar os JSCP tendo em vista que na utilização de dívida já usufruírem de benefício fiscal.

Seguem algumas considerações acerca do tema “Estrutura de Capital”.

O artigo de Modigliani e Miller (1958) é um marco nos estudos das finanças modernas, onde assumindo mercados perfeitos, as decisões referentes à estrutura de capital seriam irrelevantes, ou seja, o valor de mercado de suas ações não sofreria a influência da escolha da proporção de capital próprio e de terceiros em suas fontes de recursos.

Assim, o valor de uma empresa sem impostos seria igual ao valor de uma empresa não alavancada/ com dívida.

Quadro 3 - Considerações da I Proposição de MM (1958)

O investidor capta e investe seus recursos à mesma taxa de juros;
Ausência de tributos;
Inexistência de conflito de agência;
Ausência de assimetria informacional e;
Inexistência de falência.

Fonte: Elaboração própria com os dados dos trabalhos analisados.

Estudos posteriores ao de Miller e Modigliani (1958) passaram a incorporar elementos presentes no imperfeito cotidiano empresarial: impostos, teoria da agência, custos de falência, e assimetria informacional.

A possibilidade de falência infere que no caso de dissolução da empresa em decorrência das dificuldades financeiras e elevação dos riscos percebidos pelos credores, esses fornecedores de capital passariam a ter direito a ratear o patrimônio

da empresa sob certas condições já que a falência decorre em suma da incapacidade da entidade em honrar seus compromissos.

Dentro desse contexto, após considerar o efeito dos impostos desenvolvido por Miller e Modigliani (1963) - cujo trabalho evidenciou que quanto maior fosse o uso da dívida, maior seria o valor da empresa em virtude do benefício fiscal proporcionado pelo uso do endividamento - e relaxando algumas proposições de Miller e Modigliani (1958), Miller (1977) introduz a Teoria STT - *Static Tradeoff Theory*. De acordo com essa teoria, as empresas possuiriam um ponto de endividamento ótimo (pré-definido) que maximizaria o valor da empresa, ao ponderar os benefícios fiscais do endividamento com os custos decorrentes de dificuldades financeiras e riscos de falência.

Em contraposição, Myers e Majluf (1984) desenvolvem a Teoria Pecking Order (POT) – *Pecking Order Theory* utilizando como base a Hipótese de Sinalização de Ross (1977). No trabalho de Myers e Majluf (1984) é possível observar a ênfase dos autores na influência da assimetria de informações no processo de estruturação de capital das firmas, assim, empresas mais lucrativas seriam menos endividadas, pois poderiam financiar seus novos projetos sem ter que se endividar ou emitir mais ações. Ou seja, as empresas, primeiro, consumiriam os recursos gerados, depois captariam via instituições financeiras para só então emitir ações.

Essas emissões de ações, segundo Myers e Majluf (1984) seriam realizadas em momentos em que as ações estivessem valorizadas. Como o mercado tem conhecimento dessa prática, espera-se que ações se desvalorizem quando da emissão de novas ações, o que prejudica os antigos acionistas. Myers e Majluf (1984) ponderam que a divulgação de certas informações (privilegiadas principalmente) ao mercado ainda que reduza a assimetria informacional e busque redução de taxa por consequência, poderá gerar prejuízos para a empresa sob o ponto de vista estratégico.

Dentro do contexto do modelo da Sinalização, empresas não utilizariam toda sua capacidade de endividamento. Temendo restrição de crédito futura, reservam parte dessa capacidade para momentos não tão favoráveis assim. A verificação da influência das mais diversas variáveis (endógenas e exógenas) para explicar as estruturas de capital das empresas é objeto de estudo de várias pesquisas tanto sob a ótica da STT quanto sob a ótica da POT.

De acordo com várias pesquisas empíricas, em virtude do elevado custo de capital de longo prazo no Brasil, as empresas têm tomado recursos de curto prazo para financiamento de investimentos/ativos de longo prazo, o que não seria a melhor das opções de acordo com o arcabouço teórico sobre o tema, pois exigiria por parte do administrador financeiras renovações constantes desses financiamentos a custos incertos e sujeitos à disponibilidade de *funding*.

Já no mercado americano, o acesso mais dinâmico e facilitado ao mercado de capitais leva as empresas desse país a conseguirem emitir dívidas com prazos maiores.

Desenvolvido por Jensen e Meckling (1976), o custo de agência (custos provenientes principalmente da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal) podem também, *a priori*, prejudicar a tomada de decisão no que tange às contratações de financiamentos para a formação e renovação da estrutura de capital. Harris e Raviv (1991) exploram a idéia, verificando que existiria um nível de endividamento que maximizaria o valor da firma ao reduzir conflitos de interesses entre acionistas e gestores e entre acionistas e credores.

De forma a reduzi-los, o principal tende a realizar programas de incentivos para que os agentes (gestores) possam agir de acordo com os interesses do acionista e não próprios além de investir em monitoramento das ações do agente.

Segundo os autores Gusmão, Raifur e Lemes Júnior (2008), embora muitas pesquisas e estudos tenham sido executados sobre o tema estrutura de capital, não há uma resposta plena e definitiva acerca dos assuntos endividamento e financiamento.

2.6.1 Pesquisas relativas a estrutura de capital envolvendo juros sobre capital próprio (JSCP)

Ness e Zani (2001) ao buscar verificar até que ponto a introdução dos juros remuneratórios sobre o capital próprio reduziria a vantagem fiscal do endividamento e qual seu impacto na teoria de Modigliani & Miller para a determinação do valor da firma, bem como, examinar se haveria alteração na estrutura de capital das empresas que passaram a utilizar essa opção, ajustaram a equação de determinação do valor da firma para receber a contribuição dos juros sobre o capital

próprio no intuito de verificar se houve alterações na estrutura de capital, procedendo ao teste estatístico da diferença entre as médias.

Os resultados da pesquisa de Ness e Zani (2001) mostraram que o lançamento dos juros sobre o capital próprio agrega valor à firma, mas em magnitude insuficiente para eliminar o benefício fiscal gerado pelo uso da dívida, além disso, os testes estatísticos demonstraram redução da carga fiscal para as empresas do grupo que adotou o procedimento, mas não foram obtidas evidências de que essa vantagem fiscal estaria estimulando as empresas a financiar seu investimento com capital próprio em substituição ao capital de terceiros.

Futema et al. (2007) ao analisar as relações conjuntas da estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio das empresas brasileiras para o período de 1995 a 2004, verificaram que em linhas gerais, os resultados vão de encontro às previsões das teorias muito embora a distribuição de lucros no Brasil ainda seja muito baixa com relação à americana, tendo constatado que a lucratividade (em consonância com a teoria POT) demonstrou ser a variável explicativa de maior peso e influência tanto para a distribuição de lucros como para a alavancagem. Não foram encontradas evidências de que exista ajustamento nas distribuições de lucros para absorver as variações de curto prazo do investimento, o que estaria de acordo com o modelo de descrição do comportamento de dividendos de Lintner (1956) onde uma das premissas assumidas foi a de que na maioria das empresas o ajuste nos dividendos em direção ao índice desejável de distribuição de lucros não é feito rapidamente, ou seja, a administração privilegiaria a estabilidade na política de dividendos.

Bastos e Nakamura (2009) ao investigarem os determinantes da estrutura de capital de uma amostra de 297 empresas, de diversos setores, pertencentes ao Brasil, México e Chile no período entre 2001 e 2006, verificaram a evidência de que os fatores específicos da firma, tais como: liquidez corrente, rentabilidade, *market to book value* e tamanho apresentaram os resultados mais significantes para a estrutura de capital desses três países. Dentre as teorias analisadas, a teoria do Pecking Order parece ser aquela que melhor explica os resultados obtidos para o Brasil e México enquanto que para o Chile além do *Pecking Order*, a teoria do *Trade off* exerce forte influência sobre a estrutura de capital.

Pareja e Franco (2011) desenvolveram formulações para o custo de capital quando os dividendos ou juros sobre capital próprio são dedutíveis tal como ocorrido

no Brasil. A pesquisa demonstrou que quando usados corretamente, os métodos de avaliação mais conhecidos seriam consistentes e dariam resultados idênticos. Além disso, foi verificado também que quando os dividendos são dedutíveis, a alavancagem ótima seria menor e o valor do capital acionário seria maior.

Empresas que utilizariam JSCP, por exemplo, seriam menos atraídas a contrair dívidas pois já gozariam do benefício fiscal oriundo da despesa com os encargos e remuneração do capital próprio.

Leites e Zani (2008) buscaram verificar a influência dos juros sobre o capital próprio nas decisões de estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na Bovespa no período de 1998 a 2006. Para isso, Leites e Zani (2008) identificaram os principais determinantes da estrutura de capital, e analisaram através de dados em painel, a relação dos juros sobre o capital próprio, além dos demais determinantes da estrutura de capital (tamanho, rentabilidade, oportunidade de investimentos, risco, crescimento de vendas, fator de juros real e fator de câmbio real) com o endividamento das empresas e tiveram como resultado a indicação de que as empresas que lançaram JSCP financiaram-se menos com capital de terceiros do que as que não o fizeram, ou seja, a utilização de JSCP possibilita a redução da alavancagem financeira sem que pra isso a utilização de benefício fiscal seja prejudicada.

3 METODOLOGIA

Conforme Deslandes et al. (1994), a teoria e a metodologia caminham juntas, em imbricação inseparável. A metodologia pode ser entendida como um conjunto de técnicas que deve dispor de um instrumental claro e coerente, que tenha capacidade de conduzir por meios competentes os possíveis e esperados impasses teóricos para o desafio do mundo da práxis.

Para Gil (2008, p. 26) a pesquisa é “o processo formal e sistemático de desenvolvimento do método científico. O objetivo fundamental da pesquisa é descobrir respostas para problemas mediante o emprego de procedimentos específicos”. O autor ainda afirma que a pesquisa social é um processo que se utiliza da metodologia científica, permitindo a obtenção de novos conhecimentos no campo da realidade social.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Do ponto de vista da forma de abordagem do problema, o presente trabalho tem parte tratada de forma qualitativa e parte tratada de forma quantitativa.

A abordagem qualitativa é caracterizada pela busca da interpretação dos fenômenos e da atribuição de significados que podem estar associados a estes. No presente caso, a interpretação das respostas a questionário endereçado à executivos da área financeira das empresas do setor elétrico é a principal abordagem qualitativa presente. Este questionário busca entender a motivação das empresas para utilizar, em maior ou menor grau, ou até mesmo não utilizar, o benefício fiscal representado pela possibilidade de pagamento de proventos na forma dos JSCP no período de 2007 a 2012.

Para Liebscher (apud DIAS, 2000, p. 01):

Os métodos qualitativos são apropriados quando o fenômeno em estudo é complexo, de natureza social e não tende à quantificação. Normalmente, são usados quando o entendimento do contexto social e cultural são elementos importantes para a pesquisa. Para aprender métodos qualitativos é preciso aprender a observar, registrar e analisar interações reais entre pessoas, e entre pessoas e sistemas.

Para Dias (apud DIAS, 2000, p. 02): A pesquisa quantitativa normalmente se mostra apropriada quando existe a possibilidade de medidas quantificáveis de

variáveis e inferências a partir de amostras de uma população. Esse tipo de pesquisa usa medidas numéricas para testar constructos científicos e hipóteses, ou busca padrões numéricos relacionados a conceitos cotidianos. Em contrapartida, a pesquisa qualitativa se caracteriza, principalmente, pela ausência de medidas numéricas e análises estatísticas, examinando aspectos mais profundos e subjetivos do tema em estudo.

Em consonância com o estabelecido nos objetivos desse trabalho, essa pesquisa é descritiva. Segundo Gil (1998), do ponto de vista dos objetivos, a pesquisa descritiva visa descrever as características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis, envolvendo o uso de técnicas padronizadas de coleta de dados como por exemplo: questionário e observação sistemática.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Segundo Karmel e Polasek (1977), a diferença entre população e amostra é próxima do senso comum, pois, considerando um grupo de observações de uma variável, extraído de um grupo maior, referimo-nos ao primeiro como uma amostra e quanto ao segundo como a população relativamente àquela variável.

O presente trabalho tem como população as empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA pertencentes ao setor elétrico (conforme classificação da Económica). Sua amostra está restrita às empresas com Tipo de Ativo negociado: “Ação” e Classe: “ON” pertencentes ao setor de energia elétrica, conforme classificação da base de dados Económica. A amostra total ficou em 59 empresas.

Vale lembrar que um dos fatores que levou à escolha deste setor para o presente trabalho é que o setor de energia elétrica apresentou o segundo maior volume de pagamento de dividendos e JSCP distribuídos em 2012 (R\$ 17,71 bilhões de proventos distribuídos aos acionistas), tendo apresentado um *payout* de 56,6% no período analisado (2007 a 2012). Além disso, o setor de energia elétrica apresenta diversidade no tipo de controle. Apenas o setor bancário ultrapassou o setor de energia elétrica.

3.3 COLETA DE DADOS

Para a parte quantitativa da presente pesquisa, os dados coletados são dados públicos; portanto, secundários. Estes dados foram obtidos diretamente da base de dados da Economatica. A partir desta base, foi observado o comportamento do pagamento de JSCP no período compreendido entre o ano de 2007 e o ano de 2012.

Para tal, foi elaborada uma planilha de cálculo para verificação dos percentuais não distribuídos de JSCP em relação ao que poderia ter sido distribuído atendendo aos limites fiscais. O cálculo final consiste na razão entre o que deixou de ser distribuído e poderia ter sido sobre o montante passível de distribuição relativo às empresas do setor elétrico no período de 2007 a 2012. Os cálculos consideraram a legislação estudada no arcabouço teórico.

O montante passível de distribuição via JSCP é calculado da seguinte forma: Patrimônio líquido do ano anterior menos as Reservas de Reavaliação menos Ajustes a Valor Presente multiplicado pela TJLP do ano vigente. Esse valor tem 2 limitações. Primeira limitação: LAIR do período menos IR&CS pagos excluído do IR pago (ou seja, excluída da CSLL paga) e dos próprios JSPL pagos no período multiplicado por 0,5. Segunda limitação: Lucro Acumulado até o exercício anterior menos as respectivas Reservas de Lucros multiplicado por 0,5. Entre um limitante e outro, prevalece o limitante maior. E entre o limitante que prevalece e o cálculo a ser distribuído de JSCP, prevalece o menor entre os dois.

Após o mapeamento do % não distribuído, foram analisados e elencados os Comportamentos tipos 1 a 6 (Quadro 4).

Para a parte do trabalho que tem abordagem qualitativa, a coleta de dados foi obtida a partir do resultado dos questionários enviados às empresas que apresentaram os Comportamentos que foram classificados como dos tipos 5 e 6 do item 4.1 da Análise de dados. Tais comportamentos e a forma de classificação serão apresentados na sua totalidade no próximo capítulo da presente dissertação.

3.4 TRATAMENTO DOS DADOS

O tratamento dos dados deste trabalho está basicamente dividido em três partes. Na primeira é realizada uma descrição geral da forma como as empresas da amostra tratam a possibilidade de pagar ou não JSCP.

Na segunda parte, busca-se, a partir de pesquisa de campo, entender as motivações das empresas para a não utilização integral do benefício fiscal proporcionado pela remuneração aos acionistas na forma de JSCP, questão esta que é central no presente trabalho.

Na terceira parte, trata-se de testar algumas hipóteses surgidas a partir do referencial teórico, e que dizem respeito, por exemplo, de como a estrutura de capital pode influenciar ou não a decisão de pagar e como conflitos de agência também podem influenciar esta decisão. As hipóteses serão apresentadas em seção adiante.

3.4.1 Estatística Descritiva

A estatística descritiva serviu para traçar o perfil das empresas, conforme o tipo de empresa e sua formatação jurídica. Posteriormente, a parcela da amostra que apresentou os comportamentos classificados como dos tipos 5 e 6 foi dividida, então, de acordo com o grau de não utilização de JSCP nos sub-tipos: 1, 2, 3, 4, 5, 6 e 7 (Tabela 6).

3.4.2 Pesquisa de Campo

A partir da identificação do grau de não utilização de JSCP no período de 2007 a 2012, essas empresas foram interrogadas, de forma a estabelecer as motivações para não uso da prática.

Foi aplicado questionário estruturado, com perguntas fechadas e abertas, por e-mail a todas as empresas que apresentaram os comportamentos dos tipos 5 e 6. Foram enviados, 5 questionários de acordo com o grau de não utilização de JSCP (sub-tipos: 1, 2, 3, 4, 5, 6 e 7). O nº de empresas com cada sub-tipo de comportamento questionado dependeu da primeira fase da pesquisa. Todos estes

questionários estão apresentados nos apêndices A, B, C, D e E. Para as empresas de sub-tipos 2, 3 e 4 foi enviado um questionário idêntico.

3.4.3 Hipóteses

Nesta terceira parte do trabalho, busca-se entender o comportamento das empresas, a partir de duas hipóteses emanadas do estudo teórico e da classificação das empresas em quatro grupos: a) Não familiar Estatal (N_Fam Estatal), b) Não familiar mista (N_Fam Mista), c) Não familiar Fundos / Bancos (N_Fam Fundos / Bancos), e, d) Familiar (Fam). Para classificar as empresas nestas quatro categorias, utilizou-se a metodologia de classificação proposta por GRANDO (2014).

Primeira hipótese: possíveis conflitos de agência. Observa-se que podem surgir conflitos de agência, entre grupos controladores e minoritários, que dirijam a tomada de decisão entre o pagamento e o não pagamento de JSCP.

Conflito 1: controle estatal *versus* minoritários. Com o Estado no controle (União Federal), é possível que a administração da empresa esteja mais preocupada com a remuneração total do controlador. Sendo a União Federal a controladora, a parcela de impostos pagos é parte de sua remuneração. Por outro lado, se alguma Unidade da Federação for a controladora, existiria um incentivo pelo pagamento de JSCP uma vez que essas instituições não pagam tributos federais (nesse caso: IR e CSLL sobre o resultado).

