

Juros sobre o capital próprio *versus* dividendos: o papel da identidade do acionista na elisão fiscal de empresas

Jéfferson Augusto Colombo¹ 
Paulo Renato Soares Terra² 

Resumo

Objetivo – Este artigo investiga se a identidade do acionista controlador é um fator determinante para a distribuição de lucros (JCP em relação a dividendos regulares) em uma amostra de companhias abertas brasileiras. **Referencial teórico** – Por meio de exemplificações numéricas, demonstramos que o custo do recebimento de dividendos em dinheiro por meio de juros sobre capital próprio (JCP) é substancialmente heterogêneo entre os acionistas. Utilizamos essa diversidade para estabelecer a distribuição ideal (do ponto de vista tributário) para cada tipo de acionista. **Metodologia** – Testamos as hipóteses usando um painel não balanceado de 404 empresas brasileiras em um período de 12 anos. Nossas estimativas usam as regressões de dados em painel de Probit e Tobit. Devido a questões de endogeneidade no status da identidade acionária, também executamos regressões usando regressores defasados, o modelo de seleção em duas etapas de Heckman e modelos de matching. **Resultados** – Consistentemente com hipóteses *ex ante* baseadas em impostos, descobrimos que a presença de investidores institucionais aumenta significativamente os pagamentos na forma de JCP em relação aos dividendos, reduzindo a tributação geral (para a empresa e para o investidor) nas empresas em geral. Uma gestão tributária mais inteligente por meio da política de dividendos também é uma função positiva das características das empresas, como porte e melhores padrões de governança corporativa. No geral, nossa evidência sugere que a identidade dos acionistas influencia a política de dividendos por meio do canal de tributação. **Implicações práticas e sociais da pesquisa** – Embora a literatura discuta várias explicações possíveis para o uso limitado dos pagamentos de JCP no Brasil, fornecemos evidências de que muitas empresas podem não desfrutar dos benefícios fiscais do JCP, pois a legislação tributária desencoraja seu uso pelos acionistas controladores. Essa evidência é crítica também para os formuladores de políticas, uma vez que há atualmente um debate nacional controverso referente à incidência de imposto

1. Escola de Economia de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas (FGV-EESP), São Paulo, Brasil.
2. Escola de Administração de Empresas – Fundação Getúlio Vargas (FGV-EAESP), São Paulo, Brasil.

Como citar:

Colombo, J. A., Terra, P. R. S. (2022). Juros sobre o capital próprio *versus* dividendos: o papel da identidade do acionista na elisão fiscal de empresas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 24(1), p.175-205.

Recebimento:

03/09/2020

Aprovação:

20/10/2021

Editor responsável:

Prof. Dr. João Maurício Gama
Boaventura

Processo de avaliação:

Double Blind Review

Revisores:

Prof. Rodolfo Nunes

Um dos revisores decidiu não divulgar sua identidade.



Revista Brasileira de Gestão de
Negócios

<https://doi.org/10.7819/rbgn.v24i1.4155>

sobre a distribuição de dividendos e à extinção do JCP (Projeto de Lei nº 2.337, 2021), “segunda fase da Reforma Tributária”. **Contribuições** – Ao contrário de estudos anteriores, discutimos a distribuição de JCP a partir da perspectiva dos beneficiários (acionistas) e pagadores (investidas) e não apenas dos últimos ou dos primeiros. Além disso, devido aos potenciais problemas de mensuração, criamos uma variável que mede a razão entre o JCP distribuído e o máximo permitido por lei (IOE_IOE*), o que permite mensurar com mais precisão o tamanho do benefício fiscal obtido por cada empresa.

Palavras-chave – Identidade do acionista. Política de dividendos. Gestão tributária. Governança corporativa. Juros sobre o capital próprio.

I Introdução

O mercado de capitais brasileiro é caracterizado por (i) regras de dividendo mínimo obrigatório, (ii) altas alíquotas de imposto sobre as pessoas jurídicas, (iii) ações sem direito a voto, (iv) alta concentração acionária, (v) dividendos dedutíveis de imposto (chamados de juros sobre o capital próprio – doravante “JCP”), e (vi) tributação conforme a natureza jurídica do investidor. Esse ambiente torna o Brasil um laboratório único para estudar uma série de decisões corporativas. Neste artigo, estudamos a distribuição dos lucros das empresas por meio de dividendos ou JCP, considerando a identidade do acionista controlador da empresa. Em nossa amostra, cerca de 40% das empresas que poderiam se beneficiar da dedutibilidade legal de impostos por meio do pagamento de JCP optam por pagar apenas dividendos regulares não dedutíveis. Essa decisão pode ser ideal do ponto de vista dos acionistas controladores, mas pode destruir valor para os acionistas minoritários. Além desse potencial problema de agência, entender a escolha entre dividendos regulares e JCP é vital, uma vez que atualmente há um debate nacional controverso referente à incidência de imposto sobre a distribuição de dividendos e à extinção do JCP (Projeto de Lei nº 2.337, 2021). Portanto, nossa pesquisa destaca um tópico de importância acadêmica e administrativa e para a formulação de políticas.

Em especial, investigamos se a estrutura acionária é um determinante da distribuição de lucros (JCP em relação a dividendos regulares) no Brasil. Por meio das exemplificações numéricas mostradas no Apêndice A (Tabela A1), mostramos que o custo do recebimento de dividendos em dinheiro por meio de JCP é significativamente heterogêneo entre os acionistas. Para acionistas pessoas jurídicas, os pagamentos de JCP podem aumentar ou diminuir a carga tributária geral – depende se a empresa paga o adicional de imposto de renda ou não, entre outros fatores (consulte o Apêndice A para mais detalhes); no entanto, para acionistas pessoas físicas e entidades de

investimento associadas,ⁱ a distribuição ideal deve ser de 100% de seus dividendos na forma de JCP, desde que essa distribuição não ultrapasse os limites impostos por lei. Como a distribuição ideal, do ponto de vista tributário, depende da natureza jurídica do beneficiário, desenvolvemos hipóteses testáveis com base na tributação e na estrutura acionária. Ou seja, analisamos as decisões sobre distribuição de dividendos em relação ao JCP considerando a natureza específica do acionista controlador. Portanto, este estudo representa um passo em direção a um melhor entendimento do motivo de muitas empresas que distribuem dividendos de forma recorrente aos acionistas não optarem pelo JCP no Brasil.

Este estudo contribui para a literatura em alguns aspectos críticos. Em primeiro lugar, ao contrário de estudos anteriores, discutimos a distribuição de JCP a partir da perspectiva dos beneficiários (acionistas) e pagadores (investidas) e não apenas dos últimos ou dos primeiros. Em segundo lugar, como reflexo dos potenciais problemas de mensuração, criamos uma variável que mede a razão entre o JCP distribuído e o máximo permitido por lei (IOE_IOE*), o que permite mensurar com mais precisão o tamanho do benefício fiscal obtido por cada empresa. Finalmente, ao explorar a heterogeneidade da alíquota de imposto de renda sobre o JCP de acordo com a identidade do acionista, contribuimos para o debate sobre a interação entre a política de dividendos e os problemas de agência (Chang, Kang & Li, 2016; Mulyani, Singh & Mishra, 2016), o papel da identidade do acionista na formação dos resultados corporativos (Alhababsah, 2019) e os efeitos clientela induzidos pela heterogeneidade nas preferências tributárias entre os acionistas (Portal & Laureano, 2017). É importante ressaltar que nossos resultados indicam que a tributação geral (para a empresa e para o acionista) é um fator-chave da política de dividendos.

No geral, nossos resultados sugerem que a identidade dos acionistas influencia a política de dividendos por meio do canal de tributação. Consistentemente com as hipóteses *ex ante* baseadas em impostos, a presença da

participação institucional (fundos mútuos, fundos de *private equity*, entidades de previdência privada) com 5% ou mais dos direitos ao voto aumenta a probabilidade de uma empresa distribuir lucros na forma de JCP. Esses acionistas são justamente os que mais se beneficiam com o pagamento de JCP – o recebimento de proventos na forma de JCP é isento de tributação para esse tipo de investidor (Lei 9.532/1997; Lei 11.053/2004). Além disso, nossos resultados sugerem que empresas maiores e mais lucrativas, com melhores práticas de governança corporativa e mais oportunidades de crescimento, tendem a distribuir mais proventos na forma de JCP, uma prática que aumenta a riqueza de acionistas minoritários em geral ao aliviar o pagamento total de impostos. É importante ressaltar que os resultados da governança corporativa se restringem às empresas listadas nos segmentos especiais Novo Mercado e Nível II de governança corporativa da Bolsa de Valores brasileira (B3), cujas regras são mais exigentes.ⁱⁱ Quando incluímos empresas listadas no segmento especial menos rigoroso, Nível I, a probabilidade de usar o JCP diminui.

O restante deste manuscrito está estruturado da seguinte forma: na próxima seção, apresentamos uma breve análise da literatura sobre a política de dividendos. Na seção 3, discutimos o contexto brasileiro, com ênfase na concentração de participação, nos juros sobre o capital próprio e no tratamento tributário do JCP e da distribuição de dividendos. Na seção 4, descrevemos nossa amostra e método. A seção 5 mostra os resultados empíricos e, na seção 6, apresentamos nossas conclusões.

2 Revisão da literatura

2.1 Custos de agência e política de dividendos na literatura internacional recenteⁱⁱⁱ

Easterbrook (1984) foi pioneiro no estudo dos custos de agência da política de dividendos. Em seu artigo seminal, o autor propõe que os dividendos – um fenômeno financeiro de difícil explicação – poderiam mitigar os incentivos perversos que os gestores têm para expropriar os acionistas. Os acionistas, em última análise, arcam com os custos de agência implícitos em seu relacionamento com os gestores. Dois custos específicos são o custo de monitoramento e o custo da aversão ao risco gerencial. Os dividendos podem oferecer uma solução menos cara (parcial) para esses problemas do que outros instrumentos. Em especial, a saída contínua de caixa da empresa para os acionistas, implícita em uma política de dividendos estável, limita o número de recursos disponíveis ao

arbítrio dos gestores, uma vez que o financiamento de novos projetos forçaria a empresa a recorrer ao mercado de capitais. Sempre que a empresa precisa levantar caixa no mercado – seja por meio da contratação de novas dívidas ou da emissão de novas ações – ela se submete ao monitoramento independente do mercado.