Conflito 2: controle por meio de holdings tributadas com base no lucro real *versus* minoritários. Aqui o pagamento ou não de JSCP é indiferente para o controlador, uma vez que sua tributação total ficará inalterada. Outra vez o acionista minoritário pode ser prejudicado.

Conflito 3: controle por meio de holdings estrangeiras com tributação de imposto de renda sobre os JSCP à alíquota de 15% *versus* minoritários. Considerando que a tributação do grupo de controle domiciliado no exterior seja menor do que a tributação de outros beneficiários tais como pessoa jurídica tributada pelo lucro real, para o controlador, uma vez que sua tributação total seja inferior, terá incentivos a deliberar pelo pagamento de dividendos sob a forma de JSCP.

Conflito 4: controle por meio de pessoa física com tributação de imposto de renda sobre os JSCP à alíquota de 15% *versus* minoritários. Considerando que a tributação do acionista controlador pessoa física seja menor do que a tributação de

outros beneficiários tais como pessoa jurídica tributada pelo lucro real, para o controlador, uma vez que sua tributação total seja inferior, terá incentivos a deliberar pelo pagamento de dividendos sob a forma de JSCP.

Conflito 5: controle por meio de residente no Japão com tributação de imposto de renda sobre os JSCP à alíquota de 12,5% *versus* minoritários. Considerando que a tributação do grupo de controle formado por residentes no Japão seja menor do que a tributação de outros beneficiários tais como pessoa jurídica tributada pelo lucro real, para o controlador, uma vez que sua tributação total seja inferior, terá incentivos a deliberar pelo pagamento de dividendos sob a forma de JSCP.

Conflito 6: controle por meio de pessoa jurídica tributada pelo lucro presumido ou arbitrado *versus* minoritários. Considerando que a tributação do grupo de controle formado por pessoa jurídica tributada pelo lucro presumido ou arbitrado seja menor do que a tributação de outros beneficiários tais como pessoa jurídica tributada pelo lucro real, para o controlador, uma vez que sua tributação total seja inferior, terá incentivos a deliberar pelo pagamento de dividendos sob a forma de JSCP. Esse conflito é um caso difícil de acontecer porém foi elencado como uma das possibilidades com base no arcabouço teórico analisado e apresentado na pesquisa.

Segunda hipótese: Observa-se que uma maior ou menor participação de capital de terceiros no financiamento da empresa pode influenciar a decisão de pagar ou não JSCP. Empresas que têm pouco ou nenhum capital de terceiros na sua estrutura de financiamento devem, em princípio, se utilizar mais do instituto dos JSCP, uma vez que não têm o benefício fiscal da dívida, ou o tem em baixa intensidade.

3.4.4 Descrição dos testes realizados

Os testes de hipótese foram aplicados para dirimir se existe diferença de comportamento entre os diferentes grupos de empresas, classificadas conforme seu tipo de controle, conforme o tipo de tributação do controlador e conforme o nível de endividamento da empresa.

Para todos os testes de hipótese, buscou-se um intervalo de confiança mínimo de 90% – o que significa dizer que a probabilidade máxima admitida para o erro do tipo I é de 10%. O chamado erro do tipo I é aquele em que se afirma pela existência de diferença entre os grupos, quando na verdade a diferença apresentada

deve-se a variações aleatórias da amostra utilizada. O teste realizado foi um teste do tipo *t* de *student*, com auxílio do software MS Excel.

Nos testes de hipótese, normalmente a chamada hipótese nula (H0) é aquela em que é negada a existência de diferença de comportamento entre dois ou mais grupos. Como hipótese alternativa (H1) surge então a hipótese de que os grupos apresentam diferença de comportamento.

3.4.4.1 Classificação conforme o tipo de controle

Para classificar o tipo de controle das empresas, utilizou-se a metodologia descrita e utilizada anteriormente por Grando (2014). Para esta classificação não é necessário que as empresas respondam ao questionário proposto. Esta autora pôde fazer diretamente a classificação segundo Grando (2014) que classifica as empresas em quatro diferentes grupos, conforme a seguir:

- a. não familiar estatal (N_Fam Estatal): Se controlador final for agente do Governo;
- b. não familiar misto (N_Fam Misto): Se o controlador final for uma mistura dos agentes Governo, Pessoa Física, Família ou Grupo de Famílias, Fundos e Bancos;
- c. não Familiar Fundos e Bancos (N_Fam Fundos e Bancos): Se o controlador final for algum fundo de investimento ou banco; e
- d. familiar (Fam): Se o controlador final encontrado no IAN (Informações anuais) e FR (Formulário de Referência) da CVM é uma pessoa física ou membros de uma família ou grupo de família.

Para a realização do Conflito 1 da primeira hipótese, foram realizados 2 testes. No primeiro teste, as empresas foram divididas em dois grupos: Não Familiar Estatal (Federal) x demais. Considerou-se que as empresas do tipo Não Familiar Estatal (Federal) são as mais incentivadas a não pagar JSCP, por interesse de controlador, conforme descrito no conflito do tipo 1. As hipóteses testadas foram:

H0: Não existe diferença no comportamento sobre o nível de pagamento de JSCP entre empresas do tipo Não Familiares Estatais

controladas pela União Federal e os demais tipos de empresas.

H1: Existe diferença no comportamento sobre o nível de pagamento de JSCP entre empresas do tipo Não Familiares Estatais controladas pela União Federal e os demais tipos de empresas.

No segundo teste, as empresas foram divididas em dois grupos: Não Familiar Estatal (Unidade da Federação) x demais. Considerou-se que as empresas do tipo Não Familiar Estatal (Unidade da Federação) são as mais incentivadas a pagar JSCP, por interesse de controlador, conforme descrito no conflito do tipo 1. As hipóteses testadas foram:

H0: Não existe diferença no comportamento sobre o nível de pagamento de JSCP entre empresas do tipo Não Familiares Estatais controladas por alguma Unidade da Federação e os demais tipos de empresas.

H1: Existe diferença no comportamento sobre o nível de pagamento de JSCP entre empresas do tipo Não Familiares Estatais controladas por alguma Unidade da Federação e os demais tipos de empresas.

Para a realização do Conflito 3 do primeiro teste, as empresas foram divididas em dois grandes grupos: empresas controladas por domiciliado no exterior x demais. Considerou-se a empresa controlada por domiciliado no exterior seria incentivada a pagar JSCP, pois teria benefício fiscal elevado.

H0: Não existe diferença no comportamento sobre o nível de pagamento de JSCP entre empresas controladas por domiciliado no exterior e demais tipos de empresas.

H1: Existe diferença no comportamento sobre o nível de pagamento de JSCP entre empresas controladas por domiciliado no exterior e demais tipos de empresas.

3.4.4.2 Classificação conforme a tributação do controlador

Para esta classificação é necessário que as empresas tenham respondido ao questionário. Observe-se que as empresas com controle estatal (União Federal) ou com controle sujeito à tributação com base no lucro real tem, no primeiro caso, incentivo a não pagar JSCP, e, no segundo caso, são indiferentes em relação ao pagamento de JSCP. Assim, estes dois tipos de empresas puderam ser agrupadas, bem como todas as demais formas de controle, que, em tese, teriam incentivos para pagar JSCP. Esta foi uma segunda abordagem para o teste do que se chamou 'Primeira hipótese'.

H0: Não existe diferença no comportamento sobre o nível de pagamento de JSCP entre as empresas com incentivo para não pagar JSCP ou neutras em relação a este pagamento e as empresas com incentivo para pagar JSCP.

H1: Existe diferença no comportamento sobre o nível de pagamento de JSCP entre as empresas com incentivo para não pagar JSCP ou neutras em relação a este pagamento e as empresas com incentivo para pagar JSCP.

3.4.4.3 Classificação conforme o nível de endividamento

Para o teste da 'Segunda hipótese' o agrupamento das empresas foi realizado com base no nível de endividamento das mesmas. Para este teste também não é necessário que se obtenha as respostas aos questionários enviados, uma vez que o nível de dívida está disponível na base de dados Económica, utilizada pela Unisinos.

Das 51 empresas com resultados de endividamento e percentual de não pagamento de JSCP, foram segregados os dois extremos. O primeiro extremo foi formado pelas 20 empresas (quatro primeiros decis) que apresentaram os menores percentuais de utilização de capital de terceiros (grupo com mais baixo endividamento). O segundo grupo foi formado pelas 20 (quatro últimos decis) empresas que apresentaram os maiores percentuais de utilização de capital de terceiros (grupo com mais alto endividamento). O parâmetro utilizado foi a dívida

bruta média sobre o ativo total no período de 6 anos – de 2007 a 2012.

As hipóteses nula e alternativa estão apresentadas a seguir.

H0: Não existe diferença no comportamento sobre o nível de pagamento de JSCP entre empresas com baixa e alta utilização de capital de terceiros em sua estrutura de financiamento.

H1: Existe diferença no comportamento sobre o nível de pagamento de JSCP entre empresas com baixa e alta utilização de capital de terceiros em sua estrutura de financiamento.

4 ANÁLISE DE DADOS

A seguir estão apresentados os resultados do trabalho empírico segregados em 2 partes: Análise Descritiva e Análise dos testes estatísticos.

As empresas analisadas não serão analisadas a seguir com seus respectivos nomes e sim como: “Empresa 1”, “Empresa 2” cujas denominações foram atribuídas de forma aleatória.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

A seguir a análise descritiva do trabalho que buscou mapear os comportamentos destas empresas com relação à distribuição de proventos na forma de JSCP. Essa parte do trabalho foi necessária para a aplicação dos questionários e, posteriormente, para a realização de alguns testes estatísticos.

4.1.1 Comportamento das empresas na distribuição de JSCP

Foram analisadas as 59 empresas do setor de energia elétrica, conforme classificação da Economática, listadas na BM&FBOVESPA no período de 2007 a 2012 para verificar se essas empresas estariam usufruindo do benefício fiscal da distribuição de dividendos sob a forma de JSCP. Para tal, foram analisadas todas as atas de Assembléias Gerais Ordinárias (AGO's) e Assembléias Gerais Extraordinárias (AGE's) que trataram sobre distribuição de proventos aos acionistas.

As 59 empresas da amostra porporcionaram um total de 354 observações compiladas durante o período de 2007 e 2012. Como primeiros resultados, pode-se afirmar que, em termos médios:

- a) 35 empresas (59,6% do total) deixaram de distribuir dividendos sob a forma de JSCP utilizando a totalidade do limite fiscal;
- b) 8 empresas (13,3% do total) distribuíram dividendos sob a forma de JSCP sem executar outra forma de distribuição de proventos;
- c) 10 empresas (16,4% do total) não distribuíram JSCP, pois apresentaram base de cálculo negativa ou prejuízo, o que impossibilita a distribuição;

- d) 1 empresa (1,1% do total) chegou a distribuir dividendos sob a forma de JSCP em um montante acima dos valor dedutível para fins fiscais; e
- e) 6 outras empresas (9,6% das empresas analisadas) estavam inativas em cada ano.

Tabela 3 - Análise da distribuição de JSCP

	Análise da distribuição de JSCP													
	2007		2008		2009		2010		2011		2012		MÉDIA	
SEM ATIVIDADE	7	11,9%	7	11,9%	7	11,9%	5	8,5%	4	6,8%	4	6,8%	6	9,6%
MAIS	0	0,0%	1	1,7%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	3	5,1%	1	1,1%
IMPOSSIBILIDADE	8	13,6%	4	6,8%	7	11,9%	11	18,6%	11	18,6%	17	28,8%	10	16,4%
S/ PROVENTOS ALÉM DOS JSCP	11	18,6%	12	20,3%	6	10,2%	8	13,6%	8	13,6%	2	3,4%	8	13,3%
MENOS	33	55,9%	35	59,3%	39	66,1%	35	59,3%	36	61,0%	33	55,9%	35	59,6%
TOTAL:	59	100%	59	100%	59	100%	59	100%	59	100%	59	100%	59	100%

Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

A partir destas observações, o estudo da distribuição de JSCP no sentido de analisar se as empresas estariam distribuindo mais ou menos JSCP em relação aos limites fiscais de dedutibilidade, bem como a distribuição de proventos como dividendos, foram atribuídos 6 tipos de comportamentos para cada uma das empresas em cada ano, os quais seguem:

Comportamento 1: Distribuição de JSCP maior do que os limites fiscais;

Comportamento 2: Base de cálculo dos JSCP dedutíveis negativa, o que não possibilita a dedutibilidade fiscal dos JSCP;

Comportamento 3: Prejuízo no exercício, o que também não possibilita a distribuição de JSCP.

Estes três primeiros comportamentos não são os motivadores do presente estudo, por motivos óbvios.

Comportamento 4: Distribuição menor do que o limite fiscal. Não houve distribuição de dividendos isolados e sim, apenas dividendos sob a forma de JSCP. Como não houve distribuição adicional de dividendos, entende-se, para este comportamento, que as empresas distribuíram todo o valor que desejavam (ou que poderiam por limitações de caixa, estratégia financeira, etc.). Assim, se utilizaram de

todo o benefício possível, dentro dos limites de distribuição desejados. Entende-se, desta forma, que estas empresas apresentaram um comportamento adequado, sem renúncia a benefício fiscal.

Comportamento 5: Distribuição menor do que o máximo que poderia ter sido distribuído via JSCP. Houve distribuição de dividendos, mas essa distribuição foi um montante menor do que a diferença que poderia ter sido distribuída via JSCP. Poderia pagar parcialmente os JSCP, ou seja, houve renúncia parcial do benefício fiscal.

Comportamento 6: A distribuição de JSCP poderia ter sido no valor máximo permitido em Lei pois a distribuição de dividendos supera a diferença não distribuída via JSCP. Neste caso a renúncia ao benefício fiscal é ainda maior do que no comportamento 5.

Foi observado que, na média, no período entre 2007 e 2012, as empresas apresentaram, conforme quadro abaixo, os seguintes comportamentos de distribuição de JSCP.

Quadro 4 - Descrição do comportamento na distribuição de JSCP

Nº médio de empresas	Participação %	Descrição do comportamento	Comportamento
29	48,6	Deixaram de distribuir dividendos sob a forma de JSCP na totalidade do limite fiscal, e poderiam fazê-lo, pois a distribuição de dividendos supera a diferença não distribuída via JSCP.	6
7	11	Apresentaram distribuição menor do que o limite fiscal, tendo havido distribuição de dividendos, mas esta distribuição foi menor do que a diferença não distribuída via JSCP. Dito de outra forma, essas empresas poderiam pagar utilizando-se, ao menos parcialmente, do benefício da distribuição via JSCP.	5
8	13,3	Distribuíram dividendos sob a forma de JSCP sem executar outra forma de distribuição de proventos.	4
3	4,5	Deixaram de distribuir dividendos sob a forma de JSCP, pois apresentaram prejuízo nos exercícios de referência.	3
7	11,9	Não distribuíram dividendos sob forma de JSCP pois apresentaram base de cálculo negativa.	2
1	1,1	Distribuição de dividendos sob a forma de JSCP em um montante acima dos valor dedutível para fins fiscais.	1
6	9,6	Inativas.	

Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

Tabela 4 - Análise da distribuição de JSCP por comportamentos

	Análise da distribuição de JSCP por comportamentos													
	2007		2008		2009		2010		2011		2012		MÉDIA	
SEM ATIVIDADE	7	11,9%	7	11,9%	7	11,9%	5	8,5%	4	6,8%	4	6,8%	6	9,6%
COMPORTAMENTO 1	0	0,0%	1	1,7%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	3	5,1%	1	1,1%
COMPORTAMENTO 2	7	11,9%	4	6,8%	5	8,5%	9	15,3%	9	15,3%	8	13,6%	7	11,9%
COMPORTAMENTO 3	1	1,7%	0	0,0%	2	3,4%	2	3,4%	2	3,4%	9	15,3%	3	4,5%
COMPORTAMENTO 4	11	18,6%	12	20,3%	6	10,2%	8	13,6%	8	13,6%	2	3,4%	8	13,3%
COMPORTAMENTO 5	4	6,8%	5	8,5%	10	16,9%	7	11,9%	5	8,5%	8	13,6%	7	11,0%
COMPORTAMENTO 6	29	49,2%	30	50,8%	29	49,2%	28	47,5%	31	52,5%	25	42,4%	29	48,6%
TOTAL:	59		59		59		59		59		59	100%	59	59

Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

Para melhor analisar o comportamento da não distribuição máxima dentro do limite fiscal de JSCP, foram selecionadas as observações de “Comportamento 4”, de “Comportamento 5” e de “Comportamento 6”.

Observou que, em média, as empresas que apresentaram o Comportamento 4 deixaram de pagar 65,7% dos JSCP que poderiam ser dedutíveis fiscalmente. As empresas com o Comportamento 5 deixaram de pagar 68,1% dos JSCP que poderiam ser pagos, enquanto as empresas com o Comportamento 6 deixaram de pagar 53,4% em média.

4.1.1.1 Análise de tendência na subutilização do benefício dos JSCP

Tabela 5 - Análise da não distribuição de JSCP - Comportamentos 4, 5 e 6

	Não distribuição de JSCP - Comportamentos 5 e 6						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MÉDIA
COMPORTAMENTO 4	79,3%	71,0%	66,4%	63,5%	57,6%	56,2%	65,7%
COMPORTAMENTO 5	34,5%	82,6%	71,5%	74,1%	82,1%	63,9%	68,1%
COMPORTAMENTO 6	49,1%	52,4%	51,3%	48,2%	55,5%	63,6%	53,4%

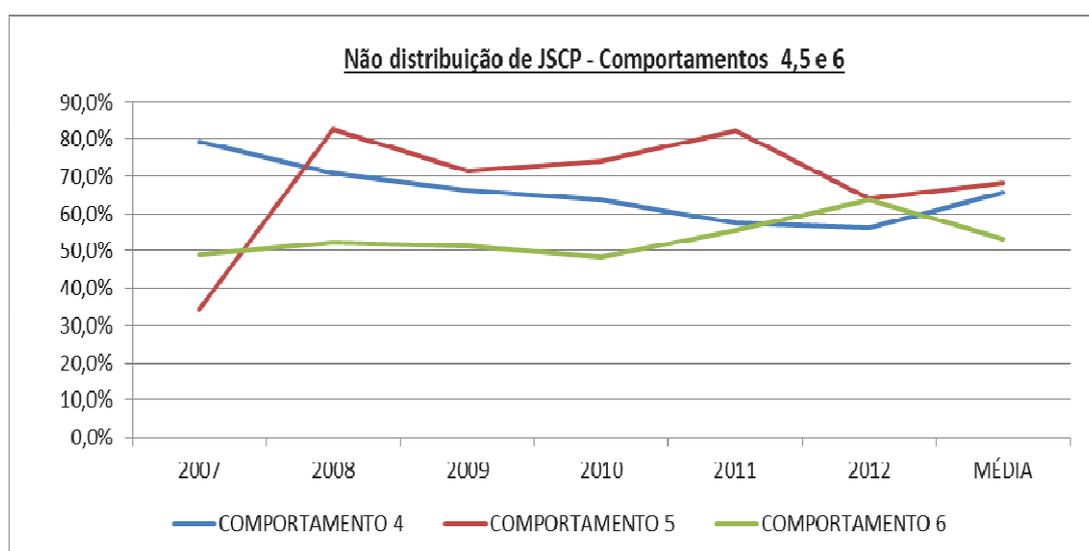
Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

Observou-se, ao longo do período analisado, uma tendência de crescimento do grau de não utilização de JSCP em relação aos seus limites fiscais tanto nas

empresas que apresentaram o Comportamento 5 (34,5% em 2007 para 63,9% em 2012) quanto nas empresas que apresentaram o Comportamento 6 (49,1% em 2007 para 63,6% em 2012). Isto contraria a hipótese de que estas empresas poderiam estar, ainda, em processo de aprendizagem em relação à utilização do benefício fiscal.

Nas empresas que apresentaram o Comportamento 4 observou-se redução da não utilização de JSCP em relação aos limites fiscais dedutíveis de 79,3% em 2007 para 56,2% em 2012. Estas empresas, ao que parece, não utilizam maior percentual do benefício em função de sua decisão de distribuição de dividendos ficar abaixo do limite fiscal estabelecido para os dividendos na forma de JSCP.

Gráfico 3 - Análise da não distribuição de JSCP – Comportamentos 4, 5 e 6



Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

Cabe registrar que os comportamentos que mais interessam à presente pesquisa são os comportamentos 5 e 6. Passa-se, então, a uma análise mais detalhada destes comportamentos.

Inicialmente, observa-se que, das 59 empresas analisadas, 16 empresas não apresentaram nem o Comportamento 5 nem o Comportamento 6 em nenhum dos exercícios de 2007 a 2012.

4.1.1.1.1 Tipos de evolução do comportamento da tendência na subutilização do benefício dos JSCP

Para as empresas que apresentaram comportamentos dos tipos 5 e/ou 6 em algum momento (no total de 43 empresas), foram elencados 7 tipos de evolução do comportamento da não distribuição de dividendos via JSCP. Esses tipos de evolução serão também denominados como “sub-tipos” de comportamento da não distribuição de JSCP (Tabela 6). Os tipos de evolução foram segregados de forma arbitrária admitindo-se que o percentual de 50% de não aproveitamento do benefício fosse “Alto”. Esta evolução está apresentada na Tabela 7 e no Gráfico 4.

Tabela 6 - Tipos de evolução do comportamento da não distribuição de JSCP

	Característica	Percentual de não utilização de JSCP	
Tipo 1:	SEM UTILIZAÇÃO JSCP	ESTAGNADO	100,0%
Tipo 2:	ALTO	PIOROU	De 50% ATÉ 99,99%
Tipo 3:	ALTO	ESTAGNADO	De 50% ATÉ 99,99%
Tipo 4:	ALTO	MELHOROU	De 50% ATÉ 99,99%
Tipo 5:	MÉDIO	VARIADO	De 20,1% a 49,9%.
Tipo 6:	BAIXO	PIOROU	Até de 20%
Tipo 7:	BAIXO	ESTAGNADO	Até de 20%

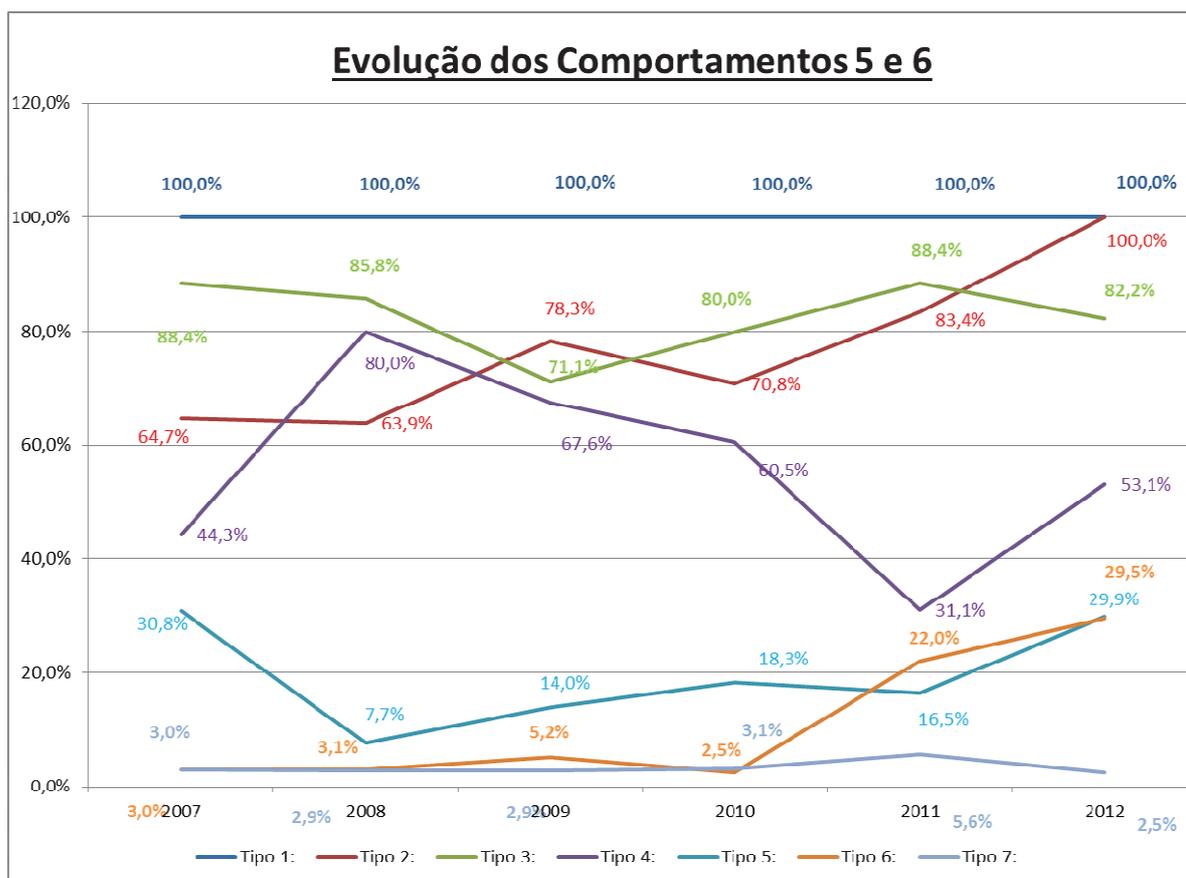
Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

Tabela 7 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP por tipo

EVOLUÇÃO DOS COMPORTAMENTOS 5 E 6							
TIPO DE CONTROLE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MÉDIA
Tipo 1:	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Tipo 2:	64,68%	63,85%	78,29%	70,84%	83,37%	100,00%	76,84%
Tipo 3:	88,35%	85,79%	71,12%	79,95%	88,39%	82,17%	75,06%
Tipo 4:	44,25%	80,00%	67,57%	60,51%	31,09%	53,10%	56,09%
Tipo 5:	30,82%	7,72%	14,03%	18,28%	16,46%	29,94%	19,54%
Tipo 6:	2,96%	3,09%	5,18%	2,51%	22,02%	29,53%	10,88%
Tipo 7:	3,02%	2,86%	2,88%	3,11%	5,65%	2,53%	3,34%

Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

Gráfico 4 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP por tipo



Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

- Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP tipo 1

Catorze empresas foram caracterizadas como “Tipo 1” pois deixaram de distribuir 100% do que poderia ser distribuído via JSCP ao longo dos exercícios de 2007 a 2012, ou seja, não distribuíram JSCP. As empresas caracterizadas como “Tipo 1” são: Empresa 11, Empresa 41, Empresa 51, Empresa 2, Empresa 12, Empresa 42, Empresa 4, Empresa 54, Empresa 25, Empresa 36, Empresa 27, Empresa 9, Empresa 49 e Empresa 50.

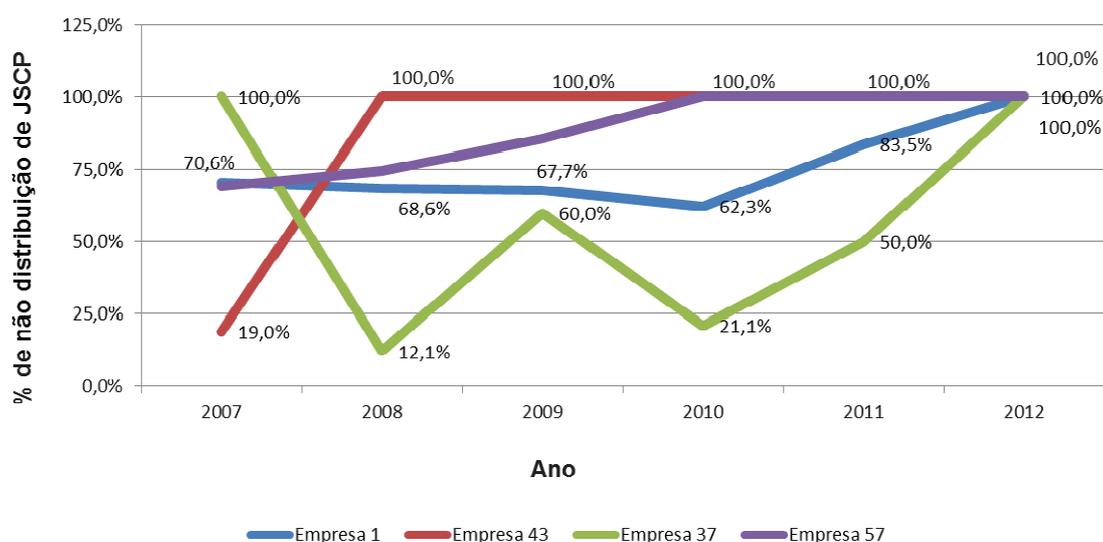
- Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP tipo 2

Quatro empresas foram caracterizadas como “Tipo 2”, pois deixaram de distribuir de 50% até 99,99% do que poderiam distribuir a título de JSCP sob o ponto de vista de aproveitamento fiscal. Estas empresas apresentaram, também, um incremento no percentual de JSCP não distribuído ao longo do tempo. As empresas

caracterizadas como “Tipo 2” são: Empresa 1, Empresa 43, Empresa 37 e Empresa 57.

A empresa Empresa 37 apresentou a maior variação no percentual de JSCP não distribuído ao longo dos anos de 2007 a 2012.

Gráfico 5 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP das empresas que apresentaram comportamento TIPO 2



Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

- Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP tipo 3

Seis empresas foram caracterizadas como “Tipo 3”, pois deixaram de distribuir de 50% até 99,99% do que poderiam distribuir a título de JSCP. Estas também apresentaram poucas oscilações no percentual de não distribuição de JSCP ao longo do tempo. As empresas caracterizadas como “Tipo 3” são: Empresa 31, Empresa 24, Empresa 34, Empresa 7, Empresa 17 e Empresa 20.

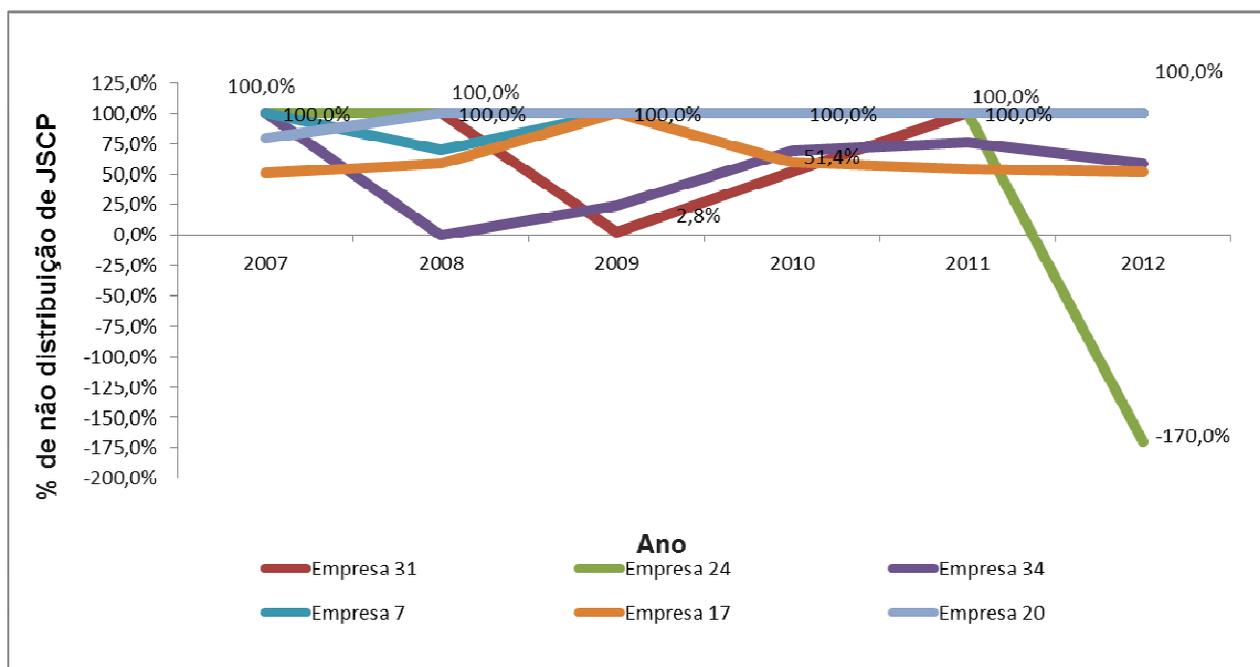
As empresas Empresa 34 e Empresa 17 apresentaram as maiores oscilações nos percentuais de JSCP não distribuídos ao longo dos anos de 2007 a 2012. Em 2012 a empresa Empresa 24 apresentou um percentual negativo, pois distribuiu proventos a título de JSCP acima do limite fiscal.

Em 2008 destaca-se na Empresa 34 a distribuição de R\$ 65 MM de JSCP mediante um prejuízo líquido de R\$ 2,352 bilhões nesse exercício.

Cabe salientar que o resultado líquido da Empresa 34 utilizado no trabalho é de R\$ 148 MM em 2012. Posteriormente houve republicação desse resultado: R\$

504 MM, porém os JSCP distribuídos (R\$ 115 MM) em 2012 e considerados nesse trabalho contemplaram o Lucro Líquido de R\$ 148 MM. Dessa forma, como o trabalho tem o foco do comportamento da gestão acerca da distribuição de resultados via JSCP, estão coerentes, portanto, os dados considerados.

Gráfico 6 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP das empresas que apresentaram comportamento TIPO 3



Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

- Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP tipo 4

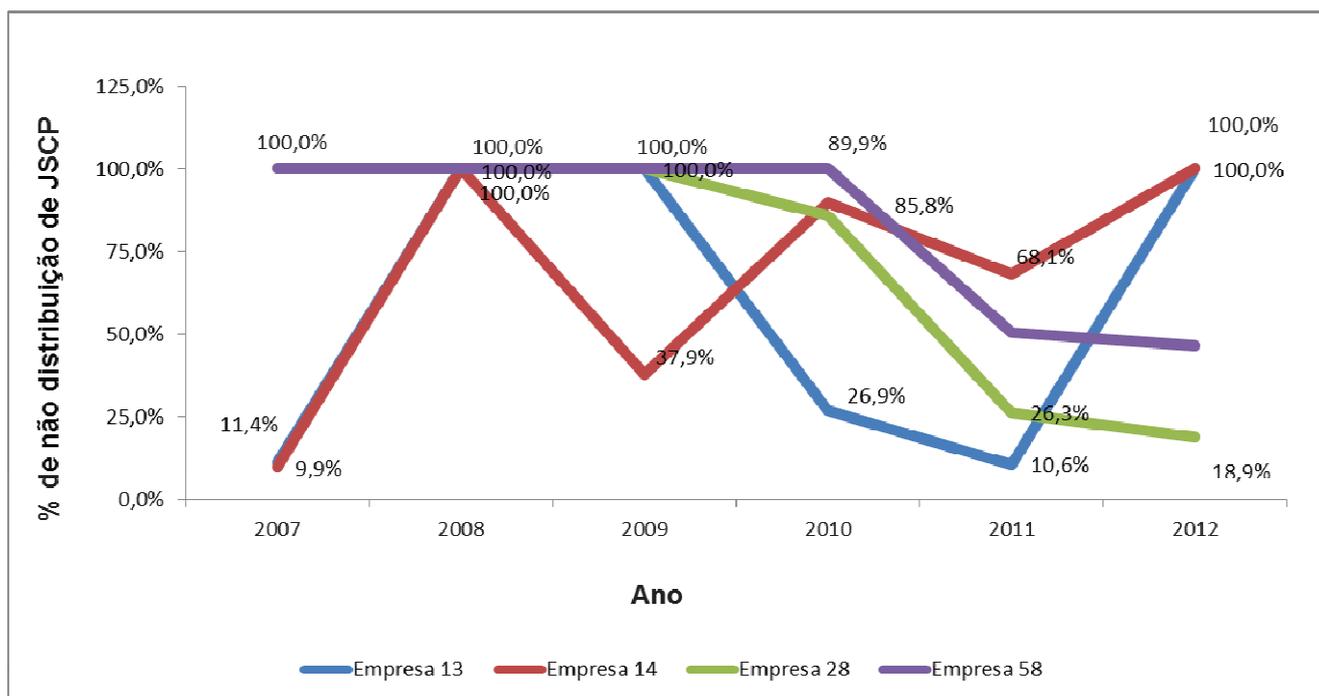
Quatro empresas foram caracterizadas como “Tipo 4” pois deixaram de distribuir de 50% até 99,99% do que poderiam distribuir a título de JSCP sob o ponto de vista de aproveitamento do benefício fiscal, apresentando, também, um decréscimo do percentual de JSCP não distribuído ao longo do tempo. Em outras palavras estas empresas melhoraram o aproveitamento do benefício fiscal no período analisado. As empresas caracterizadas como “Tipo 4” são: Empresa 13, Empresa 14, Empresa 28 e Empresa 58.