Da mesma forma, os gestores geralmente são mais avessos ao risco do que os acionistas, uma vez que sua riqueza depende principalmente de seu capital humano, que está intimamente ligado à sobrevivência da empresa. Portanto, os gestores podem escolher projetos mais seguros – e menos lucrativos – do que os acionistas. Os acionistas têm poucos mecanismos para garantir que os gestores escolham projetos mais arriscados. Mas tanto os gestores quanto os acionistas também podem controlar o risco corporativo ajustando a dívida da empresa. *Ceteris paribus*, os gestores prefeririam manter a alavancagem financeira baixa, o que beneficiaria os credores às custas dos acionistas. Por outro lado, os acionistas preferem aumentar a alavancagem até o limite permitido pelas cláusulas restritivas da dívida. Assim, uma saída constante de caixa para os acionistas na forma de dividendos permite que os acionistas evitem a aversão ao risco pelos gestores, evitando que o índice dívida/patrimônio líquido diminua. Farre-Mensa, Michaely e Schmalz (2014) resumem bem na proposição: “a exposição contínua à disciplina dos mercados financeiros externos reduz os custos de agência” (Easterbrook, 1984, p. 107).

Os insights originais de Easterbrook (1984) geraram uma literatura rica. Pesquisas sobre governança corporativa global caracterizam a influência dos acionistas controladores sobre os acionistas minoritários como um tópico avançado (Barka & Hamza, 2020; Bebchuk & Weisbach, 2010), especialmente em mercados emergentes (Kearney, 2012). Embora a política de dividendos tenha recebido atenção considerável na literatura, poucos artigos enfocaram o papel da proteção ao investidor e os padrões de participação, especialmente em mercados emergentes. Benavides, Berggrun e Perafan (2016), por exemplo, estudaram as políticas de distribuição de dividendos em seis países latino-americanos e constataram que tanto a meta do índice de distribuição de dividendos quanto a suavização de dividendos são maiores em países com melhores indicadores de governança. Bradford, Chen e Zhu (2013) investigaram o efeito da participação do estado e da participação piramidal sobre as políticas de dividendos de empresas de capital aberto na China e descobriram que as sociedades controladas pelo estado pagam dividendos mais elevados, enquanto as empresas controladas por

estruturas piramidais pagam dividendos menores, uma vez que a cadeia de controle é mais expandida.

Alguns artigos recentes enfocaram a interação entre a estrutura acionária, os problemas de agência e a política de dividendos. Renneboog e Szilagyi (2015) estudaram o papel do pagamento de dividendos como um dispositivo de controle de agência na Holanda, um país com governança orientada às partes interessadas. Em relação aos mercados emergentes, Mulyani et al. (2016) examinaram os papéis dos dividendos e da alavancagem para mitigar os problemas de agência em empresas familiares na Indonésia e descobriram que, em comparação às empresas não familiares, as sociedades familiares tendem a manter pagamentos de dividendos mais baixos e maior alavancagem. Chang et al. (2016) estudaram o uso pelos acionistas dos pagamentos de dividendos como uma ferramenta de monitoramento para mitigar os problemas de agência das empresas e encontrar suporte para o papel do pagamento de dividendos como um dispositivo de monitoramento com altos custos de agência, em consonância com as explicações baseadas nos interesses potencialmente conflitantes dos acionistas controladores (Portal & Laureano, 2017).

Evidências empíricas recentes também sugerem que a tributação não tem impacto sobre o pagamento de dividendos (Khan, Jehan & Shah, 2017). Ainda assim, essa evidência não está condicionada à posição tributária heterogênea de acordo com a identidade do acionista. Ao identificar as diferentes preferências fiscais de acordo com a natureza jurídica do acionista, fornecemos novas evidências sobre o papel dos impostos na política de dividendos. A hipótese que norteia o presente estudo é a de que muitas empresas podem não usufruir dos benefícios tributários do JCP exatamente porque a lei tributária desencoraja seu uso pelos acionistas controladores.

O artigo mais próximo a este é de Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012). No entanto, existem diferenças pronunciadas entre eles. Em primeiro lugar, nosso estudo enfoca especificamente o problema de agência induzido pelos diferentes tratamentos tributários dos diferentes tipos de participação societária (pessoa jurídica, pessoa física, institucional etc.), enquanto os objetivos de Boulton et al. (2012) são muito mais amplos. Seu artigo é uma investigação mais geral sobre os determinantes da política de dividendos com a característica adicional de tratar também o JCP, enquanto o nosso é mais focado nos incentivos fiscais e como eles influenciam a escolha entre dividendos e JCP pelo acionista controlador, condicionada à sua identidade. Incluímos outros determinantes da política de dividendos em nosso estudo, mas apenas

como variáveis de controle e não como o foco principal da investigação. Além disso, enquanto Boulton et al. (2012) empregam apenas a medida de pagamento de dividendos convencionais (para dividendos e JCP), usamos uma medida muito mais refinada: pagamento efetivo de JCP em relação ao JCP potencial. Essa medida responde melhor à pergunta subjacente comum a ambos os estudos: por que as empresas não estão usando todas as economias tributárias possíveis permitidas pela legislação? Infelizmente, o projeto da pesquisa de Boulton et al. (2012) não consegue responder plenamente a essa pergunta. No entanto, também usamos medidas mais tradicionais de distribuição de dividendos como testes de robustez para nossos resultados (pagamentos de JCP em relação ao total de ativos, lucro por ação, dividendos totais e uma variável binária simples de JCP). Por fim, nosso projeto de pesquisa aborda cuidadosamente os problemas de endogeneidade e empregamos especificações alternativas para lidar com eles. Além das regressões de linha de base, também usamos regressores defasados, o modelo de seleção em duas etapas de Heckman e amostras correspondentes. Boulton et al. (2012) não abordam esse problema em seu exercício empírico. Portanto, apesar das semelhanças entre o nosso estudo e o de Boulton et al. (2012), acreditamos que o nosso artigo dá uma contribuição distinta para a literatura existente sobre política de dividendos.

2.2 Política de dividendos na literatura brasileira recente^{iv}

Martins e Famá (2012) revisaram a literatura sobre política de dividendos no Brasil entre 1990 e 2010. Os autores identificaram tendências claras nas evidências empíricas que moldam o cenário brasileiro sobre a política de dividendos. O que é importante para o nosso estudo é que Martins e Famá (2012) confirmam a existência de problemas de agência e a influência das questões tributárias na elaboração das políticas de dividendos no Brasil. Na mesma linha, Forti, Peixoto e Lima (2015) investigaram os determinantes da política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto no período de 1995 a 2011. Entre os vários fatores, os autores encontraram uma associação significativa entre a distribuição de dividendos e os custos de agência. Em particular, eles sugerem que os mitigadores do conflito de agência, como cláusulas de *tag along*, são substitutos para o pagamento de dividendos, conforme previsto por Easterbrook (1984). Mais recentemente, Vancin e Procianoy (2016) investigaram os efeitos da legislação que trata de dividendos obrigatórios sobre os determinantes das políticas de dividendos das empresas brasileiras. O estudo considera especificamente

o fato de que o pagamento de dividendos no Brasil é obrigatório por lei. Portanto, as teorias tradicionais dos determinantes do pagamento de dividendos podem ser distorcidas pelo ambiente institucional brasileiro. Na verdade, os autores descobriram que ignorar os requisitos legais sobre dividendos induz vieses significativos nos coeficientes de regressão. Por outro lado, Gonzaga e Costa (2009) apresentaram evidências empíricas mistas sobre a relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários de empresas brasileiras de capital aberto quanto às suas políticas de dividendos.

Embora vários estudos confirmem o efeito dos custos de agência sobre as políticas de dividendos das empresas brasileiras, as evidências empíricas do efeito clientela são muito menos substanciais. Holanda e Coelho (2012) não encontraram evidências robustas da associação entre a decisão de distribuir dividendos e o efeito clientela no Brasil. Os autores sugerem que questões de governança corporativa e as restrições financeiras do mercado financeiro brasileiro podem explicar seus resultados mistos.

Santos e Salotti (2007) estudaram especificamente o pagamento de JCP por empresas brasileiras. Os autores realizaram uma pesquisa com 388 empresas brasileiras que pagaram JCP em 2005, perguntando sobre suas motivações para tais decisões. Os autores concluíram que as empresas optam principalmente pelo pagamento de JCP por conta de suas vantagens fiscais, como forma de compensar o pagamento regular de dividendos em dinheiro, e que utilizam o limite máximo legal de dedução para decidir sobre os valores a serem pagos aos acionistas. Apesar dessas vantagens fiscais notáveis do JCP na distribuição de lucros, o percentual de empresas que distribuem sua receita dessa forma permanece relativamente baixo (cerca de 30,3% em nossa amostra). Essas empresas podem estar, e frequentemente estão destruindo valor para seus acionistas no que diz respeito à perda de economia tributária. A literatura discute várias explicações possíveis para o uso limitado de pagamentos de JCP no Brasil: i) hábitos formados de empresas e investidores (Carvalho, 2003); ii) falta de regulamentação mais detalhada sobre o tema (Costa, Martins, Sousa & Cardoso, 2004; Silva, Pinto, Motta & Marques, 2006); iii) desconhecimento por parte de algumas companhias abertas sobre o cálculo do valor e sobre a atribuição de JCP (Costa et al., 2004); iv) risco de legislação temporária (Carvalho, 2003); v) falta de padronização no tratamento contábil e divulgação do JCP (Silva et al., 2006); vi) características inerentes exclusivamente aos acionistas controladores (Portal & Laureano, 2017; Rangel & Silva, 2007); vii) falta de

pesquisas acadêmicas e publicações técnicas (Silva et al., 2006); viii) tributação (Boulton et al., 2012; Zagonel, Terra, & Pasuch, 2018).

3 Contexto brasileiro e desenvolvimento de hipóteses

3.1 Concentração de participação

O Brasil, como a maioria dos países cujos sistemas legais descendem do direito civil francês, tem a concentração como uma característica fundamental da estrutura acionária das empresas (Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000). Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) destacam que os países de direito comum têm uma fração significativamente maior de empresas com participação pulverizada do que os países cuja lei se baseia no direito civil francês. Em termos comparativos, o mercado brasileiro está mais próximo do Japão e da Europa Continental, e menos dos mercados dos Estados Unidos e do Reino Unido (Canellas & Leal, 2009). Na verdade, Porta et al. (1999) descobriram que a maior concentração acionária está entre os países cujas leis derivam do direito civil francês, estando a média de participação dos três maiores acionistas em 54% (mediana de 55%). Em sua amostra, a concentração acionária média do Brasil é de 57% (mediana de 63%), muito próxima da média do direito civil francês (mediana).

Com respeito ao valor da média dos votos do bloco de controle em relação ao valor de mercado da empresa, Nenova (2003) estimou uma média de 25,4% (mediana de 22,6%) para os países baseados no direito civil francês. No mesmo estudo, o autor calcula que o valor do bloco de controle esteja em média em 23,2% no Brasil (mediana de 14,8%). De fato, Nenova (2003) comenta que no Brasil, por exemplo, o detentor de 50% dos votos pode deter apenas um sexto dos direitos sobre o fluxo de caixa total, mas o benefício esperado do controle é pelo menos o dobro desse montante (33,3% do valor da empresa) em média. Usando uma abordagem diferente, Dyck e Zingales (2004) estimaram que o controle corporativo mundial vale 14% do valor patrimonial de uma empresa em média, enquanto essa média é de 21% para os países baseados no direito civil francês e de impressionantes 65% no Brasil. Por fim, Thomsen, Pedersen e Kvist (2006) identificaram um efeito negativo significativo da alta porcentagem de participação societária sobre o valor da empresa e sua lucratividade nos países da Europa Continental, onde a lei se baseia majoritariamente no direito civil francês.

Apesar disso, a concentração acionária tem mudado ao longo do tempo. Nas últimas décadas, o Brasil tem enfrentado uma onda de reestruturações societárias ocasionadas pelas privatizações e pela entrada de novos sócios em empresas do setor privado, notadamente investidores estrangeiros e institucionais (Silva, 2004).

3.2 Juros sobre o capital próprio – JCP

Com o fim da correção monetária automática, consequência da estabilização econômica e da hiperinflação das décadas anteriores, a Lei 9.249/1995 entrou em vigor em 1º de janeiro de 1996, introduzindo o conceito de JCP. O artigo 9º, § 7º, permite que as empresas atribuam os juros pagos a título de remuneração do capital próprio ao valor dos dividendos obrigatórios previstos na Lei das Sociedades por Ações. A partir do ano seguinte, 1997, o valor total dos juros pagos como remuneração do capital próprio passou a ser limitado a, no máximo, a metade do lucro apurado antes da dedução dos juros, ou lucros acumulados e reservas de lucros. Essa alteração está de acordo com o disposto no artigo 79 da Lei 9.430/1996.

Em suma, a instituição do JCP representa um incentivo fiscal para o capital, paralelo ao benefício fiscal usual para a dívida. Considerando que os benefícios fiscais da dívida são amplamente permitidos em todo o mundo, o mecanismo de JCP é raro – encontramos um mecanismo semelhante apenas na Bélgica, a “Dedução de Juros Nacionais” – o que torna o ambiente da política nacional de dividendos da Bélgica bastante complexo e peculiar.

Em relação à interpretação jurídica, Neves (2007) argumenta que o JCP, apesar de receber a denominação de “juros”, assemelha-se mais aos dividendos do que aos juros em si. A própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em sua Resolução nº 207/96, afirma que, no que se refere ao conceito de lucro na lei das sociedades por ações, a distribuição do retorno sobre o capital próprio constitui distribuição de lucro e não de despesas. Além disso, o JCP pode distorcer a comparabilidade dos lucros societários se não for tratado como uma distribuição de lucro.

3.3 Diferenças tributárias de acordo com a natureza jurídica do beneficiário

Conforme mencionado acima, a legislação tributária brasileira prevê uma alíquota de imposto de renda de 0% sobre os dividendos recebidos, independentemente da natureza jurídica de quem os recebe. Os valores recebidos a título de JCP, entretanto, recebem tratamento tributário

especial. Quando o recebedor do JCP for pessoa física, o imposto é definitivo e cobrado na data do recebimento, à alíquota padrão de 15% (Lei 9.249/1995, Artigo 9º). Nesse caso, o ganho tributário da empresa é maior do que o aumento do imposto de renda que o beneficiário irá pagar – portanto, é vantajoso para a empresa (do ponto de vista tributário) pagar seus dividendos na forma de JCP, e não como dividendos regulares. Isso ocorre independentemente de a empresa pagadora (investida) ter imposto de renda devido às alíquotas marginais de 15% ou 25% (Brito, 1999).

Quando o recebedor for uma sociedade anônima, o custo do recebimento de JCP aumenta significativamente. Segundo Higushi, Higushi e Higushi (2011), as empresas tributadas pelo regime do lucro real devem pagar PIS (Programa de Integração Social) e COFINS (Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social) à alíquota de 9,25% sobre os rendimentos recebidos a título de JCP, uma vez que esses pagamentos não fazem parte do resultado financeiro tributado à alíquota zero (Decreto 5442/2005). Isso é ainda mais importante em grupos empresariais com diferentes níveis verticais: um aumento na carga tributária de 9,25% pode ocorrer a cada degrau da escada da participação societária (Higushi et al., 2011). Para as empresas tributadas pelo regime do lucro presumido, além do recolhimento de PIS e COFINS de 3,65%, o JCP entra na base de cálculo dos impostos e contribuições sociais no resultado extraordinário.

Como resultado, quando o acionista controlador for uma sociedade anônima, há um incentivo fiscal para a empresa controlada (investida) *não* pagar proventos (ou pagar menos do que o limite permitido pela legislação brasileira) na forma de JCP, mas sim na forma de dividendos, cuja alíquota do imposto de renda é zero. Além disso, quanto maior o número de sociedades anônimas na estrutura de controle vertical (“pirâmide”), maior será a carga potencial, com alíquotas adicionais de PIS e COFINS, o que se traduz em um desincentivo ainda maior para que essas empresas paguem proventos na forma de JCP. Essa condição é altamente relevante no caso brasileiro, uma vez que 77% das empresas de capital aberto possuem uma estrutura de controle piramidal (Bortolon & Leal, 2010).

Finalmente, devemos considerar o terceiro grupo de beneficiários. De acordo com os artigos 28 e 33 da Lei 9.532/1997, quando o acionista que recebe JCP for um fundo de investimento, fundo mútuo, carteira ou qualquer outra forma de investimento associado ou coletivo, a alíquota do imposto de renda é zero. Isso significa que, para essa classe de acionistas, não há diferença em termos fiscais entre o recebimento de lucros na forma de dividendos

(que são isentos para todos os acionistas) e de JCP, embora este último reduza a tributação geral da empresa. Dessa forma, há um incentivo monetário para a preferência das entidades de investimento associadas pelo JCP.

Para elucidar as diferenças fiscais entre esses diferentes tipos de acionistas, mostramos um exemplo numérico no Apêndice A. A economia de impostos varia entre 34% para fundos de investimento e de pensão, 19% para pessoas físicas e 0,75% para sociedades não sujeitas ao adicional de imposto de renda. Para as sociedades sujeitas ao imposto de renda extra, o pagamento do JCP implica em uma carga tributária adicional de -9,25%. Portanto, o incentivo fiscal ao acionista controlador para o pagamento de JCP varia de acordo com sua identidade fiscal.

3.4 Hipóteses

Baseamo-nos nas diferenças tributárias de acordo com a natureza jurídica do beneficiário dos pagamentos de JCP (seção 3.3 e Apêndice A) para hipotetizar explicitamente como a identidade do acionista pode afetar a política de dividendos. Em particular, H1-H3 baseiam-se nas preferências fiscais relacionadas ao acionista controlador. H4 (governança corporativa) e H5 (porte da empresa) referem-se à probabilidade de envolver estratégias de gestão tributária mais ponderadas que possam aumentar o valor da empresa.

H1: Ceteris paribus, as empresas controladas por fundos de pensão e entidades de investimento têm maior probabilidade de distribuir JCP e pagam valores maiores de JCP (Leis 9.532/1997 e 11.053/2004).

H2: Ceteris paribus, as empresas controladas por sociedades anônimas têm menor probabilidade de distribuir JCP e pagam valores menores de JCP (Emenda Constitucional 20/1998; Leis 10.637/2002 e 10.833/2003).

H3: Ceteris paribus, as empresas controladas por famílias ou pessoas físicas têm maior probabilidade de distribuir JCP e pagam valores maiores de JCP (Emenda Constitucional 20/1998; Leis 10.637/2002 e 10.833/2003).

Além disso, uma vez que os modelos teóricos e as evidências empíricas apoiam a ideia de que melhores práticas de governança corporativa estão positivamente associadas a estratégias de gestão tributária mais inteligentes que aumentam o valor da empresa (Kovermann & Velte, 2019; Minnick & Noga, 2010), adicionamos a seguinte hipótese:

H4: Empresas sujeitas a padrões mais elevados de governança corporativa (Nível II e Novo Mercado) têm maior probabilidade de distribuir lucros na forma de JCP.

Por fim, como a evidência empírica sugere que o porte da empresa é um determinante essencial das estratégias de elisão fiscal (vide, por exemplo, Dyreng, Hanlon & Maydew, 2008), também testamos uma hipótese referente ao porte da empresa:

H5: A probabilidade de distribuir JCP e o valor pago como JCP estão positivamente relacionados ao porte da empresa.

Testamos essas cinco hipóteses na seção 5 – resultados e discussão. Na próxima seção, detalhamos nossa metodologia e a definição da amostra.

4 Método

4.1 Estratégia de identificação

A estratégia de identificação do nosso artigo baseia-se no ambiente único da tributação da pessoa jurídica no Brasil, que permite às empresas substituir dividendos regulares não dedutíveis pelo JCP – um tipo de dividendo dedutível de impostos. A legislação brasileira, especificamente a Lei 9.249/1995, introduz o conceito de JCP. O artigo 9º, § 7º, dessa lei permite que as empresas deduzam, no cálculo do lucro real, os “juros” pagos aos acionistas a título de remuneração do capital próprio (essas deduções funcionam da mesma forma que as despesas com dívidas). O pagamento é limitado, entretanto, ao máximo da (i) metade dos ganhos calculados antes da dedução dos juros; ou (ii) metade dos lucros acumulados e das reservas de lucros. É importante ressaltar que as empresas podem usar tanto os dividendos tradicionais quanto o JCP para cumprir a regra do dividendo obrigatório, o que torna os dividendos e o JCP substitutos quase perfeitos na política de dividendos. Portanto, além dos dividendos ordinários, cuja alíquota de imposto aos acionistas é de 0%, as empresas brasileiras de capital aberto contam com um canal alternativo de distribuição de lucros aos acionistas. Com vantagens fiscais distintas, a distribuição de lucros no Brasil é um instrumento eficaz em um ambiente de negócios com altos impostos e opções jurídicas limitadas para a implementação de um planejamento tributário adequado.