Muito embora a Empresa 14 tenha apresentado nesse gráfico um aumento ao longo do tempo do percentual de não distribuição de JSCP, esses percentuais maiores deveram-se aos prejuízos incorridos nos exercícios: 2010, 2011 e 2012. Essas não distribuições estão condizentes com o Comportamento do tipo 1

(explicado anteriormente), o que sob o ponto de vista do não aproveitamento do benefício fiscal trata-se de uma melhora.

As empresas Empresa 13 e Empresa 14 apresentaram as maiores oscilações nos percentuais de JSCP não distribuídos ao longo dos anos de 2007 a 2012.

Gráfico 7 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP das empresas que apresentaram comportamento TIPO 4

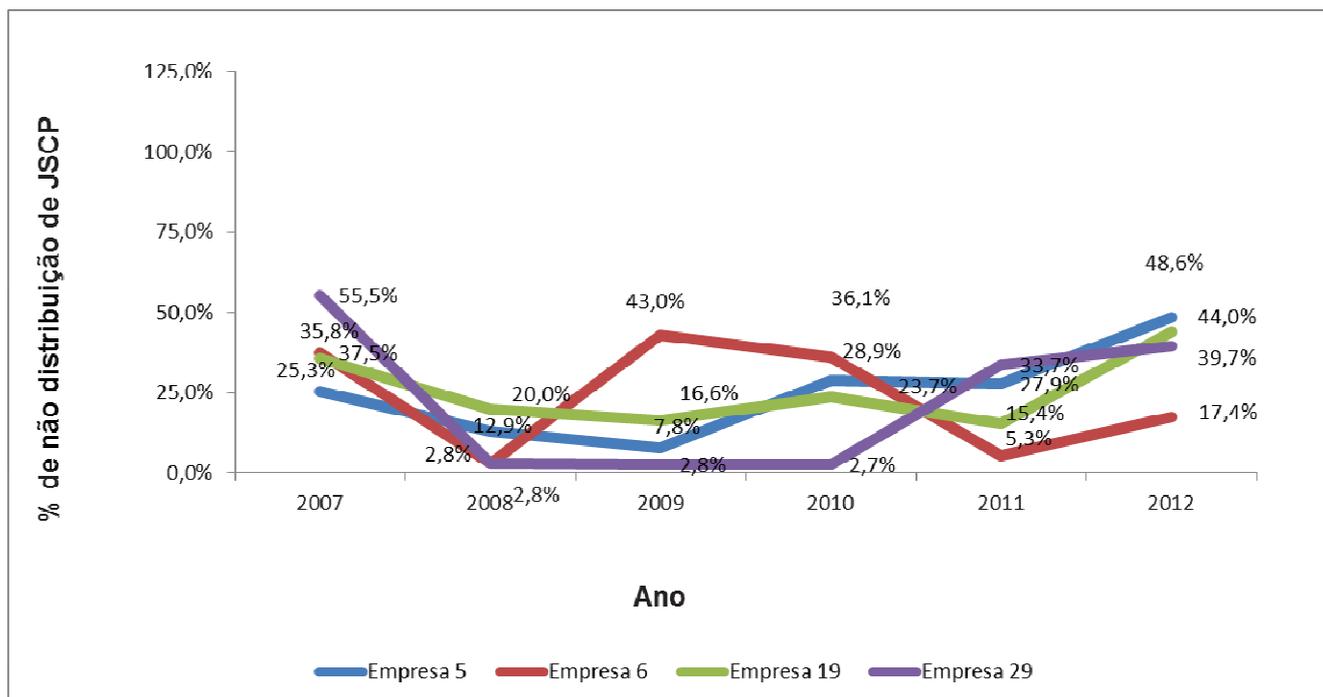


Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

- Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP tipo 5

Quatro empresas foram caracterizadas como “Tipo 5” pois deixaram de distribuir de 20,1% até 49,9% do que poderiam distribuir a título de JSCP. Seu comportamento foi variado (decréscimos e aumentos de percentual de não utilização dos JSCP, porém mantendo-se em um patamar “médio” de percentual de não distribuição se comparadas aos demais comportamentos). As empresas caracterizadas como “Tipo 5” são: Empresa 5, Empresa 6, Empresa 19 e Empresa 29. Todas elas apresentaram oscilações variadas nos percentuais de JSCP não distribuídos ao longo dos anos de 2007 a 2012, como se pode observar adiante, no Gráficos de 8.

Gráfico 8 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP das empresas que apresentaram comportamento TIPO 5



Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

- Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP tipo 6

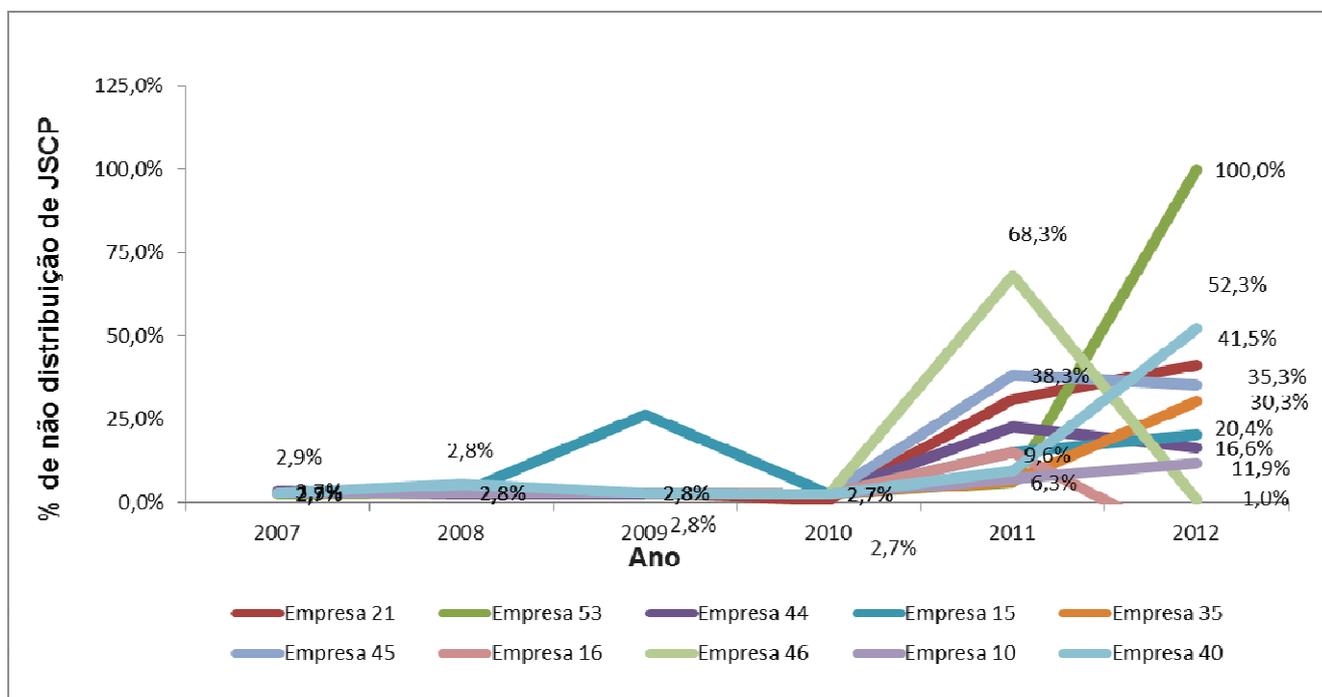
Dez empresas foram caracterizadas como “Tipo 6” pois deixaram de distribuir até 20% do que poderiam distribuir a título de JSCP. Estas empresas apresentaram, também, incremento no percentual de JSCP não distribuído ao longo do tempo. As empresas caracterizadas como “Tipo 6” são: AES Tiete, Empresa 53, Empresa 44, Empresa 15, Empresa 35, Empresa 45, Empresa 16, Empresa 46, Empresa 10 e Transmissão Paulista.

A empresa Empresa 15 apresentou a maior oscilação no percentual de JSCP não distribuído ao longo dos anos de 2007 a 2012. Em 2012 a empresa Empresa 16 apresentou um percentual negativo, pois distribuiu proventos a título de JSCP acima do limite fiscal.

Cabe registrar que estas empresas podem ser classificadas como empresas com bom grau de utilização do benefício fiscal, pois efetivamente se utilizam de boa parte do benefício disponível. Outro fato importante, e que os gráficos do nº 23 ao nº 32 adiante mostram de forma clara, é que este grupo de empresas vinha se utilizando de forma muito efetiva do benefício até o ano de 2011 ou de 2012. Em um destes anos ou nos dois, houve uma significativa redução no uso do benefício fiscal,

por razões que serão investigadas na entrevista, que faz parte do presente trabalho, e que foi encaminhada às mesmas.

Gráfico 9 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP das empresas que apresentaram comportamento TIPO 6

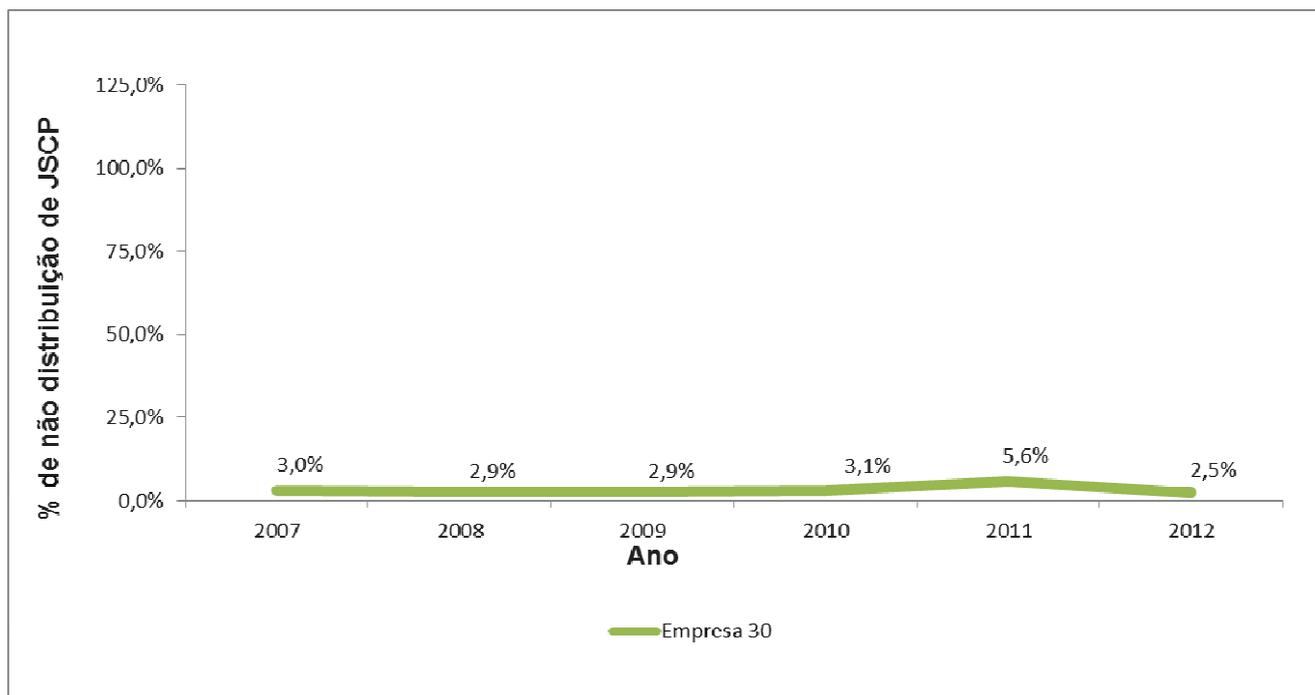


Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

- Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP tipo 7

Dentre todas as empresas investigadas, apenas a Empresa 30 foi caracterizada como “Tipo 7”, pois, em todo o período analisado, deixou de distribuir, no máximo, até 20% do que poderia distribuir a título de JSCP. Esta empresa, sob o ponto de vista fiscal, fez, no período analisado, o melhor aproveitamento fiscal dentre todas as analisadas, e apresentou poucas oscilações no percentual de não distribuição de JSCP ao longo do tempo.

Gráfico 10 - Evolução do comportamento da não distribuição de JSCP da empresa que apresentou comportamento TIPO 7 (Empresa 30)



Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

4.1.2 Análise descritiva da distribuição de JSCP por tipo de controle

De forma a verificar se o tipo de controle exerceria influência no percentual de não distribuição dos JSCP dedutíveis, foram segregados em 4 os tipos de controle de cada uma das empresas da amostra em atividade ao longo do período analisado (2007 a 2012). Utilizou-se como parâmetro para a segregação o critério proposto por GRANDO (2014). Cabe observar que para essa análise foram retirados os dados referentes às empresas que estavam inativas em cada exercício.

Tabela 8 - Tipo de controle das empresas de energia elétrica

TIPO DE CONTROLE	2007		2008		2009		2010		2011		2012		MÉDIA	
N-Fam Mista	25	50,0%	24	48,0%	24	48,0%	25	48,1%	26	51,0%	25	50,0%	25	49,2%
N_Fam Estatal	12	24,0%	12	24,0%	12	24,0%	12	23,1%	12	23,5%	12	24,0%	12	23,8%
Fam	10	20,0%	11	22,0%	11	22,0%	11	21,2%	9	17,6%	9	18,0%	10	20,1%
N-Fam Fundos / Bancos	3	6,0%	3	6,0%	3	6,0%	4	7,7%	4	7,8%	4	8,0%	4	6,9%
ECONOMÁTICA EN.ELÉTRICA	50	100%	50	100%	50	100%	52	100%	51	86%	50	100%	51	100%

Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

De acordo com a classificação proposta por Grandó (2014), anteriormente apresentada na seção dedicada à Metodologia do presente trabalho, as empresas foram agrupadas em quatro diferentes categorias:

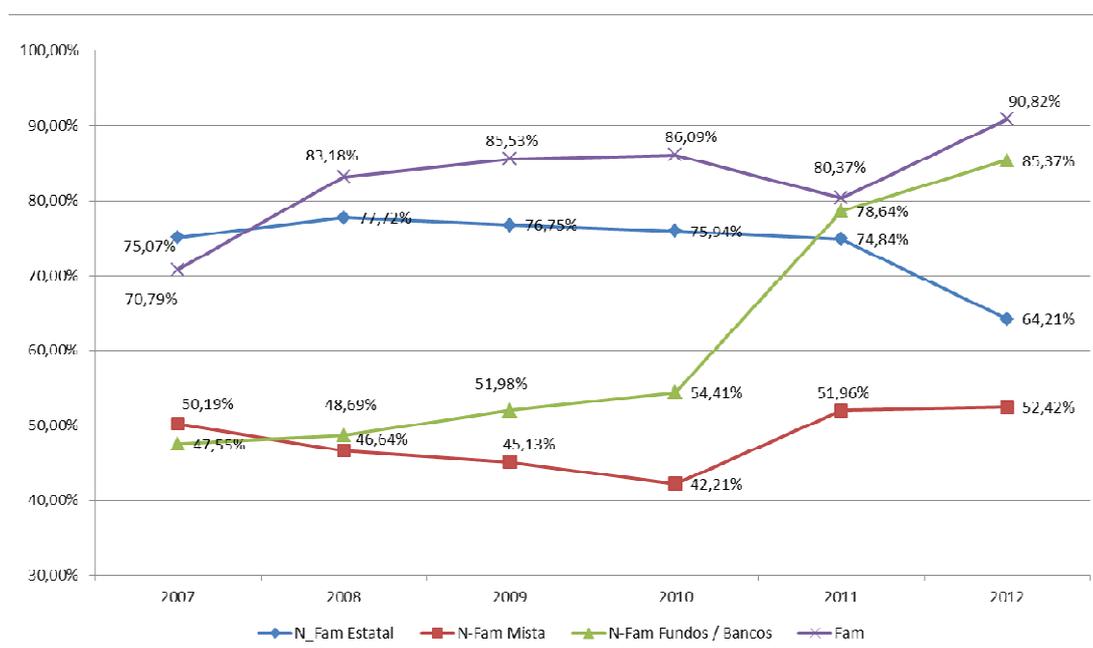
- não familiar estatal (N_Fam Estatal): Se controlador final for agente do Governo;
- não familiar misto (N_Fam Misto): Se o controlador final for uma mistura dos agentes Governo, Pessoa Física, Família ou Grupo de Famílias, Fundos e Bancos;
- não Familiar Fundos e Bancos (N_Fam Fundos e Bancos): Se o controlador final for algum fundo de investimento ou banco; e
- familiar (Fam): Se o controlador final encontrado no IAN (Informações anuais) e FR (Formulário de Referência) da CVM é uma pessoa física ou membros de uma família ou grupo de família.