4.2 Coleta de dados e definição da amostra

A amostra consiste em empresas cujas ações estão listadas na Bolsa de Valores brasileira (B3) no período de 1997 a 2008.^v As fontes dos dados são o banco de dados *Econômica*, que fornece informações financeiras, e o sistema proprietário *INFOinvest*, que reúne informações sobre a estrutura acionária das empresas listadas. A vantagem do último, no que diz respeito ao acesso direto ao banco de dados da CVM (equivalente à US-SEC), é que ele agrupa e relaciona as informações de acionistas pessoas físicas, facilitando a obtenção de dados em estruturas mais verticais.

Nossa amostra inicial compreende 1.156 ações ordinárias e preferenciais. Eliminamos as empresas que não eram elegíveis para a distribuição de JCP de acordo com a legislação societária brasileira (empresa-exercício sem lucros correntes ou lucros retidos positivos). Como queremos entender a *escolha* entre JCP e dividendos regulares, seguimos Boulton et al. (2012) e eliminamos as empresas que não distribuem dividendos em dinheiro (JCP ou dividendos regulares). Além disso, se uma

empresa tiver mais de uma classe de ações sem direito a voto, eliminamos a classe com menor liquidez. Por fim, eliminamos as empresas com menos de três observações empresa-exercício durante o período da amostra. Seguindo esse procedimento, a amostra final deste estudo consiste em um painel não equilibrado de 404 empresas. Para limitar a influência indesejada de *outliers* (valores atípicos), efetuamos a winsorização de todas as variáveis contínuas neste estudo ao nível de 2,5% em cada cauda.

4.3 Variáveis da estrutura acionária

A classificação das variáveis da estrutura acionária segue a lógica das alíquotas diferenciadas de tributação no recebimento do JCP. Seguindo a metodologia de Bortolon e Leal (2010), analisamos as estruturas de participação direta e indireta. O objetivo da aplicação desta metodologia é compreender não apenas a participação acionária direta na investida, mas também a composição dos acionistas do segundo nível e dos demais níveis. Em muitos casos, os acionistas obtêm participações substanciais por meios indiretos, controlando outras empresas que possuem ações na investida, formando uma estrutura de controle em

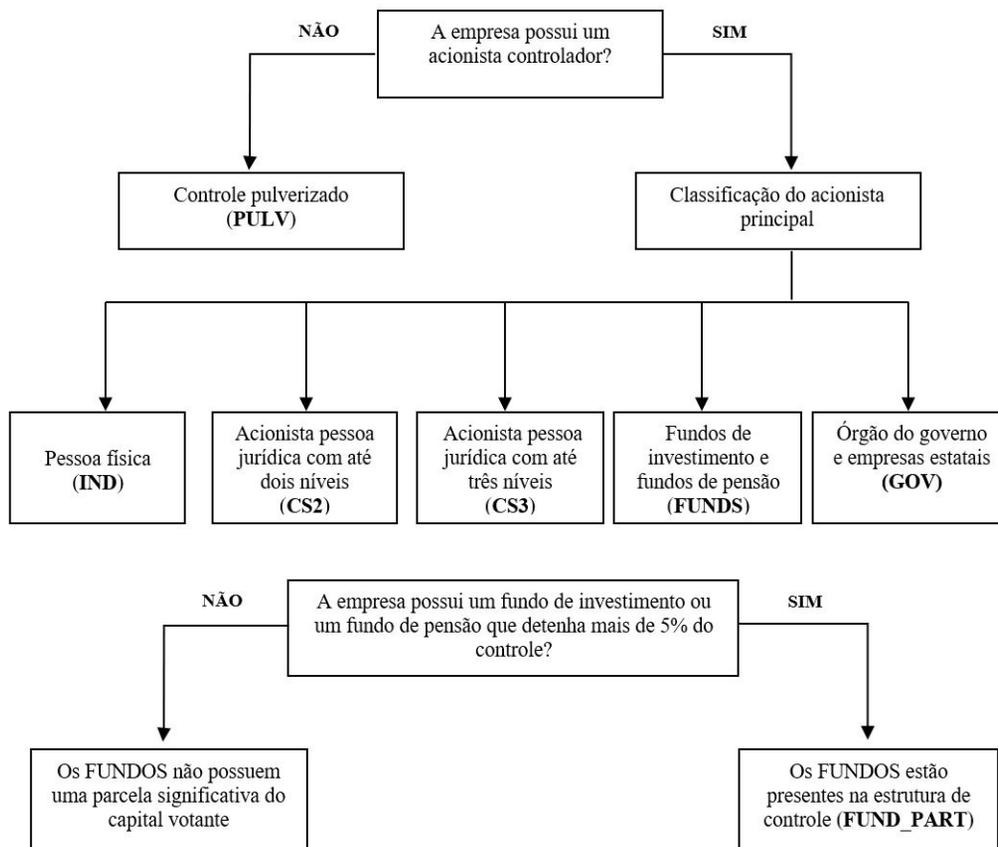


Figura 1. Classificação e definição das variáveis referentes à identidade do acionista controlador

pirâmide. A Figura 1 resume os critérios considerados na classificação das variáveis da estrutura acionária.

4.4 Definições do modelo, construto e variável

O modelo geral deste estudo é o seguinte:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j X_{jit} + \sum_{k=1}^m \delta_k Z_{kit} + \mu_{ijt} \quad (1)$$

$$\mu_{ijt} = c_i + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

Em que Y_{ijt} é a medida de pagamento de JCP para a empresa i , no exercício t . Em nosso modelo, X_{jit} representa variáveis da estrutura acionária (*IND, CS2, CS3, FUNDS, GOV, FUNDS_PART, VOTING_SHARES, CONTROL_TOTALCAP* para a empresa i no exercício t), Z_{kit} são variáveis de controle (*SIZE, EBITDA_TA, PROFITRES_TA, ROA, FINEXPENSES_TA, DEPREC_TA, LEVERAGE, ADR, N2_NM, N1_N2_NM, MARKET_BOOK* para a empresa i no exercício t), μ_{it} é o termo de erro conjunto, que representa a soma dos efeitos idiossincráticos não observados

da empresa, c_i , e o termo de erro, ε_{it} . Mostramos detalhes sobre todas as variáveis no Apêndice D – Tabela D1.

Estimamos a Equação (1) usando as estimativas de dados em painel de Probit e Tobit. Esses modelos são amplamente utilizados na literatura quando um subconjunto da amostra é censurado (para exemplos no contexto da política de dividendos, consulte Boulton et al., 2012; Brockman & Unlu, 2009; Truong & Heaney, 2007). Para facilitar a análise da significância econômica dos resultados, relatamos os efeitos marginais em vez dos coeficientes regulares de cada regressor.

5 Resultados e discussão

5.1 Estatística descritiva e análise univariada

Em termos de estatísticas descritivas (Tabela 1), a empresa média em nossa amostra distribuiu dividendos em dinheiro por meio de JCP 30,3% do tempo (média de *IOE_BIN*), entre 1997 e 2008. Em relação à magnitude, o pagamento médio de JCP como uma fração do que a legislação societária permite é de 19,3% (*IOE_IOE**), com

Tabela 1
Estatística descritiva

Símbolo	Média	p50	DP	p10	p25	p75	p90	N
IOE_IOE*	0,193	0	0,34	0	0	0,285	0,903	2033
IOE_BIN	0,303	0	0,459	0	0	1	1	2033
IOE_TA	0,005	0	0,01	0	0	0,007	0,023	2033
IOE_PAYOUT	0,207	0	0,359	0	0	0,28	0,98	2033
IOE_EPS	0,078	0	0,141	0	0	0,117	0,32	2033
SIZE	14,634	14,697	1,697	12,277	13,408	15,747	16,991	2033
EBITDA_TA	0,138	0,138	0,089	0,039	0,084	0,196	0,247	2033
PROFITRES_TA	0,126	0,109	0,109	0,01	0,042	0,195	0,282	2033
FINEXPENSES_TA	0,065	0,053	0,06	0,009	0,028	0,083	0,127	2033
DEPREC_TA	0,044	0,035	0,036	0,006	0,023	0,054	0,092	2033
MARKET_BOOK	1,624	1,102	1,593	0,359	0,597	2,014	3,486	2033
ADR	0,192	0	0,394	0	0	0	1	2033
N2_NM	0,064	0	0,246	0	0	0	0	2033
IND	0,094	0	0,293	0	0	0	0	2033
CS2	0,231	0	0,421	0	0	0	1	2033
CS3	0,518	1	0,5	0	0	1	1	2033
GOV	0,034	0	0,182	0	0	0	0	2033
FUNDS	0,058	0	0,233	0	0	0	0	2033
FUNDS_PART	0,308	0	0,462	0	0	1	1	2033
VOTING_SHARES	0,571	0,55	0,255	0,222	0,387	0,778	0,968	2033
CONTROL_TOTALCAP	1,644	1,51	0,632	1	1,07	2,05	2,67	2033

Nota: Esta tabela mostra as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo. A amostra final é um painel não equilibrado de 404 empresas brasileiras que distribuíram dividendos em dinheiro, seja por meio de dividendos regulares, juros sobre o capital próprio (JCP) ou uma combinação de ambos. O período da amostra é 1997 a 2008. A definição das variáveis é apresentada no Apêndice.

dispersão substancial – enquanto as empresas nos percentis 10º, 25º e 50º não usam JCP para pagar dividendos em dinheiro (IOE_IOE^* igual a zero), as empresas nos percentis 70º e 90º usam até 28,5% e 90,3% dos pagamentos máximos permitidos de JCP, respectivamente.

A Tabela 1 também mostra a estatística descritiva das variáveis independentes utilizadas em nosso estudo. Destacamos as estatísticas básicas sobre a estrutura acionária, as variáveis independentes que mais se relacionam com nossas hipóteses: mais da metade das observações empresa-exercício são controladas por uma empresa com até três níveis verticais antes do acionista pessoa física final (média de $CS3 = 0,518$). A segunda natureza jurídica mais recorrente do acionista controlador é uma empresa com até dois níveis verticais antes do acionista pessoa física final (média de $CS2 = 0,231$), seguida pelo controle direto de pessoas físicas (média de $IND = 0,094$), entidades de investimento associadas (média de $FUNDS = 0,058$) e órgãos governamentais ou estatais (média de $GOV = 0,034$). Notadamente, 30,8% das observações possuem, em sua estrutura acionária, pelo menos uma entidade de investimento associada com 5% ou mais do capital votante (média de $FUNDS_PART = 0,308$). Não encontramos problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes utilizadas no modelo empírico – as correlações entre as covariáveis são geralmente fracas (máximo de 0,54 entre ADR e $SIZE$, mínimo de -0,57 entre $CS2$ e $CS3$, todas as outras correlações estão entre 0,36 e 0,33). A estratificação das observações por setor de atividade econômica é exposta no Apêndice D – Tabela D2. Também no Apêndice D, nós apresentamos a matrix de correlação de todas as variáveis e a análise do fator de inflação da variância (VIF) – Tabela D3 e Tabela D4, respectivamente.

5.2 Análise multivariada: a identidade do acionista influencia os pagamentos de juros sobre o capital próprio?

A análise multivariada fornece respostas essenciais a três perguntas fundamentais: i) Quais fatores levam as empresas a distribuir JCP? ii) Quais fatores fazem com que as empresas distribuam valores maiores ou menores em dinheiro na forma de JCP? e iii) A identidade do acionista controlador influencia a decisão de distribuir JCP? Um resumo dos resultados relativos a essas perguntas é apresentado na Tabela 2. Tal como outros estudos empíricos que abordam as escolhas quanto à distribuição de dividendos (Brockman & Unlu, 2009; Truong & Heaney, 2007) e JCP (Boulton et al., 2012), o presente estudo encontrou evidências de que empresas maiores e mais lucrativas com maior oportunidade de crescimento

têm maior probabilidade de distribuir lucros na forma de JCP. Especificamente, os resultados mostrados na Tabela 2 sugerem que a probabilidade de uma empresa de porte médio distribuir JCP aumenta conforme o volume de seus ativos totais ($SIZE$), seus lucros antes dos juros, impostos, depreciação e amortização ($EBITDA_TA$), seu valor mercado em relação ao valor contábil ($MARKET_BOOK$) e a disparidade entre controle e participação ($CONTROL_TOTALCAP$). Os coeficientes dessas variáveis são estatisticamente significativos e robustos para projetos de especificações múltiplas. O efeito do porte sugere que empresas menores, normalmente com gestão menos profissionalizada, tendem a entregar menos JCP do que empresas maiores (corroborando a H5). Esse efeito também pode estar relacionado a economias de escala, entre outras características de empresas maiores.^{vi} Outro resultado significativo é que as ações com maior probabilidade de pagar JCP são negociadas com índices $MARKET_BOOK$ maiores, de modo que há um prêmio sobre o valor de mercado dessas empresas. Em outras palavras, as empresas mais valiosas optam por distribuir seus lucros por meio de JCP, reconhecendo que a prática proporciona benefícios fiscais para a empresa e agrega valor para o acionista. Finalmente, quanto maior a disparidade entre os direitos a fluxo de caixa e os direitos a voto, maior a propensão de uma empresa a pagar na forma de JCP, uma indicação de que as empresas cujos direitos ao voto são detidos de forma mais restrita têm maior probabilidade de aproveitar as oportunidades de economia de impostos.

Nas colunas pares da Tabela 2, que incluem as variáveis da estrutura acionária, encontramos resultados mais substanciais referente à presença de investidores institucionais ($FUNDS_PART$) na estrutura de controle. Corroborando a H1, a presença desses investidores leva a uma maior propensão a distribuir (cerca de 33 a 35 por cento mais probabilidade do que uma empresa semelhante, de acordo com REG_2 , REG_4) e a uma maior quantidade de distribuição na forma de JCP (REG_6 , REG_8). A presença de investidores institucionais, não necessariamente detendo posições de controle, parece gerar um incentivo substancial (semelhante às constatações de Firth, Gao, Shen & Zhang, 2016). Essas instituições, normalmente fundos de pensão, exercem influência considerável sobre as empresas em suas carteiras, mesmo quando não detêm uma posição majoritária. Esse resultado reforça o argumento conhecido na literatura como *ativismo dos fundos de pensão* (Grinstein & Michaely, 2005, para uma discussão geral e aplicação; Punsuvo, Kayo e Barros, 2007, para o caso brasileiro), que considera a influência desses fundos sobre diversos aspectos da empresa.

Table 2
Propensão e montante distribuído de JCP: Modelos Probit e Tobit

VARIÁVEIS	MÉTODO DE ESTIMAÇÃO							
	PROBIT				TOBIT			
	REG_1	REG_2	REG_3	REG_4	REG_5	REG_6	REG_7	REG_8
CONSTANT	-8,8995*** (-9,74)	-8,0690*** (-6,30)	-9,0296*** (-9,56)	-8,9072*** (-6,73)	-3,0865*** (-8,93)	-4,7373 (-0,10)	-3,1986*** (-9,02)	-5.1237 (-0,10)
SIZE	0,3884*** (6,89)	0,3055*** (4,80)	0,3775*** (6,54)	0,3184*** (4,97)	0,1203*** (5,60)	0,0837*** (3,44)	0,1294*** (5,89)	0,1027*** (4,17)
EBITDA_TA	2,1237*** (2,73)	2,0905** (2,51)	1,7265** (2,23)	2,0190** (2,41)	0,9365*** (3,36)	1,0245*** (3,47)	0,8688*** (3,11)	1,0389*** (3,49)
PROFITRES_TA	1,7524*** (2,68)	1,1179 (1,61)	1,7238*** (2,60)	0,8885 (1,24)	0,3114 (1,33)	0,0401 (0,16)	0,3204 (1,36)	0,0277 (0,11)
DEPREC_TA	1.1802 (0,74)	1.2803 (0,77)	2.4758 (1,47)	2.8548 (1,64)	1,2429** (2,25)	1,3103** (2,31)	1,7741*** (3,09)	1,8539*** (3,15)
FINEXPENSES_TA	-1.2967 (-1,07)	-1.4869 (-1,17)	-1.0173 (-0,84)	-1.0676 (-0,83)	-0,6876 (-1,62)	-0,6915 (-1,60)	-0,5836 (-1,37)	-0,5144 (-1,18)
ADR	0,3952* (1,89)	0,2298 (0,99)	0,5165** (2,44)	0,3587 (1,48)	0,0937 (1,22)	0,0478 (0,56)	0,1538** (1,99)	0,1149 (1,30)
N2_NM	0,1914 (0,80)	0,3210 (1,22)	0,5510** (2,10)	0,6040** (2,10)	0,1188 (1,46)	0,1961** (2,21)	0,2051** (2,41)	0,2708*** (2,89)
MARKET_BOOK	0,0746* (1,84)	0,0880** (2,11)	0,0793** (2,00)	0,0916** (2,24)	0,0137 (0,97)	0,0154 (1,07)	0,0140 (1,01)	0,0167 (1,18)
IND		-0,0941 (-0,25)		0,5529 (1,43)		0,0169 (0,13)		0,2257* (1,65)
CS2		-0,4838 (-1,58)		-0,1727 (-0,55)		-0,0719 (-0,63)		0,0322 (0,28)
CS3		0,1732 (0,57)		0,1775 (0,56)		0,1038 (0,93)		0,1122 (0,98)
GOV		0,8851* (1,65)		0,8725 (1,60)		0,3159 (1,61)		0,2541 (1,27)
FUNDS		-0,3635 (-0,95)		-0,2300 (-0,60)		-0,0384 (-0,29)		0,0172 (0,13)
FUNDS_PART		0,3326* (1,65)		0,3583* (1,80)		0,1498** (1,99)		0,1464** (1,96)
VOTING_SHARES		-0,3097 (-0,97)		-0,2140 (-0,69)		-0,1246 (-1,06)		-0,0876 (-0,76)
CONTROL_TOTALCAP		0,5025*** (4,55)		0,4480*** (4,16)		0,2081*** (5,12)		0,1884*** (4,77)
Observações (n)	2358	2033	2358	2033	2358	2033	2358	2033
Probabilidade de log	-803,24	-716,74	-772,29	-691,58	1241,14	1171,38	1271,31	1193,61
EF do Exercício	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
EF do Setor	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os efeitos marginais das regressões de dados em painel de Probit [REG1, REG2, ..., REG4] e de Tobit [REG5, REG6, ..., REG8] para as variáveis dependentes IOE_BIN e IOE_IOE*, respectivamente. Enquanto o primeiro é igual a um se a empresa distribuiu JCP no exercício corrente e zero caso contrário, o último representa a razão entre o valor da distribuição de JCP no exercício t e o máximo permitido pela legislação tributária brasileira. As variáveis binárias de exercício e setor são incluídas (conforme indicado) para capturar os efeitos invariantes do tempo e do setor. As regressões pares são semelhantes à regressão anterior (modelo básico), mas incluem as variáveis da estrutura acionária. O coeficiente estimado e a estatística z (entre parênteses) são relatados para cada variável. ***, ** e * representam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Além disso, quanto à análise do construto de governança corporativa, a listagem de empresas no Nível II ou no Novo Mercado (segmentos especiais de governança

corporativa da B3) apresenta coeficientes positivos e estatisticamente significativos nos modelos que incluem variáveis de estrutura acionária e controles para os efeitos

do exercício e do setor (*REG_4*, *REG_8*). Essa evidência sugere que melhores práticas de governança corporativa aumentam a probabilidade de uma empresa média usufruir dos benefícios fiscais do JCP ao distribuir lucros. No entanto, enfatizamos um aspecto particularmente importante. A inclusão da variável binária do segmento especial Nível I de governança corporativa (*NI_N2_NM*) inverte o sinal dos coeficientes da variável *N2_NM* nos modelos de Probit e Tobit. Esse resultado reforça o argumento de que o Nível I é um segmento com menor grau de requisitos de adesão, o que o coloca muito mais próximo do mercado tradicional do que do Novo Mercado. Nesse sentido, considerando a distribuição na forma de JCP como uma prática que cria valor para o acionista, a probabilidade de as empresas utilizarem essa ferramenta só aumenta com a listagem no Nível II ou no Novo Mercado, onde os padrões de governança corporativa são mais exigentes (corroborando a H4).

Ao contrário do Nível II e do Novo Mercado, a adesão ao Nível I não exige, por exemplo, regras de licitação obrigatória para ações sem direito ao voto e minoritárias (“direitos de *tag along*”), direitos ao voto para acionistas preferenciais em assuntos de maior importância (fusões e aquisições e vendas dos ativos principais), adesão ao tribunal arbitral da bolsa de valores ou oferta obrigatória de recompra de ações em circulação no caso de fechamento de capital ou cancelamento do registro de ações naquele segmento de listagem. Esse menor nível de requisitos para a boa governança parece se expressar nos resultados, uma vez que o mesmo efeito encontrado no Novo Mercado e no Nível II não é observado no Nível I, indicando a importância da listagem em segmentos com padrões de governança mais exigentes.