Tabela 9 - Percentual de não distribuição de JSCP por tipo de controle

% NÃO DIST. JSCP.							
TIPO DE CONTROLE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	MÉDIA
Fam	70,79%	83,18%	85,53%	86,09%	80,37%	90,82%	82,80%
N_Fam Estatal	75,07%	77,72%	76,75%	75,94%	74,84%	64,21%	74,09%
N-Fam Fundos / Bancos	47,55%	48,69%	51,98%	54,41%	78,64%	85,37%	61,11%
N-Fam Mista	50,19%	46,64%	45,13%	42,21%	51,96%	52,42%	48,09%
ECONOMÁTICA EN.ELÉTRICA	60,90%	64,06%	64,85%	64,66%	71,45%	73,20%	66,52%

Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

Gráfico 11 - Percentual de não distribuição de JSCP por tipo de controle



Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

Verificou-se que a maioria das empresas analisadas (média de 25 empresas, 49,2% da amostra) são controladas por grupos não familiares mistos enquanto que a minoria das empresas analisadas (média de 4 empresas, 6,9% da amostra) são controladas por grupos não familiares constituídos por fundos de investimentos ou bancos.

Apresenta-se, a seguir, uma discussão sobre o comportamento dos quatro tipos de empresas, classificadas conforme o seu grupo de controle, em decrescente do grau de não utilização do benefício dos JSCP (das menos eficientes para as mais eficientes no uso do benefício).

1. (Fam): As empresas controladas por entidades familiares constituídas, no geral, por pessoas físicas ou grupo de pessoas físicas ficaram na 1ª colocação das 4 divisões de controle realizadas, tendo apresentado uma média de: 82,8% do percentual de não utilização de JSCP e um incremento do mesmo que passou de 70,79% em 2007 para 90,82% em 2012. Esse crescimento não estaria coerente com a ideia de que o controle por pessoas físicas anularia ao menos parcialmente o benefício fiscal oriundo da utilização de JSCP na distribuição de proventos. A explicação para tal está no fato de a pessoa física apresentar a menor carga tributária dentre os demais controladores analisados, o que incentivaria ainda mais o maior aproveitamento do benefício.
2. (N_Fam Estatal): As empresas de energia elétrica controladas por empresas não familiares estatais apresentaram uma média de 74,1% do percentual de não distribuição de JSCP (2ª colocação das 4 divisões de controle realizadas). Este resultado é coerente com a ideia de que o controle estatal pode levar a uma menor eficiência em termos de aproveitamento deste benefício fiscal.
3. (N_Fam Fundos e Bancos): As empresas de energia elétrica controladas por empresas não familiares constituídas por fundos/bancos apresentaram uma média de 61,11% do percentual de não distribuição de JSCP (3ª colocação das 4 divisões de controle realizadas) e um aumento do mesmo de 2007 (47,55%) para 2012 (85,37%). As 4 empresas que são/foram controladas por esse tipo de controle são: a Empresa 41, a Empresa 57, a Empresa 1 e a Empresa 21 que são controladas mais precisamente por Fundos de Investimento. Esse resultado não é coerente com a tributação de JSCP dos Fundos de Investimento, que é menor (isenção de IRRF), o que os incentivaria a se utilizarem mais ainda do benefício da distribuição de proventos via JSCP.
4. (N_Fam Misto): As empresas controladas por entidades não familiares mistas (constituídas, no geral, por empresas tributadas pelo lucro real) apresentaram uma média de 48,1% do percentual de não distribuição de JSCP (4ª colocação

das 4 divisões de controle realizadas). Seu comportamento durante o período, apesar de não totalmente homogêneo, foi constante em relação a um fator: este grupo foi o que apresentou o menor grau de não utilização do instrumento dos JSCP, ou seja, foi o grupo mais eficiente em relação ao uso deste instrumento que propicia benefício fiscal. Uma hipótese que pode ser levantada é a de que, sendo o controle mais disperso, é possível que o nível de governança destas empresas seja mais elevado, forçando os gestores a um comportamento mais eficiente e equilibrado entre os diferentes interesses de cada tipo de sócio.

4.1.3 Análise descritiva das respostas dos questionários

Conforme comentado na metodologia dessa pesquisa, foi aplicado questionário estruturado, com perguntas fechadas e abertas, enviado por e-mail para todas as empresas que apresentaram os comportamentos classificados como dos tipos 5 e 6. Foram enviados, portanto, 5 questionários diferentes de acordo com o grau de não utilização de JSCP para 43 empresas ao todo.

Das 43 empresas questionadas, 16 empresas responderam, ou seja, 37,2%. Das respondentes, 3 foram as empresas com evolução de comportamento de não distribuição de JSCP do TIPO 1; 2 do TIPO 2; 3 do TIPO 3; 2 do TIPO 4; 2 do TIPO 5; 4 do TIPO 6 e nenhuma do TIPO 7.

4.1.3.1 Análise descritiva – perguntas comuns a todos os “tipos” de comportamento (1 ao 7)

- **“As características tributárias dos controladores são levadas em conta na determinação da distribuição de proventos (dividendos e/ou juros sobre capital próprio – JSCP)?”**

Das 16 empresas que responderam, 13 relataram que as características tributárias dos controladores seriam levadas em consideração (Empresa 11, Empresa 25, Empresa 36, Empresa 37, Empresa 24, Empresa 17, Empresa 13, Empresa 5, Paul F. Luz, Empresa 21, Empresa 35, Empresa 45 e Empresa 10), as outras 3 empresas (Empresa 57, Empresa 34 e Empresa 14) responderam que não. Nota-se que aqui é admitido o conflito de agência, onde os acionistas controladores deliberam a distribuição/pagamento de JSCP de acordo com seus próprios interesses e não do conjunto de acionistas.

- **“Qual tributação do maior acionista dentre os controladores: Pessoa física, Lucro real, Lucro Presumido ou Lucro Arbitrado, Domiciliado no exterior (pagando 15% de IRRF sobre os JSCP recebidos), Residente no Japão (pagando 12,5% de IRRF sobre os JSCP recebidos), Estado, e por último, Domiciliado no exterior com tributação favorecida (pagando 25% de IRRF sobre os JSCP recebidos)?”**

Das 16 empresas que responderam, 13 empresas disseram ser controladas por grupos tributados com base no lucro real (Empresa 11, Empresa 25, Empresa 36, Empresa 37, Empresa 57, Empresa 24, Empresa 14, Empresa 5, Paul F. Luz, Empresa 21, Empresa 35, Empresa 45 e Empresa 10), 2 empresas seriam controladas pelo Estado (Empresa 34 e Empresa 13) enquanto que 1 empresa (Empresa 17) diz ser controlada por domiciliado no exterior (pagando 15% de IRRF sobre os JSCP recebidos). Aqui cabe uma observação: Empresa 24 e Empresa 5 são efetivamente controladas pelo estado, porém, a sua tributação é a tributação normal de empresas privadas. Pelo porte das mesmas, elas são tributadas com base no lucro real.

4.1.3.2 Análise descritiva – perguntas comuns às empresas com “tipos” de comportamento 2 ao 7

A primeira pergunta que foi dirigida a todas as empresas que apresentaram comportamentos de não pagamento de JSCP classificados como tipos: 2, 3, 4, 5, 6 ou 7 é referente ao momento de decisão sobre o pagamento de JSCP. A motivação desta pergunta é entender melhor sobre o grau de dificuldade nesta tomada de decisão. Observe-se que os JSCP devem ser declarados dentro do ano fiscal, mesmo que o seu pagamento seja posterior. Isto impõe uma dificuldade para as empresas, uma vez que o resultado ainda não está apurado, mas conhecer este resultado é fundamental para a tomada de decisão, uma vez que existem limites para a distribuição e que são atrelados ao resultado. A pergunta é apresentada a seguir.

- **“Normalmente em que época do ano ocorre a decisão sobre a distribuição e o montante de JSCP do exercício vigente: até o final do 3º trimestre, em qualquer momento do 4º trimestre ou sempre em dezembro?”**

Foram obtidas 13 respostas para esta pergunta.

1. Empresa 37, Empresa 57, Empresa 34, Empresa 17, Empresa 13, Empresa 14 e Empresa 21 afirmaram decidir em dezembro do exercício referente à distribuição.
2. Empresa 24, Paul F. Luz, Empresa 35, Empresa 45 e a Empresa 10 relataram tomar a decisão “em qualquer momento do 4º trimestre”.
3. A Empresa 5 relatou que decidiria até o final do 3º trimestre.

A segunda pergunta dirigida a todas as empresas com comportamentos dos tipos 2 ao 7 foi sobre o seu nível de endividamento e a possível influência deste na decisão sobre pagamento de JSCP. A pergunta está apresentada a seguir.

- **“O montante de dívida utilizado pela empresa tem influência na decisão de pagar ou não JSCP: Sim porque a dívida já proporciona elevado volume de benefício fiscal; Sim porque boa parte do fluxo de caixa da empresa já está comprometida com os pagamentos das obrigações decorrentes da dívida; Sim por outros motivos ou Não, as duas decisões são independentes?”**

A Empresa 57, Empresa 24, Empresa 34, Empresa 17, Empresa 14, Empresa 5, Empresa 21 responderam que endividamento e distribuição de JSCP seriam decisões e aspectos independentes.

Para a Paul. F. Luz, Empresa 35, Empresa 45 e Empresa 10, o endividamento influenciaria a decisão de pagar JSCP, pois a dívida já proporcionaria elevado volume de benefício fiscal.

A Empresa 13 respondeu que o montante de dívida influenciaria a decisão de pagar JSCP, pois boa parte do fluxo de caixa da empresa já estaria comprometida com os pagamentos e obrigações decorrentes da dívida.

A Empresa 37 respondeu que essa decisão seria influenciada pela necessidade de caixa da controladora para liquidar suas dívidas.

De forma geral observa-se uma divisão nestas respostas. Para aproximadamente metade das empresas respondentes, sete, a decisão sobre pagamento de JSCP é independente do montante de dívidas da empresa, ao passo que para a outra metade, seis empresas, esta decisão é influenciada pelo montante de dívida.

Cabe registrar um aspecto interessante. As seis empresas que declararam a dependência da decisão sobre o pagamento de JSCP em relação ao seu endividamento, efetivamente são, em média, mais endividadas. A relação Dívida Bruta /Ativo Total destas é de 38,2%, enquanto as empresas que afirmaram serem decisões independentes apresentam uma média para esta relação de 28,1%.

Note também que adiante será mostrado teste estatístico que busca determinar se o comportamento sobre o pagamento de JSCP é influenciado pelo montante de dívida das empresas.

4.1.3.3 Pergunta específica ao tipo de comportamento 1

- **“Observou-se que sua empresa não se utilizou do instrumento de pagamento de JSCP no período de 2007 a 2012. Considerando que os JSCP proporciona benefício fiscal, o que determina a não utilização desse instrumento por sua empresa?”**

Conforme já comentado, as empresas que apresentaram o “Tipo de comportamento 1” deixaram de distribuir 100% do que poderia ser distribuído via JSCP ao longo dos exercícios de 2007 a 2012, ou seja, não distribuíram JSCP. As empresas caracterizadas como “Tipo 1” são: Empresa 11, Empresa 41, Empresa 51, Empresa 2, Ampla Invest, Empresa 42, Empresa 4, Empresa 54, Empresa 25, Empresa 36, Empresa 27, Empresa 9, Empresa 49 e Empresa 50.

Das 14 empresas que apresentaram o comportamento do tipo 1, 3 empresas responderam o questionário: Empresa 11, Empresa 25 e Empresa 36.

A Empresa 11 respondeu que não estaria utilizando por conta do prejuízo fiscal e da tributação de PIS/COFINS e IRRF incidente sobre o pagamento de JSCP. Já, as empresas Empresa 25 (controle Não-Familiar Misto) e Empresa 36 (controle Estatal) responderam, entre outras palavras, que a política de distribuição de resultados seria definida pelo controlador, o que não estaria coerente e em foco com a pergunta.

4.1.3.4 Pergunta específica ao tipo de comportamento 2

Conforme já comentado, as empresas que apresentaram o “Tipo de comportamento 2” deixaram de distribuir de 50% até 99,99% do que poderiam distribuir a título de JSCP sob o ponto de vista de aproveitamento fiscal. Estas empresas apresentaram, também, um incremento no percentual de JSCP não distribuído ao longo do tempo. As empresas caracterizadas como “Tipo 2” são: Empresa 1, Empresa 43, Empresa 37 e Empresa 57.

- **“Em média, sua empresa utilizou menos da metade da possibilidade de distribuir JSCP aos seus acionistas. Por outro lado, distribuiu ao menos parcialmente esses proventos via dividendos. Que motivos foram determinantes na decisão da empresa sobre o pagamento de proventos dessa forma?”**

A Empresa 37 e a Empresa 57 disseram ser a tributação dos acionistas (ponto de vista fiscal) ser a principal razão.

4.1.3.5 Pergunta específica ao tipo de comportamento 3

Conforme já comentado, as empresas que apresentaram o “Tipo de comportamento 3” deixaram de distribuir de 50% até 99,99% do que poderiam distribuir a título de JSCP. Estas também apresentaram poucas oscilações no percentual de não distribuição de JSCP ao longo do tempo. As empresas caracterizadas como “Tipo 3” são: Empresa 31, Empresa 24, Empresa 34, Empresa 7, Empresa 17 e Empresa 20.

- **“Em média, sua empresa utilizou menos da metade da possibilidade de distribuir JSCP aos seus acionistas. Por outro lado, distribuiu ao menos parcialmente esses proventos via dividendos. Que motivos foram determinantes na decisão da empresa sobre o pagamento de proventos dessa forma?”**

A Empresa 24 e a Empresa 17 disseram ser a tributação dos acionistas (ponto de vista fiscal) ser a principal razão; já a Empresa 34 parece não ter

entendido a pergunta pois explicou aspectos da metodologia do cálculo do montante a ser distribuído.

4.1.3.6 Pergunta específica ao tipo de comportamento 4

Conforme já comentado, as empresas que apresentaram o “Tipo de comportamento 4” deixaram de distribuir de 50% até 99,99% do que poderiam distribuir a título de JSCP sob o ponto de vista de aproveitamento do benefício fiscal, apresentando, também, um decréscimo do percentual de JSCP não distribuído ao longo do tempo. Em outras palavras estas empresas melhoraram o aproveitamento do benefício fiscal no período analisado. As empresas caracterizadas como “Tipo 4” são: Empresa 13, Empresa 14, Empresa 28 e Empresa 58.

- **“Em média, sua empresa utilizou menos da metade da possibilidade de distribuir JSCP aos seus acionistas. Por outro lado, distribuiu ao menos parcialmente esses proventos via dividendos. Que motivos foram determinantes na decisão da empresa sobre o pagamento de proventos dessa forma?”**

A Empresa 13 relatou que a dificuldade de previsão de resultados por eventos não recorrentes influenciaria a decisão de sua empresa sobre o pagamento de proventos sob a forma de JSCP; já a Empresa 14 disse ser a tributação dos acionistas (ponto de vista fiscal) a principal razão.

4.1.3.7 Pergunta específica ao tipo de comportamento 5

Conforme já comentado, as empresas que apresentaram o “Tipo de comportamento 5” deixaram de distribuir de 20,1% até 49,9% do que poderiam distribuir a título de JSCP. Seu comportamento foi variado (decréscimos e aumentos de percentual de não utilização dos JSCP porém mantendo-se em um patamar “médio” de percentual de não distribuição se comparadas aos demais comportamentos). As empresas caracterizadas como “Tipo 5” são: Empresa 5, Empresa 6, Empresa 19 e Empresa 29.

- **“Observou-se uma certa variabilidade no percentual de utilização do limite fiscal para distribuição de JSCP em sua empresa. Por outro lado distribuiu ao menos parcialmente esses proventos via dividendos. Que fatores determinam essa variabilidade: Dificuldade de previsão do lucro no momento da decisão; A empresa só decide pela distribuição quando da apuração definitiva do resultado ou Outros motivos?”**

A Empresa 5 explicou que buscaria a maximização dos ganhos fiscais em consonância com a tributação dos acionistas; já a Paul F. Luz disse só decidir pela distribuição quando da apuração definitiva do resultado.

4.1.3.8 Pergunta específica ao tipo de comportamento 6

Conforme já comentado, as empresas que apresentaram o “Tipo de comportamento 6” deixaram de distribuir até 20% do que poderiam distribuir a título de JSCP. Estas empresas apresentaram, também, incremento no percentual de JSCP não distribuído ao longo do tempo. As empresas caracterizadas como “Tipo 6” são: Empresa 21, Empresa 53, Empresa 44, Empresa 15, Empresa 35, Empresa 45, Empresa 16, Empresa 46, Empresa 10 e Transmissão Paulista.

- **“Sua empresa em média se utiliza da quase totalidade dos JSCP passíveis de distribuição. Observou-se, contudo, que nos anos 2011 e/ou 2012 houve uma menor utilização desse benefício fiscal. O que determinou essa mudança de comportamento especificamente nesse (s) ano (s)?”**

A Empresa 35, a Empresa 45 e a Empresa 10 disseram ter reduzido o percentual de distribuição em virtude da redução da TJLP, o que não estaria coerente, pois, quando o percentual da TJLP é reduzido, o limite fiscal de dedutibilidade dos JSCP também é reduzido, pois a TJLP é usada para cálculo desse montante; já a Empresa 21 parece não ter entendido a pergunta pois explicou que busca observar o limite da base distribuível.

4.1.3.8 Pergunta específica ao tipo de comportamento 7

A empresa Empresa 30, que apresentou o comportamento classificado como do tipo 7, com a maior eficiência na utilização do benefício fiscal do pagamento de JSCP, não respondeu ao questionário. A pergunta especificamente a ela dirigida foi a seguinte.