Um mecanismo alternativo também pode explicar nossos resultados. Problemas de agência entre as partes internas (acionistas controladores e gerentes entrincheirados) e partes externas (acionistas minoritários) criam um incentivo para as partes internas desviarem o valor corporativo ou consumir privilégios às custas das partes externas, o que geralmente reduz as obrigações tributárias. As empresas comprometidas com padrões mais elevados de governança corporativa dificultam a expropriação de riqueza das partes externas, aumentando a cobrança de impostos sobre a pessoa jurídica e, portanto, os benefícios fiscais dos pagamentos dedutíveis de JCP. Esse efeito pode ser substancial no Brasil, um dos países com maior valor de benefícios privados relativos ao controle (Dyck & Zingales, 2004).

5.3. Verificações de robustez

Como criamos uma nova variável para mensurar melhor os benefícios globais do uso de JCP em vez de

dividendos (*IOE_IOE**), testamos as variáveis comumente utilizadas na literatura para verificar se nossos resultados permanecem inalterados. A Tabela 3 mostra os resultados usando os mesmos métodos da Tabela 2, mas com variáveis dependentes alternativas (*IOE_TA*, *IOE_EPS* e *IOE_PAYOUT*). No geral, as estimativas geram resultados muito semelhantes: as variáveis que medem porte, lucratividade, boa governança e a presença de investidores institucionais na estrutura de controle permanecem como determinantes positivos e significativos da distribuição de lucro na forma de JCP nas empresas analisadas.

Um segundo ponto de verificação é se os resultados são os mesmos para as diferentes divisões da amostra. A motivação por trás dessa análise é que a porcentagem de empresas que distribuem JCP aumentou drasticamente em 2005 (consulte o Apêndice C para uma visualização gráfica). Assim, consideramos dividir a amostra em duas partes, 1997-2004 e 2005-2008. Os resultados, demonstrados no Apêndice D – Tabela D5, sugerem que a presença de investidores institucionais na estrutura acionária tem uma influência mais forte nas decisões de distribuição de lucro no período entre 2005 e 2008. Uma possível explicação para essa diferença é a promulgação da Lei 11.053/2004 que, a partir de 1º de janeiro de 2005, explicita a natureza tributária privilegiada dos fundos de pensão com relação às receitas financeiras (vide Colombo & Caldeira, 2018, para mais detalhes).

Em uma terceira verificação de robustez, utilizamos diferentes variáveis independentes e verificamos se os resultados permanecem inalterados. Além da mencionada mudança nos resultados de governança corporativa com a inclusão das empresas listadas no Nível I (*NI_N2_NM*), a lucratividade continua sendo um determinante positivo e significativo se mensurado com base no retorno sobre os ativos (*ROA*). Uma vez que a legislação tributária brasileira começou a permitir que as empresas usassem os prejuízos acumulados de anos fiscais anteriores para reduzir os impostos devidos, uma prática conhecida como “*carry-over*”, incluímos nos modelos uma variável (*PREV_LOSSES*) que é igual a um se a empresa tiver prejuízos acumulados, 0 caso contrário. Como esperado, os prejuízos acumulados reduzem a propensão de uma empresa média de distribuir lucros na forma de JCP, uma vez que a atratividade desse instrumento legal diminui.

Uma quarta verificação de robustez refere-se a covariáveis adicionais que podem explicar a probabilidade de distribuição de lucros por meio do JCP. Para ser concreto, incluímos como variáveis explicativas adicionais as variações anuais da Margem EBITDA (*GROWTH_MGEBITDA*) e o índice de liquidez

Tabela 3
Análise de sensibilidade para variáveis dependentes alternativas, modelos Tobit

VARIÁVEIS	VARIÁVEL DEPENDENTE							
	IOE_IOE*		IOE_TA		IOE_PAYOUT		IOE_EPS	
	REG_1	REG_2	REG_3	REG_4	REG_5	REG_6	REG_7	REG_8
CONSTANT	-3,1986*** (-9,02)	-5,1237 (-0,10)	-0,0939*** (-8,84)	-0,1513 (-0,09)	-1,5195*** (-9,10)	-1,3709*** (-6,13)	-3,7536*** (-9,18)	-3,5120*** (-6,22)
SIZE	0,1294*** (5,89)	0,1027*** (4,17)	0,0037*** (5,64)	0,0028*** (3,84)	0,0665*** (6,53)	0,0581*** (5,14)	0,1631*** (6,49)	0,1295*** (4,71)
EBITDA_TA	0,8688*** (3,11)	1,0389*** (3,49)	0,0347*** (4,03)	0,0409*** (4,48)	0,1732 (1,25)	0,2628* (1,78)	-0,0691 (-0,21)	0,1179 (0,34)
PROFITRES_TA	0,3204 (1,36)	0,0277 (0,11)	0,0219*** (3,05)	0,0134* (1,77)	0,3345*** (2,89)	0,2542** (2,07)	0,9050*** (3,28)	0,5182* (1,78)
DEPREC_TA	-0,5836 (-1,37)	-0,5144 (-1,18)	-0,0135 (-1,03)	-0,0113 (-0,84)	-0,3534 (-1,63)	-0,3510 (-1,56)	-0,3090 (-0,63)	-0,2963 (-0,59)
FINEXPENSES_TA	1,7741*** (3,09)	1,8539*** (3,15)	0,0727*** (4,10)	0,0754*** (4,15)	0,5816** (1,98)	0,6376** (2,12)	2,0380*** (2,95)	2,0223*** (2,83)
ADR	0,1538** (1,99)	0,1149 (1,30)	0,0059** (2,56)	0,0041 (1,58)	0,0773** (2,14)	0,0499 (1,22)	0,1966** (2,23)	0,0961 (0,97)
N2_NM	0,2051** (2,41)	0,2708*** (2,89)	0,0042 (1,61)	0,0060** (2,11)	0,1124*** (2,70)	0,1147** (2,53)	0,2331** (2,31)	0,2484** (2,25)
MARKET_BOOK	0,0140 (1,01)	0,0167 (1,18)	-0,0003 (-0,60)	-0,0002 (-0,37)	0,0002 (0,03)	0,0035 (0,50)	-0,0110 (-0,66)	-0,0040 (-0,23)
IND		0,2257* (1,65)		0,0028 (0,68)		0,0642 (0,99)		0,2093 (1,33)
CS2		0,0322 (0,28)		-0,0015 (-0,45)		-0,0396 (-0,72)		-0,0469 (-0,36)
CS3		0,1122 (0,98)		0,0010 (0,28)		-0,0109 (-0,20)		0,0811 (0,62)
GOV		0,2541 (1,27)		0,0094 (1,62)		0,0932 (1,02)		0,4957** (2,23)
FUNDS		0,0172 (0,13)		-0,0028 (-0,69)		-0,0700 (-1,09)		-0,0228 (-0,15)
FUNDS_PART		0,1464** (1,96)		0,0058*** (2,66)		0,0729** (2,17)		0,1692** (2,04)
VOTING_SHARES		-0,0876 (-0,76)		-0,0004 (-0,12)		-0,0389 (-0,72)		-0,1625 (-1,24)
CONTROL_TOTALCAP		0,1884*** (4,77)		0,0051*** (4,26)		0,0504*** (2,69)		0,1784*** (3,92)
Observações (n)	2358	2033	2358	2033	2358	2033	2358	2033
Probabilidade de log	-1013,21	-1013,21	1271,31	1193,61	-1162,53	-1050,85	-574,82	-506,60
EF do Exercício	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
EF do Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os efeitos marginais das regressões de dados em painel de Tobit para as variáveis dependentes IOE, IOE*, IOE_TA, IOE_PAYOUT e IOE_EPS, respectivamente. As definições dessas variáveis são apresentadas no Apêndice. As variáveis binárias de exercício e setor são incluídas (conforme indicado) para capturar os efeitos invariantes do tempo e do setor. As regressões pares são semelhantes à regressão anterior (modelo básico), mas incluem as variáveis da estrutura acionária. O coeficiente estimado e a estatística z (entre parênteses) estão relatados. ***, ** e * representam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

corrente (*CURR_LIQ*). Essas covariáveis adicionais não mostraram significância estatística nas estimativas de Probit e Tobit (vide o Apêndice D – Tabela D6 para os resultados relatados). Mais importante para pergunta

da nossa pesquisa, nossas conclusões não mudam com a inclusão dessas potenciais variáveis omitidas.

Finalmente, realizamos várias verificações extras de robustez que divulgamos no Apêndice E – Tabela E1. Além

de apresentar argumentos teóricos, incluímos regressões adicionais considerando a identidade do acionista como potencialmente endógena – regressores defasados, modelo de seleção em duas etapas de Heckman e modelos de matching para controlar as diferenças observáveis entre a participação de fundos de pensão e de outros tipos de fundo. No entanto, os principais resultados desta pesquisa permanecem inalterados. Detalhes adicionais sobre o equilíbrio da covariável antes e depois da correspondência da pontuação de propensão (PSM, na sigla em inglês) são mostrados no Apêndice F – Figura F1 e Figura F2.

6 Comentários finais

Este estudo busca elucidar a distribuição de juros sobre o capital próprio (JCP) em empresas brasileiras de capital aberto, considerando os efeitos da legislação tributária sobre a empresa e seus acionistas. Essa abordagem destaca a estreita relação entre a estrutura acionária, a governança corporativa e a distribuição de lucros no Brasil e representa um avanço em relação a outros estudos que examinam o assunto estritamente pela perspectiva da empresa que distribui os lucros (Boulton et al., 2012; Ness & Zani, 2001). Também esclarecemos o papel da tributação na criação de problemas de agência entre diferentes acionistas e como a governança corporativa pode mediá-los. Em termos de implicações, entender a escolha das empresas entre dividendos regulares e JCP é fundamental, uma vez que atualmente há um debate nacional controverso referente à incidência de imposto sobre a distribuição de dividendos e à extinção do JCP.

No geral, nossos resultados sugerem que a identidade dos acionistas influencia a distribuição de JCP nas empresas brasileiras. Consistente com as expectativas *a priori*, encontramos fortes evidências de que a presença de investidores institucionais com mais de 5% do capital votante aumenta a probabilidade de uma empresa distribuir lucros na forma de JCP. Esse grupo de investidores, que inclui fundos mútuos, fundos de *private equity*, entidades de previdência privada e carteiras administradas, beneficia-se da tributação à alíquota zero no recebimento de lucros na forma de JCP, de acordo com as Leis 9.532/1997 e 11.053/2004. Além disso, empresas maiores e mais lucrativas, com melhores práticas de governança corporativa e mais oportunidades de crescimento, tendem a distribuir mais proventos na forma de JCP, uma prática que aumenta a riqueza de acionistas minoritários em geral ao aliviar o pagamento total de impostos. É importante ressaltar que os resultados da governança corporativa se restringem às empresas listadas nos segmentos especiais Novo Mercado

e Nível II de governança corporativa, cujas regras são mais exigentes. Quando incluímos empresas listadas no segmento especial menos rigoroso, Nível I, a probabilidade de usar o JCP diminui.

Ao explorar a heterogeneidade na alíquota de imposto de renda sobre o JCP de acordo com a identidade do acionista, contribuímos para o debate sobre a interação entre a política de dividendos e os problemas de agência (Chang et al., 2016; Mulyani et al., 2016;) e os efeitos clientela induzidos pela heterogeneidade nas preferências tributárias dos acionistas (Portal & Laureano, 2017). Também fornecemos novas evidências de que a tributação geral (para a empresa e para os acionistas) é um fator essencial para a política de dividendos e, portanto, contribuímos para a literatura sobre impostos e decisões corporativas (Colombo & Caldeira, 2018; vide, por exemplo, Graham, Hanlon, Shevlin & Shroff, 2017).

Embora este estudo contribua teórica e empiricamente para um melhor entendimento do uso do JCP por empresas listadas no Brasil, muitas perguntas permanecem sem resposta. O ambiente institucional brasileiro, marcado por um sistema tributário complexo com alíquotas altas de impostos, é um dos mais propícios à elisão fiscal. Mesmo assim, muitas empresas, mesmo as controladas por grupos de acionistas que se beneficiariam diretamente de seu uso, ainda não adotaram a prática de distribuir lucros na forma de JCP, mesmo que sejam permitidas por lei. Por isso, em estudos futuros, seria importante investigar mais detalhadamente esse processo de tomada de decisão e avaliar o grau de influência dos acionistas controladores sobre essa questão.

Notas

- ¹ Conforme observado por Angrist e Pischke (2008), a redução de potenciais vieses devido a fatores observáveis provavelmente reduzirá vieses de fatores não observáveis também.
- ⁱ As entidades de investimento associadas incluem investidores institucionais, como fundos mútuos e fundos de pensão, além de clubes de investimento.
- ⁱⁱ Uma comparação detalhada entre os segmentos diferenciados de governança corporativa da B3 é exposta no Apêndice B.
- ⁱⁱⁱ Não é nosso objetivo apresentar uma análise abrangente da literatura sobre um assunto tão abrangente da literatura financeira. Isso seria uma tarefa hercúlea. Assim, os leitores interessados poderão consultar a excelente análise apresentada por Farre-Mensa, Michaely e Schmalz (2014).

- ^{iv} Novamente, não é nosso objetivo apresentar uma análise abrangente da literatura existente no Brasil. Isso estaria além do escopo deste artigo. Assim, os leitores interessados poderão consultar a excelente análise apresentada por Martins e Famá (2012).
- ^v O período da nossa amostra é limitado a esse período porque o banco de dados que utilizamos como nossa principal fonte de dados é proprietário (INFOinvest[®]), um serviço privado da Donnelley Financial Solutions – para mais detalhes, visite <https://infoinvest.com.br/en>, sendo que não nos foi concedido acesso aos exercícios mais recentes. Por mais lamentável que seja, esse banco de dados proprietário tem uma vantagem crucial para a nossa investigação empírica: ele fornece informações detalhadas sobre a estrutura acionária de empresas brasileiras até seu acionista final para cada uma das 404 empresas da nossa amostra. Além disso, na seção 5, fornecemos testes de robustez comparando nossos resultados com períodos anteriores e posteriores à cobertura da nossa amostra e os resultados permanecem inalterados.
- ^{vi} Empresas maiores, por exemplo, podem arcar com demandas legais que as empresas menores não podem.

Referências

- ALHABABSAH, S. (2019). Ownership structure and audit quality: An empirical analysis considering ownership types in Jordan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 35, 71-84.
- ANGRIST, J. D., & PISCHKE, J. S. (2008). Mostly harmless econometrics. Princeton university press.
- BARKA, Z., & HAMZA, T. (2020). The effect of large controlling shareholders on equity prices in France: monitoring or entrenchment? *Journal of Management and Governance*, 24, 769-798.
- BEBCHUK, L. A., & WEISBACH, M. S. (2010). The state of corporate governance research. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 939-961.
- BENAVIDES, J., BERGGRUN, L., & PERAFAN, H. (2016). Dividend payout policies: Evidence from Latin America. *Finance Research Letters*, 17, 197-210.
- BORTOLON, P. M., & LEAL, R. P. C. (2010). Determinantes da estrutura piramidal de controle. Paper presented at the 10th Meeting of the Brazilian Finance Society (X EBFIn), Apr. 24th, São Paulo. Annals...
- BOULTON, T. J., BRAGA-ALVES, M. V., & SHASTRI, K. (2012). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 968-979.
- BRADFORD, W., CHEN, C., & ZHU, S. (2013). Cash payout policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 27, 445-464.
- BRITO, M. (1999). *Planejamento tributário: Imposto de renda*. Vila Velha: SEDES/UVV.
- BROCKMAN, P., & UNLU, E. (2009). Payout policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 276-299.
- CANELLAS, T., & LEAL, R. P. C. (2009). *Evolução da estrutura de controle das empresas listadas na Bovespa entre 2004 e 2006*. Recuperado de https://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/9923/1/RC_387-Comp.pdf
- CARVALHO, E. R. A. (2003). *Política de dividendos e juros sobre o capital próprio: Um modelo com informação assimétrica* (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo – FGV, São Paulo, SP, Brasil.
- CHANG, K., KANG, E., & LI, Y. (2016). Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis. *Journal of Business Research*, 69(7), 2551-2559.
- COLOMBO, J. A., & CALDEIRA, J. F. (2018). The role of taxes and the interdependence among corporate financial policies: Evidence from a natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 50, 402-423.
- COSTA, J. V., Jr., MARTINS, E., SOUSA, R. C., Fo., & CARDOSO, R. L. (2004). JSCP e Dividendos: As companhias “vacas leiteiras” estão utilizando a sistemática de imputação nos termos da lei? *Anais do Congresso USP Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 3. Retrieved from <http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos42004/372.pdf>
- DYCK, A., & ZINGALES, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- DYRENG, S. D., HANLON, M., & MAYDEW, E. L. (2008). Long-run corporate tax avoidance. *The Accounting Review*, 83(1), 61-82.
- EASTERBROOK, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Emenda constitucional nº 20, de 15 de dezembro de 1998. *Modifica o sistema de previdência social, estabelece Normas de transição e dá outras providências*. Retrieved

from http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc20.htm

FAMA, E. F., & FRENCH, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.

FARRE-MENSA, J., MICHAELY, R., & SCHMALZ, M. (2014). Payout Policy. *Annual Review of Financial Economics*, 6, 75-134. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034259>

FERREIRA, W. O., Jr. NAKAMURA, W. T., MARTIN, D. M. L., & BASTOS, D. D. (2010). Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. *FACEF Pesquisa*, 13(2), 190-203.

FIRTH, M., GAO, J., SHEN, J., & ZHANG, Y. (2016). Institutional stock ownership and firms' cash dividend policies: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 65, 91-107.

FORTI, C. A. B., PEIXOTO, F. M., & LIMA, D. (2015). Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180.

GONZAGA, R. P., & COSTA, F. M. D. (2009). A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 95-109.

GRAHAM, J. R., HANLON, M., SHEVLIN, T., & SHROFF, N. (2017). Tax rates and corporate decision-making. *The Review of Financial Studies*, 30(9), 3128-3175.

GRINSTEIN, Y., & MICHAELY, R. (2005). Institutional holdings and payout policy. *The Journal of Finance*, 60(3), 1389-1426.

HIGUSHI, H., HIGUSHI, F. H., & HIGUSHI, C. H. (2011). *Imposto de renda das empresas: interpretação e prática* (36a ed.). São Paulo: IR Publicações Ltda.

HOLANDA, A. P., & COELHO, A. C. D. (2012). Dividendos e efeito clientela: Evidências no mercado brasileiro. *RAE—Revista de Administração de Empresas*, 52(4), 448-463.

KEARNEY, C. (2012). Emerging markets research: trends, issues and future directions. *Emerging Markets Review*, 13(2), 159-183.

KHAN, N. U., JEHAN, Q. U. A. S., SHAH, A. (2017). Impact of taxation on dividend policy: Evidence from Pakistan. *Research in International Business and Finance*, 42, 365-375.

KOVERMANN, J., VELTE, P. (2019). The impact of corporate governance on corporate tax avoidance—A literature review. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 36:100270.

LEE, S. (2008). Ownership structure and financial performance: Evidence from panel data of South Korea. *Corporate Ownership & Control*, vol. 6, Issue 2.

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 inapetência de inscrição de pessoas jurídicas, a legislação aduaneira, e dá outras providências*. Retrieved from http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110637.htm

Lei no 10.833, de 29 de dezembro de 2003. *Altera a Legislação Tributária Federal e dá outras providências*. Retrieved from http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2003/110.833.htm

Lei nº 11.053, de 29 de dezembro de 2004. *Dispõe sobre a tributação dos planos de benefícios de caráter previdenciário e dá outras providências*. Retrieved from http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111053.htm

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*. Retrieved from http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm

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*.

Lei nº 9.532 de 10 de dezembro de 1997. *Altera a legislação tributária federal e dá outras providências*. Retrieved from <https://www.jusbrasil.com.br/topicos/11284458/artigo-12-da-lei-n-9532-de-10-de-dezembro-de-1997>

LIBONATI, J. J., LAGIOIA, U. C. T., & MACIEL, C. V. (2008). *Pagamento de juros sobre o capital próprio x distribuição de dividendos pela ótica tributária*. Retrieved

from <https://docplayer.com.br/5472022-Pagamento-de-juros-sobre-o-capital-proprio-x-distribuicao-de-dividendos-pela-optica-tributaria.html>

MARTINS, A. I., & FAMÁ, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *RAE—Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 24-39.

MINNICK, K., & NOGA, T. (2010). Do corporate governance characteristics influence tax management? *Journal of Corporate Finance*, 15(5), 703-718.

MITTON, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 5(4), 409-426.

MULYANI, E., SINGH, H., & MISHRA, S. (2016). Dividends, leverage, and family ownership in the emerging Indonesian market. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 43, 16-29.