- **“Sua empresa se utiliza praticamente da totalidade dos JSCP dedutíveis, o que não é o comportamento padrão das empresas do setor elétrico brasileiro. Que fatores contribuem para esse comportamento eficiente?”**

4.2 ANÁLISE DOS TESTES ESTATÍSTICOS

A seguir a análise dos testes estatísticos realizados. Esses testes foram realizados com o objetivo de estabelecer relações entre as diferenças de comportamento da não distribuição de JSCP a partir de algumas possibilidades elencadas com base na revisão da literatura sobre o assunto.

4.2.1 Teste de diferença de médias para a primeira hipótese

A seguir a análise de alguns testes que buscaram testar a primeira hipótese: possíveis conflitos de agência (Conflitos 1 ao 6 relatados na Metodologia dessa pesquisa).

4.2.1.1 Empresas classificadas conforme o tipo de controle

Tabela 10 - Teste de diferenças de médias da primeira hipótese – estatais federais e demais

t-Test: Two-Sample Assuming Equal Variances

	<i>Estatal Federal</i>	<i>Demais</i>
Mean	0,928217375	0,61115873
Variance	0,011978859	0,181024489
Observations	17	278
Pooled Variance	0,171793328	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	293	
t Stat	3,061768155	
P(T<=t) one-tail	0,001202241	
t Critical one-tail	1,284447594	
P(T<=t) two-tail	0,002404483	
t Critical two-tail	1,650070786	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

	<i>Estatal Federal</i>	<i>Demais</i>
Mean	0,932205298	0,61115873
Variance	0,011560484	0,181024489
Observations	18	278
Hypothesized Mean Difference	0	
df	65	
t Stat	8,926862838	
P(T<=t) one-tail	3,33199E-13	
t Critical one-tail	1,294712013	
P(T<=t) two-tail	6,66398E-13	
t Critical two-tail	1,668635976	

Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

Foi realizado um teste de diferença de médias dos percentuais de não pagamento de JSCP entre as empresas estatais federais e sem controle estatal (também chamadas de Não Familiar Estatal Federal e demais), tendo sido verificada diferença significativa a 1% no pagamento de JSCP entre Estatais federais e demais empresas. Esse resultado corrobora a ideia de que empresas cujo controle é do Estado Federal estariam estimuladas a pagar mais tributos e, por conseguinte, serem menos eficientes na gestão tributária, apresentando maiores percentuais de

não pagamento de JSCP. Quando assumido variâncias iguais ou desiguais o resultado é o mesmo: Estatais Federais deixam de pagar JSCP com significativa diferença em relação às demais empresas.

Este resultado também está coerente com o entendimento de Bellato, Silveira e Savoia (2006) que salientam que o principal conflito de agência nas companhias abertas brasileiras ocorreria entre acionistas controladores e minoritários como decorrência de uma estrutura de propriedade concentrada nas empresas. Por outro lado, o resultado da presente pesquisa difere do encontrado no trabalho de Santos e Sallotti (2007) onde as estatais em sua quase totalidade (97%), vinham se utilizando do limite legal para pagamento dos JSCP.

Na Tabela 10 estão destacados em amarelo os valores da estatística t crítica, da estatística t encontrada e do chamado p -value, possibilidade de erro do tipo I.

4.2.1.2 Empresas respondentes do questionário

Das 43 empresas questionadas, apenas 16 empresas responderam ao questionário. Dessas 16 empresas, 13 alegaram ser controladas por empresa tributada pelo lucro real: Empresa 11, Empresa 25, Empresa 36, Empresa 37, Empresa 57, Empresa 24, Empresa 14, Empresa 5, Paul F. Luz, Empresa 21, Empresa 35, Empresa 45 e Empresa 10; 2 pelo Estado: Empresa 34 e Ceslesc e; apenas 1 por Domiciliado no exterior (pagando 15% de IRRF sobre os JSCP recebidos): Empresa 17.

Conforme se percebe, nenhuma empresa declarou ser controlada por meio de pessoa física (Conflito 4), nenhuma alegou ser controlada por meio de residente no Japão (Conflito 5) e nenhuma se declarou controlada por meio de pessoa jurídica tributada pelo lucro presumido ou arbitrado (Conflito 6).

Assim, o agrupamento que pode ser realizado é um tanto limitado do ponto de vista estatístico, uma vez que se pode contrastar o comportamento de uma empresa contra o comportamento de 15 outras empresas diferentes. Ainda que o teste seja válido para demonstrar se nesta amostra os comportamentos são diferentes, qualquer extrapolação deste resultado não é algo que se possa fazer de maneira segura. O resultado está mostrado na Tabela 11 a seguir.

Tabela 11 - Teste de diferenças de médias da primeira hipótese - controlador Domiciliado no exterior ou não

t-Test: Two-Sample Assuming Equal Variances

	Est e TCBLR	Estrangeiro
Mean	0,518868655	0,626408623
Variance	0,228040547	0,034810726
Observations	89	6
Pooled Variance	0,217651847	
Hypothesized Mean		0
df		93
t Stat	-0,54650929	
P(T<=t) one-tail	0,293012357	
t Critical one-tail	1,290720956	
P(T<=t) two-tail	0,586024714	
t Critical two-tail	1,661403674	

Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

Em princípio a empresa controlada por domiciliado no exterior seria incentivada a pagar JSCP, pois teria benefício fiscal elevado. Este comportamento não foi observado, uma vez que este tipo de empresa deixou de utilizar o benefício em percentual ainda maior que as demais empresas. O resultado não é significativo do ponto de vista estatístico. Mais uma vez se registra a limitação do teste em termos de extrapolação de seus resultados. Na Tabela 11 destacou-se em amarelo o *p-value*, que demonstra não haver diferença significativa entre as médias encontradas.

Tabela 12 - Teste de diferenças de médias da primeira hipótese – tributação do controlador

t-Test: Two-Sample Assuming Equal Variances

	Estad / DomExt	Lucro Real / Federal
Mean	0,587453398	0,52426983
Variance	0,126898156	0,184069308
Observations	29	66
Pooled Variance	0,166856488	
Hypothesized Mean		0
df		93
t Stat	0,694291363	
P(T<=t) one-tail	0,244615139	
t Critical one-tail	1,290720956	
P(T<=t) two-tail	0,489230278	
t Critical two-tail	1,661403674	

Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

A segunda abordagem para o teste do que se chamou de 'Primeira hipótese' foi realizada entre as empresas com controle estatal (União Federal) ou com controle sujeito à tributação com base no lucro real que teriam incentivo a não pagar JSCP, e, as não enquadradas nesses dois tipos de tributação, que, em tese, seriam indiferentes em relação ao pagamento de JSCP.

Não foi verificada diferença de médias entre os dois grupos e o resultado não é significativo do ponto de vista estatístico. Mais uma vez se registra a limitação do teste em termos de extrapolação de seus resultados.

4.2.2 Teste de diferença de médias para a segunda hipótese (endividamento)

Tabela 13 - Teste de diferenças de médias da segunda hipótese (endividamento)

	NISCP MENOS	NISCP MAIS
Mean	0,572312291	0,563260723
Variance	0,153917813	0,20195489
Observations	108	107
Pooled Variance	0,177843495	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	213	
t Stat	1,394083104	
P(T<=t) one-tail	0,029784508	
t Critical one-tail	1,285538752	
P(T<=t) two-tail	0,059569017	
t Critical two-tail	1,552038878	

Fonte: Elaboração própria com os dados da presente pesquisa.

Foi realizado um teste de diferença de médias dos percentuais de não pagamento de JSCP entre as 20 empresas mais endividadas e as 20 empresas menos endividadas (dívida bruta/ativo total). O resultado do teste não suporta a hipótese de que o pagamento de juros sobre o endividamento pode levar as empresas mais endividadas a pagar menos JSCP. O teste evidencia o contrário: as empresas mais endividadas pagaram mais JSCP do que as empresas menos endividadas, com significância estatística a 10%. Na Tabela 13 destaca-se em amarelo o *p-value*.

Em resumo, as empresas mais endividadas pagaram mais JSCP do que as menos endividadas, com significância estatística, ou seja, não só não acontece o

que foi imaginado, como acontece o contrário. Esse resultado contraria as evidências encontradas no trabalho de Leites e Zani (2008) que ao buscarem verificar a influência dos juros sobre o capital próprio nas decisões de estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na Bovespa no período de 1998 a 2006, encontraram que as empresas que lançaram JSCP financiaram-se menos com capital de terceiros do que as que não o fizeram.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O principal objetivo desse trabalho foi o de identificar o comportamento das empresas brasileiras do setor elétrico em relação ao pagamento ou não de proventos na forma de JSCP. A partir da revisão da literatura puderam ser compreendidas as vantagens ou não da utilização do benefício fiscal relativo ao pagamento de JSCP pelos diferentes tipos de grupos de investidores, conforme sua classificação fiscal.

Esse trabalho contribuiu para o aprofundamento do tema “Juros sobre capital próprio (JSCP)” uma vez que, até o presente momento, poucos estudos o fizeram com profundidade. Conforme já comentado, não foi identificado estudo no meio acadêmico brasileiro (Base de dados de Periódicos da CAPES no período compreendido desde a publicação da Lei 9.249/95) que busque entender o porquê de determinadas empresas não utilizarem o benefício fiscal proporcionado por este tipo de remuneração.

Apesar de notórias as vantagens do uso de Juros sobre Capital Próprio na distribuição de lucros utilizando esta via, muitas empresas que possuem a disponibilidade de distribuir não o fazem, o que repercute em destruição de valor. Neste trabalho pôde ser verificado o não uso ou o uso parcial desse benefício pelas empresas do setor elétrico brasileiro. Vale novamente o registro de que a possibilidade de que o pagamento de JSCP destrua valor é muito remota. No presente trabalho não foi identificada nenhuma situação deste tipo. Isto concorre para que, em tese, todas as empresas devam distribuir JSCP, pois esta situação poderá beneficiar a empresa ou ser neutra em relação à criação de valor, nunca destruindo valor.

Este trabalho classificou o comportamento das empresas em relação à distribuição de JSCP em seis diferentes categorias. Em duas destas categorias não haveria justificativa, em princípio, para não utilização da distribuição de proventos via JSCP. Das 59 empresas estudadas, 43 foram classificadas nestas duas categorias. Estas duas categorias são aquelas nas quais o trabalho se focou, pois estas 43 empresas não se utilizaram do benefício fiscal da distribuição de JSCP de uma forma considerada eficiente, e poderiam fazê-lo.

Dentro deste grupo, foram elencados 7 tipos de evolução do comportamento da não distribuição de dividendos via JSCP – chamados também de “sub-tipos” de

comportamento da não distribuição de JSCP. Para cada um desses “sub-tipos” foram enviados 5 diferentes questionários de forma a identificar possíveis diferenças que possam justificar o comportamento da não distribuição de JSCP.

Das 43 empresas questionadas, 16 empresas responderam, ou seja, um índice de retorno de 37,2%, percentual considerado satisfatório.

Um dos achados mais interessantes obtido via respostas dos questionários é o de que para 7 empresas (aproximadamente metade das empresas respondentes), a decisão sobre pagamento de JSCP é independente do montante de dívidas da empresa, ao passo que para a outra metade, seis empresas, esta decisão é influenciada pelo montante de dívida.

É importante destacar que as seis empresas que declararam a dependência da decisão sobre o pagamento de JSCP em relação ao seu nível de endividamento, efetivamente são mais endividadas. A média da relação Dívida Bruta/Ativo Total destas é de 38,2%, enquanto as empresas que afirmaram serem decisões independentes apresentam uma média para esta relação de 28,1%. Foi realizado teste estatístico que demonstrou diferença significativa a 1% no nível de endividamento dos dois grupos. Assim, é possível afirmar que, entre as empresas respondentes, o nível de dívida das empresas mais endividadas parece influenciar a decisão sobre o pagamento de JSCP (Anexo A).

Das 16 empresas que responderam ao questionário, 13 relataram que as características tributárias dos controladores seriam levadas em consideração na distribuição de proventos: (Empresa 11, Empresa 25, Empresa 36, Empresa 37, Empresa 24, Empresa 17, Empresa 13, Empresa 5, Paul F. Luz, Empresa 21, Empresa 35, Empresa 45 e Empresa 10). As outras 3 empresas (Empresa 57, Empresa 34 e Empresa 14) responderam que não. Esse resultado confirma a existência do conflito de agência entre os acionistas controladores buscando seus próprios interesses em detrimento da melhor decisão para a entidade distribuidora de JSCP e dos demais acionistas.

A primeira resposta remete a ideia de que os controladores influenciariam a decisão para benefício próprio ao passo que a segunda resposta remete a ideia de que essa decisão levaria em consideração apenas o ganho da entidade em questão, tratando de forma isenta acionistas majoritários ou não.

Essas mesmas empresas quando questionadas sobre em que época do ano ocorreria a decisão sobre a distribuição e o montante de JSCP do exercício vigente,

responderam (obtidas 13 respostas): **Empresa 37, Empresa 57, Empresa 34, Empresa 17, Empresa 13, Empresa 14 e Empresa 21** afirmaram decidir em dezembro do exercício referente à distribuição; Empresa 24, Paul F. Luz, Empresa 35, Empresa 45 e a Empresa 10 relataram tomar a decisão “em qualquer momento do 4º trimestre” e a Empresa 5 relatou que decidiria até o final do 3º trimestre.

A primeira resposta (decisão em dezembro) remete a ideia de que os gestores calculariam o montante a ser distribuído com menor incerteza e possivelmente menor conservadorismo uma vez que se distribuíssem JSCP a mais do que os limites fiscais, o excedente não seria dedutível. As outras duas respostas (qualquer momento do 4º trimestre e até o final do 3º trimestre) calculariam o montante a ser distribuído com maior incerteza na projeção do resultado do ano, possivelmente mensurando montantes mais conservadores a serem distribuídos. Realizado teste estatístico, esta hipótese não pode ser confirmada. Ao contrário do esperado, as empresas que disseram tomar a decisão sobre pagamento de JSCP antes de dezembro, e que deveriam, em tese, ser mais conservadoras, distribuíram maior percentual de JSCP (62,7% de distribuição) do que as que decidem depois (41,2% de distribuição). O teste foi significativo a 1% (Anexo B).

Buscando compreender o comportamento sobre a utilização do instituto dos JSCP foi realizada uma outra abordagem. As 43 empresas para as quais foram enviados os questionários foram agrupadas em quatro diferentes categorias. Para esta classificação utilizou-se a proposta de Grandó (2014): 1) Não familiar estatal; 2) Não familiar misto; 3) Não Familiar Fundos e Bancos e, 4) Familiar.

As empresas classificadas como do tipo Não familiar estatal foram segregadas em um grupo e as demais em outro grupo. Realizou-se, então, um teste de diferença de médias entre os dois grupos, tendo sido verificada diferença significativa a 1% no pagamento de JSCP entre Não familiar estatal (pagam mais) e as demais empresas. Este resultado corrobora a ideia de que empresas cujo controle é do Estado estariam estimuladas a pagar mais tributos e, por conseguinte, serem menos eficientes na gestão tributária, apresentando maiores percentuais de não pagamento de JSCP.

A partir das respostas do questionário, foi possível realizar também um outro teste estatístico de diferenças de médias entre as empresas com controladores Domiciliados no exterior (1 empresa) e as demais. Em princípio as empresas controladas por domiciliado no estrangeiro seriam incentivadas a pagar JSCP, pois

têm benefício fiscal elevado. O comportamento esperado não foi observado, uma vez que esta empresa deixou de utilizar o benefício em percentual ainda maior que as demais empresas. Observe-se que o resultado encontrado neste teste não foi significativo do ponto de vista estatístico. Mais uma vez se registra a limitação do teste em termos de extrapolação de seus resultados.

Por último, investigou-se se o nível de endividamento efetivo influenciaria a decisão sobre o pagamento de JSCP. Esta investigação foi independente de a empresa ter respondido ou não ao questionário. Os grupos foram constituídos com os quatro decis das empresas mais endividadas (20 empresas) e os quatro decis das empresas menos endividadas (outras 20 empresas).

Verificou-se que o resultado do teste não suportou a hipótese de que o pagamento de juros sobre o endividamento pode levar as empresas mais endividadas a pagar menos JSCP. Em resumo, as empresas mais endividadas pagaram mais JSCP do que as menos endividadas, com significância estatística, ou seja, não só não acontece o que foi imaginado, como acontece o contrário.

Para trabalhos futuros, sugere-se buscar estender a amostra para mais empresas, trabalhar com outros setores econômicos, e ampliar o nº de anos de observação, uma vez que, no presente trabalho, observou-se uma mudança importante nos dois últimos anos na utilização do instrumento dos JSCP por parte de algumas empresas que, em anos anteriores, se utilizaram deste instrumento de uma forma mais eficiente.

REFERÊNCIAS

- ALLEN, Franklin; MICHAELY, Roni. **Dividend policy**: handbooks in operations Research and Management Science., North-Holland, 2002. v. 9: Finance, Chapter 25
- ANDRADE FILHO, Edmar Oliveira. **Imposto de renda das empresas**. São Paulo: Atlas, 2008.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; AMBROZINI, M. A. **Dividendos**: teoria e prática. 1. ed. Ribeirão Preto: Inside Books, 2007. v. 1.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Circular nº 2.722, de 25 de setembro de 1996**. Estabelece condições para remessa de juros a titular, sócios ou acionistas estrangeiros, a título de remuneração do capital próprio, calculado sobre as contas do patrimônio líquido, bem como para registro de participações estrangeiras nas capitalizações desses juros. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1996/pdf/circ_2722_v2_L.pdf>. Acesso em: 15 out. 2012.
- 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, n. 50, maio/ago. 2009.
- BELLATO, L. L. N; SILVEIRA, A. D. M; SAVOIA, J. R. F. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30., Salvador, 2006. **Anais...** Salvador, 2006.
- BEUREN, I. M. Conceituação e contabilização do custo de oportunidade. **Caderno de Estudos**, Fipecafi, São Paulo, n. 8, 1993.
- BEUREN, I. M.; REZZADORI, Vilson Raimundo. Formas de cálculo e contabilização dos custos de oportunidade na perspectiva de juros sobre capital próprio. **UnB Contábil**, Brasília, DF, v. 7, n. 2, p. 9-50, 2004.
- BISCA, M. H. et al. Juros sobre capital próprio: uma análise sobre o impacto tributário para quem paga e para quem recebe. **Revista Científica Hermes**, [S.l.], p. 74-89, 2012.
- BLACK, F.; SCHOLES, M. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 1, n. 1, p. 1 -22, 1974.
- BRAGGION, F.; Moore, L. Dividend Policies in an Unregulated Market: The London Stock Exchange, 1895—1905. **Review of Financial Studies, Society for Financial Studies**, [S.l.], v. 24, n. 9, p. 2935-2973, 2011.

BRASIL, B. M. **Juros sobre capital próprio**: aspectos societários e tributários. 2010. Dissertação (Mestrado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC – SP), São Paulo, 2010.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil: promulgada em 5 de outubro de 1988**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. Decisão de Consulta da Superintendência Regional da Receita Federal do Brasil - 8ª Região Fiscal nº 307 de 20 de dezembro de 2000.

BRASIL. **Decreto nº 332, de 4 de novembro de 1991**. Dispõe sobre a correção monetária das demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Antigos/D0332.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Decreto nº 1.041, de 11 de janeiro de 1994 (Regulamento do Imposto de Renda – RIR/94)**. Aprova o regulamento para a cobrança e fiscalização do imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Antigos/D1041.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999 (Regulamento do Imposto de Renda – RIR/99)**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3000.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Decreto nº 5.164, de 30 de julho de 2004**. Reduz a zero as alíquotas da Contribuição para o PIS/PASEP e da COFINS incidentes sobre as receitas financeiras auferidas pelas pessoas jurídicas sujeitas à incidência não-cumulativa das referidas contribuições. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/decreto/d5164.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Decreto nº 5.442, de 9 de maio de 2005**. Reduz a zero as alíquotas da Contribuição para o PIS/PASEP e da COFINS incidentes sobre as receitas financeiras auferidas pelas pessoas jurídicas sujeitas à incidência não-cumulativa das referidas contribuições. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/Decreto/D5442.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Decreto nº 41.019, de 26 de fevereiro de 1957**. Regulamenta os serviços de energia elétrica. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Antigos/D41019.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Emenda constitucional nº 20 de 15 de dezembro de 1998**. Modifica o sistema de previdência social, estabelece normas de transição e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/Emendas/Emc/emc20.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.** Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte; altera dispositivos das Leis nºs 8.212 e 8.213, ambas de 24 de julho de 1991, da Consolidação das Leis do Trabalho – CLT [...]. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp123.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 4.506, de 30 de novembro de 1964.** Dispõe sobre o imposto que recai sobre as rendas e proventos de qualquer natureza. [...]. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4506.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971.** Define a Política Nacional de Cooperativismo, institui o regime jurídico das sociedades cooperativas, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5764.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 7.689, de 15 de dezembro de 1988.** Institui contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7689.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 8.383, de 30 de dezembro de 1991.** Institui a Unidade Fiscal de Referência, altera a legislação do imposto de renda e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8383.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995.** Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Disponível em: <<http://legislacao.planalto.gov.br/legisla/legislacao.nsf/b110756561cd26fd03256ff500612662/3bf4c468bbd77f7d032569fa0069dbb4?OpenDocument>>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996.** Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9430.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 9.532, de 10 de dezembro de 1997.** Altera a legislação tributária federal e dá outras providências. Disponível em: <<http://legislacao.planalto.gov.br/legisla/legislacao.nsf/8b6939f8b38f377a03256ca200686171/2a1518ff8addf802032569fa006b6c6d?OpenDocument>>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 9.718, de 27 de novembro de 1998.** Altera a Legislação Tributária Federal. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9718.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999.** Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos rendimentos auferidos em aplicação [...]. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9779.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 9.959, de 27 de janeiro de 2000.** Altera a legislação tributária federal e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9959.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.** Altera e acrescenta dispositivos na lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, e na lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a comissão de valores mobiliários. Disponível em: <<http://legislacao.planalto.gov.br/legisla/legislacao.nsf/8b6939f8b38f377a03256ca200686171/3888d57f7ae078e703256afb00459392?OpenDocument>>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 10.637, de 30 de dezembro de 2002.** Dispõe sobre a não-cumulatividade na cobrança da contribuição para os Programas de Integração Social (PIS) e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep), nos casos que especifica; sobre o pagamento e o parcelamento de débitos tributários federais, a compensação de créditos fiscais, a declaração de inaptidão de inscrição de pessoas jurídicas, a legislação aduaneira, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10637compilado.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 10.833, de 30 de dezembro de 2003.** Altera a Legislação Tributária Federal e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2003/l10.833.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 10.865, de 30 de abril de 2004.** Dispõe sobre a Contribuição para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público e a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social incidentes sobre a importação de bens e serviços e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.865.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005.** Institui o Regime Especial de Tributação para a Plataforma de Exportação de Serviços de Tecnologia da Informação - REPES, o Regime Especial de Aquisição de Bens de Capital para Empresas Exportadoras - RECAP e o Programa de Inclusão Digital [...]. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l11196.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007.** Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009.** Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto no 70.235, de 6 de março de 1972 [...]. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l11941.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Medida provisória nº 449, de 3 de dezembro de 2008**. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários, concede remissão nos casos em que especifica, institui regime tributário de transição, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=2&ved=0CDEQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.planalto.gov.br%2Fccivil_03%2F_ato2007-2010%2F2008%2Fmpv%2FRet%2FRetMep-449-08.doc&ei=Ylg4U9yZ HoO3sASnwoCgCw&usg=AFQjCNEHJg0V5i_3LPWL7PKLFWRdAAoFOw>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Medida provisória nº 2.158-35, de 24 de agosto de 2001**. Altera a legislação das Contribuições para a Seguridade Social - COFINS, para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público - PIS/PASEP e do Imposto sobre a Renda, e dá outras providências Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/2158-35.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Medida provisória nº 66, de 29 de agosto de 2002**. Dispõe sobre a não cumulatividade na cobrança da contribuição para os programas de integração social (PIS) e de formação do patrimônio do servidor público (PASEP) [...]. Disponível em: <<http://legislacao.planalto.gov.br/legisla/legislacao.nsf/ab695613057d1fbd032569d6006c3b32/a5c27f85cddd317203256c2800444c4b?OpenDocument>>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. **Parecer normativo nº 20, de 31 de março de 1987**. Disponível em: <www.fiscosoft.com.br/.../parecer-normativo-coordenador-do-sistema-de-20demarco>. Acesso em: 15 out. 2012.

BRASIL. Solução de Consulta da Superintendência Regional da Receita Federal do Brasil - 10ª Região Fiscal nº 95 de 30 de agosto de 2000.

BRASIL. Solução de Consulta da Superintendência Regional da Receita Federal do Brasil - 6ª Região Fiscal nº 63 de 17 de outubro de 2001.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; MARCUS, A. J. Fundamentos da **Administração financeira**. 3. ed. Rio de Janeiro: McGraw-Hill, 2003.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. Tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.

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

BRITO, R. D.; LIMA, M. R.; SILVA, J. C. G. O crescimento da remuneração direta aos acionistas no Brasil: economia de impostos ou mudança de características das firmas? **BBR. Brazilian Business Review**, [S.l.], v. 6, p. 59-77, 2009.

BRUNI, A. L. et al. O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: um estudo empírico no Brasil. In: Congresso USP de

Controladoria e Contabilidade, 3., 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2003. p.1-20.

BUENO, A. F. B. **Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras**. 2000. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) -- Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.

BUENO, A. F. Os dividendos como estratégias de investimentos em ações. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 28, p. 39-55, 2002.

CARVALHO, Emerson R.A. **Política de dividendos e juros sobre capital próprio: um modelo com informações assimétricas**. 2003. Dissertação (Mestrado e, Administração de empresas) -- FGV/Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2003.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentário à lei das sociedades anônimas**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 1.

CERTIFICADOS DE DEPÓSITO INTERBANCÁRIO (CDI). Disponível em: <http://www.portalbrasil.net/indices_cdi.htm>. Acesso em: 15 set. 2012.

CETIP. São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.cetip.com.br/>>. Acesso em: 15 set. 2012.

COELHO, Fábio Ulhoa. A participação nos resultados das companhias (dividendos e juros sobre o capital próprio) e os direitos dos acionistas minoritários. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 2000. v. 2, p. 29-46.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação nº. 207, de 13 de dezembro de 1996**. Dispõe sobre a contabilização dos juros sobre o capital próprio previstos na Lei nº 9.249/95. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=/deli/deli207.htm>. Acesso em: 15 out. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação nº. 299, de 9 de fevereiro de 1999.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação nº. 672, de 20 de outubro de 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício circular nº. 02, de 18 de janeiro de 1996**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFCVM-SNC02-96.asp>>. Acesso em: 15 out. 2012.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento técnico CPC 20: custos de empréstimos**. Brasília: 2011. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pdf/CPC20.pdf>>. Acesso em: 15 de outubro de 2012.

CORREIA, L.; AMARAL, H. F. O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na BOVESPA no período de 1994 a 2000. In: ENANPAD, 26., 2002, Salvador. **Anais...** Salvador: Enanpad, 2002. 1 CD-ROM.

CORSO, R. M.; KASSAI, J. M.; LIMA, G. A. F. S. Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio versus retorno das ações. **REPeC**, Brasília, v.6, n. 2, p. 154-169, abr./jun. 2012.

COSTA JR., Jorge Vieira da. Dividendos e JSCP: como imputa-los corretamente? **Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços**, São Paulo, n. 6 e n. 7, 2004.

COSTA JÚNIOR, J. V. et al. JSCP e Dividendos: as companhias “vacas leiteiras” estão utilizando a sistemática de imputação nos termos da lei? In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2004.

COSTA, P. S.; SILVA, E. O. Estudo Empírico Sobre a Adoção dos Juros Sobre os Capitais Próprios nas Empresas Brasileiras do Setor de Energia Elétrica. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo, **Anais...** São Paulo: USP, 2006.

CRISTÓVÃO, Daniela; Watanabe, Marta. **Guia valor econômico de tributos**. São Paulo: Globo, 2002.

DALMÁCIO, F. Z; CORRAR, L. J. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v. 1, n. 1, p. 16-29, 2007.

DECOURT, R. F; PROCIANOY, J. L; PIETRO NETO, J. As variações nas distribuições dos proventos em dinheiro sinalizam variações nos lucros futuros? In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

DENIS, D. J. e I. OSOBOV. “Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy”. **Journal of Financial Economics**, [S.I.], v. 89, n.1, p. 62-82, 2008.

DESLANDES, Sueli Ferreira et al. **Pesquisa social: teoria, método e criatividade**. Rio de Janeiro: Vozes, 1994.

DIAMOND, Douglas W. Reputation acquisition in debt markets. **Journal of Political Economy**, [S.I.], v. 97, n.4, p. 828-862, 1989.

DIAS, Cláudia. **Pesquisa qualitativa: características gerais e referências**. São Paulo, 2000. Disponível em: <<http://www.reocities.com>>. Acesso em: 19 dez. 2012.

DOCKING, D. S.; KOCH, P. D. Sensitivity of investor reaction to market direction and volatility: dividend change announcements. **The Journal of Financial Research**, [S.I.], n. 28, v. 1, p. 21-40, Spring 2005.

EISENHARDT, K. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, [S.I.], v. 14, p.57-74, 1989.

ELTON, E. J., GRUBER, M. J.; BLAKE, C. R. Marginal stockholder tax effects and ex-dividend day behavior: thirty-two years later. **Working paper**, [S.I.], Oct. 2002.

ELTON, E. J., GRUBER, M. J.; BLAKE, C. R. Marginal stockholder tax effects and ex-dividend-day price behavior: evidence from taxable versus non-taxable closed-end funds. **Review of Economics and Statistics** n. 87, p. 579-586, 2005.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; RENTZLER, J. A simple examination of the empirical relationship between dividend yield and deviations from the CAPM. **Journal of Banking and Finance**, [S.I.], v. 7; n. 1, p. 135-146, 1983.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *The Review of Economics and Statistics*, v. 52, n. 1, p. 68 - 74, 1970.

FABRETTI, L. C. **Contabilidade tributária**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

FAMA, Eugene F.; BABIAK, Harvey. Dividend policy: an empirical analysis. **Journal of the American Statistical Association**, [S.I.], v. 63, p. 1132-1161, 1968.

FIORATI, A. R.S. **Dividendos e juros sobre capital próprio**: sinalização de lucratividade futura? estudo no mercado brasileiro 1999/2004. 2007. Dissertação (Mestrado em Economia de Empresas) - Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2007.

FIRMINO, A. L. et al. O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre o preço das ações. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 3, 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2003.

FIRMINO, A. L. G; SANTOS, A. G. Q; MATSUMOTO, A. S. Dividendos interessam? uma constatação empírica recente sobre a relevância da política de dividendos na bolsa de valores de São Paulo (1996 a 2002). In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4. 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SBFIN, 2004.

FRANÇA, José Antônio de. O benefício da substituição de dividendos e da remuneração do trabalho de sócios dirigentes pelos juros sobre o capital próprio – JCP. **UnB Contábil**, Brasília, DF, v. 1, n. 1, p. 61-72, 1998.

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. A Estrutura de Capital, os Dividendos e os Juros Sobre o Capital Próprio: evidências empíricas no caso brasileiro de 1995 a 2004. In: XXXI Encontro da ANPAD. **Anais...** Rio de Janeiro – RJ. Set. 2007.

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

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.

GOMES, Orlando. **Obrigações**. Atualizado por Edvaldo Brito. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

GONZAGA, R. P; COSTA, F. M. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre a política de dividendos

nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 95-109, 2009.

GONZALES, A. Juros sobre capital próprio: utilização em empresas de capital fechado atuantes no segmento Transportador-Revendedor-Retalhista (TRR). 2008. Dissertação (Mestrado) -- Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2008.

GORDON, M. J. Dividends, earning and stock prices. **Review of Economics and Statistics**, [S.l.], v. 41, p.99-105, 1959.

Gordon, M.J., Optimal investment and financing policy. **Journal of finance**, [S.l.], v. 28, n. 2, 264-272, 1963.

GRAHAM, B.; DODD, D. L. F. **Security analysis**. New York: McGraw-Hill Professional, 1996.

GRAHAM, B; DODD, D. L; COTTLE, S. **Security analysis**: principles and technique. 4th ed. New York: McGraw-Hill, 1962.

GUERREIRO, R.; SANTOS, A. As empresas que operam no Brasil estão pagando juros sobre o capital próprio? In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, São Paulo, 2006. **Anais...** São Paulo, 2006.

GUERREIRO, R.N. Juros sobre o capital. In: ROCHA, Valdir de Oliveira (Coord.). **Imposto de renda**: alterações fundamentais. São Paulo: Dialética, 1996. p. 201-13.

GUSMÃO, I. B.; RAIFUR, L.; LEMES JUNIOR, A. B. Estrutura de capital e a competitividade das empresas brasileiras: um estudo na Bovespa no período de 1997-2007. In: SEMEAD - SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA/USP, 11., 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2008.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **Journal of Finance**, [S.l.], v. 46, n. 1, p. 297-355, Mar. 1991.

HIGUCHI, Hiromi; HIGUCHI, Fábio Hiroshi; HIGUCHI Celso Hiroyuki. **Imposto de renda das empresas**: interpretação e pratica. 33. ed. São Paulo: IR Publicações, 2008.

HIGUCHI, Hiromi; HIGUCHI, Fábio Hiroshi; HIGUCHI, Celso Hiroyuki. **Imposto de renda das empresas interpretação e pratica**. 35. ed. São Paulo: IR Publicações, 2010.

HORNGREN, Charles T. **Contabilidade de custos**: um enfoque administrativo. São Paulo, Atlas, 1986.

INCE, U; OWERS, J. E. The interaction of corporate dividend policy and capital structure decisions under differential tax regimes. **Journal of Economics and Finance**, [S.l.], v. 36, n. 1, p. 33-57, 2009.

IPCA. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc/defaultseriesHist.shtm>>. Acesso em: 05 dez. 2012.

IUDÍCIBUS, S. et al. **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARION, José Carlos. **Dicionário de termos de contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2001.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and take-over. **American Economic Review**, [S.l.], v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KARMEL, P. H.; POLASEK, M. **Estatística geral e aplicada à economia**. São Paulo: Atlas, 1977.

LA PORTA, R. et al. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, [S.l.], v. 55, n. 1, p. 1-33, Feb, 2000.

LEITES, E. T. Juros sobre o capital próprio: a influência na formação da estrutura de capital nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. 2008. Dissertação (Mestrado) -- Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2008.

LEITES, Eduardo ; ZANI, J. Juros sobre o capital próprio: a influência na formação da estrutura de capital nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 8., 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2008.

LEMES JÚNIOR, A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. Szabo. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras – aplicações e casos nacionais**. 2. ed. São Paulo: Campus, 2005.

LIBONATI, Jeronymo José; LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira; MACIEL, Carolina Veloso. Pagamento de juros sobre o capital próprio x Distribuição de dividendos pela óptica tributária. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 18., 2008, Gramado. **Anais...** Gramado, 2008.

LIE. E. Excess funds and agency problems: an empirical study of incremental cash distributions. **The Review of Financial Studies**, [S.l.], v. 13, n. 1 p. 219-247, 2000.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **American Economic Review**, [S.l.], v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.

LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **Review of Economics and Statistics**, [S.l.], v. 44, p. 243-269, 1962.

LITZENBERGER, R. H; RAMASWAMY, K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 7, n. 2, p. 163-195, 1979.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: um estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na

Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 17, n. 40, p. 52-66, 2006.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática é relevante? **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, n. 53 out. 2003.

MAKSIMOVIC, Vojislav; ZECHNER, Josef. Debt, agency costs, and industry equilibrium. **The Journal of Finance**, [S.I.], v. 46, n. 5, p. 1619 - 1643, Dic. 1991.

MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes et al. juros sobre o capital próprio: uma análise envolvendo a empresa pagadora e o acionista recebedor. **UNB Contábil**, Brasília, DF, v. 10, n. 2. 2007.

MARTINS, E. Avaliação de Empresas: da mensuração contábil a econômica. **Caderno de Estudos FIPECAFI**, [S.I.], v. 13, n. 24, p. 28-37, jul./dez. 2000.

MARTINS, Eliseu. Um pouco da história dos Juros sobre o capital próprio. temática contábil e balanços. **Boletim IOB**, São Paulo, n. 49, 2004.

MARTINS. Extinção da correção monetária: os juros sobre o capital próprio (TJLP) e os dividendos (2a e última parte). **Boletim IOB - Temática Contábil e Balanços**, São Paulo, n. 44, p. 446-437, 1996b.

MILLER, M. H. Debt and taxes. **The Journal of Finance**, [S.I.], v. 32, n. 2, 261-75, May 1977.

MILLER, M. H; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, [S.I.], v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MILLER, Merton H.; SCHOLLES, Myron S. Dividends and taxes: some empirical evidence. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 90, n. 6, p. 1118-1141, Dic.1982.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **American Economic Review**, [S.I.], v. 48, n. 3, June 1958.

MOTA, D. C.; EID JUNIOR, W. Dividendos, juros sobre o capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. In: XXXI Encontro da ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2007.

MOTA, D.C. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. 2007. Dissertação (Mestrado) -- Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have. **Journal of Financial Economics**, [S.I.], v. 13, n. 2, p. 187-221, June 1984.

NASRALLAH, A. **Incidência de PIS e da Cofins sobre os juros sobre o capital próprio**: entendimento do STJ. [S.I.], 08 jul. 2012. Disponível em: <<http://tributarionosbastidores.wordpress.com/2012/07/08/pis-cof-jcp/>>. Acesso em: 10 out. 2012.

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

NEVES, Silvério das; VICECONTI, Paulo E.; SILVA JUNIOR, Francisco Aguiar da. **Curso prático de imposto de renda pessoa jurídica e tributos conexos**. 14. ed. São Paulo: Frase, 2009.

NOSSA, S. N.; NOSSA, V.; TEIXEIRA, A. J. C. As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes? In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2007. 1 CD-ROM.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Dividend yield e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. In: ENANPAD, 26., 2002, Salvador. **Anais...** Salvador: Enanpad, 2002. 1 CD-ROM.

OLIVEIRA, Luís Martins de. **Contadoria conceitos e aplicações**. São Paulo: Futura, 1998.

PEROBELLI, F. F. C. et al. Relação Eva® estrutura de capital: uma análise em painel em empresas brasileiras do setor de siderurgia e metalurgia. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, ANPAD, Rio de Janeiro, 2007. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

PEROBELLI, F. F. C.; SANTOS, A. B. Vale a pena investir em ações high yield? Novas evidências sobre o efeito do pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio sobre os preços das ações brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; ZANINI, Alexandre; SANTOS, Aline Barreto dos. Pagamento de proventos versus preços de ações maduras e em expansão segundo Kohonen Maps. **Rev. adm. empres.** [S.l.], v. 49, n. 2, p. 132-146, 2009.

PIETRO NETO, J.; GALLI, O. CLAUDINO; DECOURT, R. F. Volatilidade, Magnitudes dos Proventos e a Sinalização na Política de Distribuição de Lucros. **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 1, p. 37-56, 2008.

PIS E COFINS - receitas financeiras – regime cumulativo x regime não-cumulativo. **Portal tributário**, Baurú, 2012. Disponível em: <<http://www.portaltributario.com.br/artigos/piscofinsreceitas.htm>>. Acesso em: 10 out. 2012.

PROCIANOY, J. L. ; VERDI, Rodrigo dos Santos . Clientela em dividendos, novos elementos e novas questões: o caso brasileiro. **RAE Eletrônica**, [S.l.], v. 8, p. 1, 2009.

PROCIANOY, J. L. ; VERDI, Rodrigo dos Santos . O efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais? **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, p. 217-242, 2003.

PROCIANOY, J. L. **Conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989.** 1994. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) -- Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1994.

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

PROCIANOY, J. L. Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988 - 1989. In: XIX ENANPAD, 19., 1995, João Pessoa. **Anais...** João Pessoa, 1995.

PROCIANOY, J. L.; KWITKO, L. C. Ações de empresas brasileiras e suas ADRs: uma nota sobre datas ex dividend. **Revista Brasileira de Economia**, [S.l.], v. 61, n. 1, p. 111-124, 2007.

RECEITA FEDERAL. **Instrução normativa SRF nº 093, de 24 de dezembro de 1997.** Dispõe sobre a apuração do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas a partir do ano-calendário de 1997. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/ins/Ant2001/1997/insrf09397.htm>>. Acesso em: 15 out. 2012.

RECEITA FEDERAL. **Instrução normativa SRF nº 11, de 21 de fevereiro de 1996.** Dispõe sobre a apuração do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas a partir do ano-calendário de 1996. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/ins/Ant2001/Ant1997/1996/insrf01196.htm>>. Acesso em: 15 out. 2012.

RECEITA FEDERAL. **Instrução normativa SRF nº 12, de 10 de fevereiro de 1999.** Dispõe sobre os juros pagos ou creditados a título de remuneração do capital próprio, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/ins/Ant2001/1999/in01299.htm>>. Acesso em: 15 out. 2012.

RECEITA FEDERAL. **Instrução normativa SRF nº 252, de 3 de dezembro de 2002.** Dispõe sobre a incidência do imposto de renda na fonte sobre rendimentos pagos, creditados, empregados, entregues ou remetidos para pessoas jurídicas domiciliados no exterior nas hipóteses que menciona. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/ins/2002/in2522002.htm>>. Acesso em: 15 out. 2012.

RECEITA FEDERAL. **Instrução normativa SRF nº 41, de 22 de abril de 1998.** Dispõe sobre os juros remuneratórios do capital próprio. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/ins/Ant2001/1998/in04198.htm>>. Acesso em: 15 out. 2012.

- ROLIM, J.D. Remuneração do capital próprio das pessoas jurídicas - aspectos fiscais. In: ROCHA, V. O (coord.). **Imposto de renda: alterações fundamentais**. São Paulo: Dialética, 1996. p. 107-23.
- ROMON, Frédéric. **Contribution of dividend policy stability to the measurement of dividend announcement and ex-dividend effects on the French market**. Working Paper. França: Université de Valenciennes, 1998.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- ROSS, S. The determination of financial structure. the incentive-signalling approach. **Bell Journal of Economics**, [S.l.], v. 8, n. 1, p. 23-40, Spring 1977.
- SANTOS, A. Quem está pagando juros sobre o capital próprio no Brasil? **Revista Contabilidade & Finanças**. Edição 30 Anos de Doutorado, [S.l.], p. 33-44, jun. 2007.
- SANTOS, A.; SALOTTI, Bruno Meirelles . Juros sobre o capital próprio pesquisa empírica para avaliação do nível de conhecimento das empresas sobre sua utilização. **UnB Contábil**, Brasília, DF, v. 10, p. 97-118, 2007.
- SANTOS, J. L.; SCHMIDT, P. **Contabilidade societária: atualizado pela Lei nº 10.303/01**. São Paulo: Atlas, 2002.
- SANTOS, O. M.; RESENDE, M. A.; MARQUES, J.A.V.C. Dividendos e juros sobre o capital próprio no setor petrolífero brasileiro. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, [S.l.], v. 3, n. 2, p. 47-58, 2005.
- SHLEIFER, A. VISHNY, R. A Survey of corporate governance. **Journal of Finance**, [S.l.], v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **RAUSP- Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.
- SILVA, S. Juros sobre o capital próprio (art. 9º da Lei 9.249/95) - aspectos tributários e questões societárias. **Revista Dialética de Direito Tributário**, [S.l.], n. 21, p. 79-82, jun. 1997.
- SILVEIRA, A. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese (Doutorado) -- Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2004.
- TORRES, H.T. A tributação dos não residentes no Brasil: o regime fiscal dos dividendos, juros, 'royalties' e 'capital gains'. **Revista de Direito Tributário**, São Paulo, n. 76, p. 110-6, 1997.
- VÉLEZ-PAREJA, Ignacio; FRANCO, Julian Benavides. Custo de capital quando os dividendos são dedutíveis. **Revista Brasileira de Finanças**, , Rio de Janeiro, v. 9, n. 3, p. 309-334, 2011.

XAVIER, A. Natureza jurídico-tributária dos 'juros sobre capital próprio' face à lei interna e aos tratados internacionais. **Revista Dialética de Direito Tributário**, [S.l.], n. 21, p. 7-11, jun. 1997.

YANO, A. M.; ALENCAR, R.C. Governança corporativa e juros sobre capital próprio. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2010.

APÊNDICE A - QUESTIONÁRIO EMPRESAS TIPO 1

1. As características tributárias dos controladores são levadas em conta na determinação da distribuição de proventos (dividendos e/ou juros sobre capital próprio – JSCP)?

2. Observou-se que sua empresa não se utilizou do instrumento de pagamento de JSCP no período de 2007 a 2012. Considerando que os JSCP proporciona benefício fiscal, o que determina a não utilização desse instrumento por sua empresa?

3. Qual tributação do maior acionista dentre os controladores?
 - () Pessoa física.
 - () Lucro Real.
 - () Lucro Presumido ou Lucro Arbitrado.
 - () Domiciliado no exterior (pagando 15% de IRRF sobre os JSCP recebidos).
 - () Residente no Japão (pagando 12,5% de IRRF sobre os JSCP recebidos).
 - () Domiciliado no exterior com tributação favorecida (pagando 25% de IRRF sobre os JSCP recebidos).

APÊNDICE B - QUESTIONÁRIO EMPRESAS TIPOS 2, 3 E 4

1. As características tributárias dos controladores são levadas em conta na determinação da distribuição de proventos (dividendos e/ou juros sobre capital próprio – JSCP)?
 - () Até o final do 3º trimestre.
 - () Em qualquer momento do 4º trimestre.
 - () Sempre em dezembro.

3. O montante de dívida utilizado pela empresa tem influência na decisão de pagar ou não JSCP?
 - () Sim porque a dívida já proporciona elevado volume de benefício fiscal.
 - () Sim porque boa parte do fluxo de caixa da empresa já está comprometida com os pagamentos das obrigações decorrentes da dívida.
 - () Sim por outros motivos. Quais seriam? -----
 - () Não, as duas decisões são independentes.

4. Em média, sua empresa utilizou menos da metade da possibilidade de distribuir JSCP aos seus acionistas. Por outro lado, distribuiu ao menos parcialmente esses proventos via dividendos. Que motivos foram determinantes na decisão da empresa sobre o pagamento de proventos dessa forma?

5. Qual tributação do maior acionista dentre os controladores?
 - () Pessoa física.
 - () Lucro Real.
 - () Lucro Presumido ou Lucro Arbitrado.
 - () Domiciliado no exterior (pagando 15% de IRRF sobre os JSCP recebidos).
 - () Residente no Japão (pagando 12,5% de IRRF sobre os JSCP recebidos).
 - () Domiciliado no exterior com tributação favorecida (pagando 25% de IRRF sobre os JSCP recebidos).

APÊNDICE C - QUESTIONÁRIO EMPRESA TIPO 5

1. As características tributárias dos controladores são levadas em conta na determinação da distribuição de proventos (dividendos e/ou juros sobre capital próprio – JSCP)?

2. Normalmente em que época do ano ocorre a decisão sobre a distribuição e o montante de JSCP do exercício vigente?

- () Até o final do 3º trimestre.
- () Em qualquer momento do 4º trimestre.
- () Sempre em dezembro.

3. O montante de dívida utilizado pela empresa tem influência na decisão de pagar ou não JSCP?

- () Sim porque a dívida já proporciona elevado volume de benefício fiscal.
- () Sim porque boa parte do fluxo de caixa da empresa já está comprometida com os pagamentos das obrigações decorrentes da dívida.
- () Sim por outros motivos. Quais seriam? -----
- () Não, as duas decisões são independentes.

4. Observou-se uma certa variabilidade no percentual de utilização do limite fiscal para distribuição de JSCP em sua empresa. Por outro lado distribuiu ao menos parcialmente esses proventos via dividendos. Que fatores determinam essa variabilidade?

- () Dificuldade de previsão do lucro no momento da decisão.
- () A empresa só decide pela distribuição quando da apuração definitiva do resultado.
- () Outros motivos. Quais seriam? -----

5. Qual tributação do maior acionista dentre os controladores?

- Pessoa física.
- Lucro Real.
- Lucro Presumido ou Lucro Arbitrado.
- Domiciliado no exterior (pagando 15% de IRRF sobre os JSCP recebidos).
- Residente no Japão (pagando 12,5% de IRRF sobre os JSCP recebidos).
- Domiciliado no exterior com tributação favorecida (pagando 25% de IRRF sobre os JSCP recebidos).

APÊNDICE D - QUESTIONÁRIO EMPRESA TIPO 6

1. As características tributárias dos controladores são levadas em conta na determinação da distribuição de proventos (dividendos e/ou juros sobre capital próprio – JSCP)?

2. Normalmente em que época do ano ocorre a decisão sobre a distribuição e o montante de JSCP do exercício vigente?

- Até o final do 3º trimestre.
- Em qualquer momento do 4º trimestre.
- Sempre em dezembro.

3. O montante de dívida utilizado pela empresa tem influência na decisão de pagar ou não JSCP?

- Sim porque a dívida já proporciona elevado volume de benefício fiscal.
- Sim porque boa parte do fluxo de caixa da empresa já está comprometida com os pagamentos das obrigações decorrentes da dívida.
- Sim por outros motivos. Quais seriam? -----
- Não, as duas decisões são independentes.

4. Sua empresa em média se utiliza da quase totalidade dos JSCP passíveis de distribuição. Observou-se, contudo, que nos anos 2011 e/ou 2012 houve uma menor utilização desse benefício fiscal. O que determinou essa mudança de comportamento especificamente nesse (s) ano (s)?

5. Qual tributação do maior acionista dentre os controladores?

- Pessoa física.
- Lucro Real.
- Lucro Presumido ou Lucro Arbitrado.
- Domiciliado no exterior (pagando 15% de IRRF sobre os JSCP recebidos).
- Residente no Japão (pagando 12,5% de IRRF sobre os JSCP recebidos).
- Domiciliado no exterior com tributação favorecida (pagando 25% de IRRF sobre os JSCP recebidos).

APÊNDICE E - QUESTIONÁRIO EMPRESA TIPO 7

1. As características tributárias dos controladores são levadas em conta na determinação da distribuição de proventos (dividendos e/ou juros sobre capital próprio – JSCP)?

2. Normalmente em que época do ano ocorre a decisão sobre a distribuição e o montante de JSCP do exercício vigente?

- Até o final do 3º trimestre.
- Em qualquer momento do 4º trimestre.
- Sempre em dezembro.

3. O montante de dívida utilizado pela empresa tem influência na decisão de pagar ou não JSCP?

- Sim porque a dívida já proporciona elevado volume de benefício fiscal.
- Sim porque boa parte do fluxo de caixa da empresa já está comprometida com os pagamentos das obrigações decorrentes da dívida.
- Sim por outros motivos. Quais seriam? -----
- Não, as duas decisões são independentes.

4. Sua empresa se utiliza praticamente da totalidade dos JSCP dedutíveis, o que não é o comportamento padrão das empresas do setor elétrico brasileiro. Que fatores contribuem para esse comportamento eficiente?

5. Qual tributação do maior acionista dentre os controladores?

- Pessoa física.
- Lucro Real.
- Lucro Presumido ou Lucro Arbitrado.
- Domiciliado no exterior (pagando 15% de IRRF sobre os JSCP recebidos).
- Residente no Japão (pagando 12,5% de IRRF sobre os JSCP recebidos).
- Domiciliado no exterior com tributação favorecida (pagando 25% de IRRF sobre os JSCP recebidos).

**ANEXO A - TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS DO ENDIVIDAMENTO ENTRE
AS EMPRESAS CUJA DISTRIBUIÇÃO DE JSCP SERIA UMA DECISÃO
INDEPENDENTE OU NÃO**

t-Test: Two-Sample Assuming Equal Variances

	<i>Independentes</i>	<i>Interdependentes</i>
Mean	0,281496677	0,382016729
Variance	0,012194158	0,03159524
Observations	40	36
Pooled Variance	0,021370346	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	74	
t Stat	-2,99310105	
P(T<=t) one-tail	0,001875986	
t Critical one-tail	1,293096793	
P(T<=t) two-tail	0,003751971	
t Critical two-tail	1,665706893	

**ANEXO B - TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIAS DO PERCENTUAL DE
DISTRIBUIÇÃO DE JSCP ENTRE AS EMPRESAS QUE TOMAM A DECISÃO DE
DISTRIBUIR JSCP ANTES OU DEPOIS DE DEZEMBRO DO ANO VIGENTE**

t-Test: Two-Sample Assuming Equal Variances

	<i>Dezembro</i>	<i>Antes</i>
Mean	0,588310468	0,273228555
Variance	0,12535584	0,155101647
Observations	41	25
Pooled Variance	0,136510518	
Hypothesized Mean Diffe	0	
df	64	
t Stat	3,36070492	
P(T<=t) one-tail	0,000657426	
t Critical one-tail	1,29491982	
P(T<=t) two-tail	0,001314853	
t Critical two-tail	1,669013025	