NENOVA, T. (2003). The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68(3), 325-351.

NESS, W. L., Jr., & ZANI, J. (2001). Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. *RAUSP—Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 36(2), 89-102.

NEVES, F. (2007). A incidência da PIS e da COFINS sobre juros sobre capital próprio. Artigo não publicado.

PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., & SHLEIFER, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNYY, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.

PORTAL, M. T., & LAUREANO, L. (2017). Does Brazilian allowance for corporate equity reduce the debt bias? Evidences of rebound effect and ownership-induced ACE clientele. *Research in International Business and Finance*, 42, 480-495.

Projeto de Lei nº 2.337, de 25 de junho de 2021. *Altera a legislação do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza das Pessoas Físicas e das Pessoas Jurídicas e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido*. Retrieved from <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2288389>

PUNSUVO, F. R., KAYO, E. K., & BARROS, L. A. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da

governança corporativa. *Revista Contabilidade e Finanças*, 18(45), 63-72.

RANGEL, J. R. G., & SILVA, R. N. S. (2007). A influência da distribuição dos juros sobre o capital próprio no cálculo do valor das ações para diferentes investidores: O caso das entidades fechadas de previdência complementar. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 2(1), 35-47.

RENNEBOOG, L., & SZILAGYI, P. G. (2015). How relevant is payout policy under low shareholder protection? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 1-18.

ROBERTS, M. R., & WHITED, T. M. (2013). Endogeneity in empirical corporate finance. In: *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 493-572). Elsevier.

SANTOS, A., & SALOTTI, B. M. (2007). Juros sobre o capital próprio—pesquisa empírica para avaliação do nível de conhecimento das empresas sobre sua utilização. *UnB Contábil*, 10(2), 97-118.

SILVA, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *RAUSP—Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(4), 348-361.

SILVA, S. C., PINTO, M. R., MOTTA, A. C. G. D., & MARQUES, J. A. V. C. (2006). Análise dos aspectos legais e normativos do cálculo e distribuição dos juros sobre o capital próprio efetuados pelas companhias abertas do setor siderúrgico no período de 2001 a 2003: Estudo de casos. *Revista de Gestão USP*, 13(2), 37-54.

THOMSEN, S., PEDERSEN, T., & KVIST, H. K. (2006). Blockholder ownership: Effects on firm value in market and control based governance systems. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 246-269.

TRUONG, T., & HEANEY, R. (2007). Largest shareholder and payout policy around the world. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47(5), 667-687.

VANCIN, D. F., & PROCIANOY, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: O efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123.

WORLD BANK. 2020. *Doing Business 2020*. Washington, DC: World Bank. DOI:10.1596/978-1-4648-1440-2.

ZAGONEL, T.; TERRA, P. R. S.; PASUCH, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and payout policy in Brazil. *RAUSP—Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 53(3): 304-323.

Apêndice A

Exemplo numérico da tributação de acionistas no Brasil

A Tabela A1 mostra um exemplo numérico das diferenças de tributação entre os diferentes tipos de acionistas. Distribuir lucros via JCP leva a uma economia de impostos geral de 19% para pessoas físicas. Esse valor é justamente a soma da economia nas alíquotas do imposto de renda da pessoa jurídica e da contribuição social sobre o lucro líquido (cerca de 34% para empresas tributadas pelo regime do lucro real), menos o imposto de renda da pessoa jurídica retido na fonte (15%), que incide sobre o beneficiário pessoa física. Esse benefício fiscal é proporcional ao valor distribuído a título de JCP; assim, para a distribuição de valores mais altos, a economia de impostos para a empresa seria ainda maior.

Ao contrário do aumento da riqueza dos acionistas pessoas físicas em qualquer classificação de contribuintes, no caso de acionistas pessoas jurídicas, o benefício fiscal global depende da incidência do adicional de imposto de renda sobre a empresa investidora. Conforme o resumo na Tabela A1, no caso de acionistas pessoas jurídicas que não estão sujeitos a adicional de imposto (receitas de até R\$ 240.000 ao ano), ocorrem pequenas economias de imposto de 0,75%. No entanto, para acionistas pessoas jurídicas com ganhos altos sujeitos à alíquota de imposto de renda adicional de 10%, o benefício fiscal para a investida (34%) é compensado por um montante equivalente ao do beneficiário (34%), não se considerando a incidência do PIS e da COFINS. Neste caso, a economia tributária seria negativa pelo percentual exato da incidência dessas contribuições sociais (-9,25%). Note-se que estas conclusões presumem que a empresa é tributada pelo regime do lucro real e que a empresa pode compensar o imposto de renda retido de 15% em suas declarações de imposto anuais.

Os resultados das simulações com beneficiários pessoas jurídicas são semelhantes aos descritos por Libonati, Lagioia e Maciel (2008), embora esses autores não considerem o impacto do adicional de PIS e COFINS sobre as receitas financeiras oriundas do JCP (Decreto 5.442/2005). Brito (1999) chega à mesma conclusão, ou seja, a economia tributária para o pagador de JCP, no caso de beneficiários pessoas jurídicas, ocorre apenas em duas situações: i) quando o beneficiário apresenta prejuízo fiscal e, portanto, tem lucro antes dos impostos negativo naquele ano fiscal; ii) quando o pagador dos proventos está sujeito ao adicional de imposto, mas o beneficiário não. Dessa forma, o benefício líquido global para investidores pessoas jurídicas deve ser analisado caso a caso.

Por fim, se o acionista beneficiário for um investidor institucional (entidade de investimento associada), o benefício líquido global é evidente. A isenção do imposto de renda retido na fonte permite a esses beneficiários o benefício fiscal integral da investida (34%). Assim, para esses acionistas, a economia tributária gerada com a distribuição de lucros na forma de JCP em vez de dividendos é de 34%, conforme demonstra a Tabela A1. Dentre todas as naturezas jurídicas do beneficiário, as entidades associadas são as que mais se beneficiam com a distribuição de JCP.

Tabela A1

Resumo das diferenças tributárias no recebimento de JCP

Natureza jurídica do acionista	Pessoa física	Empresa não sujeita ao adicional de IR	Empresa sujeita ao adicional de IR	Fundos de investimento e fundos de pensão
A) Alíquotas incidentes sobre as receitas de JCP				
Imposto de renda (IR) retido na fonte (1)	15% (final)	15% (compensável)		0%
CSLL (2)	-	9%		-
Adicional de imposto de renda (receitas acima de R\$240.000/ano) (3)	-	0%	10%	-
PIS / COFINS (4)	-	9,25%		-
B) Economia de impostos global				
Benefício fiscal para a empresa	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Tributação do beneficiário (1 + 2 + 3 + 4)	15,00%	33,25%	43,25%	0,00%
Economia de impostos global com o uso de JCP	19,00%	0,75%	-9,25%	34,00%

Nota: A simulação acima utiliza as alíquotas de imposto vigentes no Brasil entre 1996 e 2015. Empresas com receita bruta anual acima de R\$ 240.000 recolhem, além do imposto de renda retido na fonte de 15% e 9% de Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL), o adicional de imposto de renda da pessoa jurídica de 10%, totalizando aproximadamente 34% dos impostos sobre o lucro antes dos impostos. A alíquota sobre o JCP reflete a legislação pertinente a cada tipo de beneficiário, de acordo com seu regime específico. As empresas que recebem JCP podem compensar o imposto de renda retido no recebimento do JCP, com o imposto devido no exercício corrente, e esta simulação hipotetiza que 100% desse imposto é dedutível do valor efetivamente devido nas declarações de imposto anuais. A análise da economia tributária global com a distribuição do JCP considera o total de impostos pagos pelo investidor e pela investida. Portanto, o diferencial em termos de criação (destruição) de riqueza para cada tipo de acionista está na economia tributária positiva (negativa) do ponto de vista tanto da empresa (investida) como dos beneficiários (acionistas). Em termos percentuais, a economia tributária global com a distribuição de JCP é obtida dividindo o valor absoluto da economia tributária global pelo valor que teria sido pago em impostos globais caso todos os lucros fossem distribuídos como dividendos.

Apêndice B

Visão comparativa dos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores de São Paulo

SEGMENTO	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	TRADICIONAL
Características das ações negociadas	Apenas ações com direito a voto	Ações com e sem direito a voto são permitidas (mas com direitos adicionais)	Ações com e sem direito a voto são permitidas (de acordo com a legislação)	Apenas ações com direito a voto	Ações com e sem direito a voto são permitidas (de acordo com a legislação)	
Porcentagem de ações negociadas (em circulação)	Mínimo de 25% das ações em circulação			Mínimo de 25% das ações em circulação (meta até o 7º ano a partir da adesão)		Sem regras
Ofertas públicas de ações e distribuição	Visando a dispersão da titularidade das ações			Sem regras		
Proibição das disposições legais	Limitações ao direito ao voto abaixo de 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”		Sem regras	Quórum qualificado e “cláusulas pétreas”		Sem regras
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 conselheiros (de acordo com a legislação), dos quais 20% devem ser independentes, com mandatos unificados de 2 anos		Mínimo de 3 conselheiros (de acordo com a legislação), com mandatos unificados de 2 anos			Mínimo de 3 conselheiros (de acordo com a legislação)
Proibição da dualidade de funções	Presidente do conselho e diretor presidente (período de carência de 3 anos a partir da adesão)			Sem regras		
Deveres do conselho de administração	Pronunciamento sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações		Sem regras			
Demonstrações financeiras	Traduzidas para o inglês		De acordo com a legislação			
Convocação de uma assembleia anual	Obrigatório			Opcional		
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório				Opcional	
Divulgação adicional	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Política de negociação de valores mobiliários		Sem regras
Regra de licitação obrigatória (direitos de “tag along”)	100% para ações ordinárias		80% para ações ordinárias (de acordo com a legislação)	100% para ações ordinárias	100% para ações ordinárias e preferenciais	80% para ações ordinárias (de acordo com a legislação)
Oferta pública de aquisição de ações a valor econômico (mínimo)	Obrigatório em caso de saída do segmento ou cancelamento do registro de companhia aberta (fechamento de capital)		De acordo com a legislação	Obrigatório em caso de saída do segmento ou cancelamento do registro de companhia aberta (fechamento de capital), exceto no caso de migração para o Novo Mercado	Obrigatório em caso de saída do segmento ou cancelamento do registro de companhia aberta (fechamento de capital), exceto no caso de migração para o Novo Mercado ou Nível 2	De acordo com a legislação
Adesão ao tribunal arbitral do mercado	Obrigatório		Opcional	Obrigatório		Opcional

Fonte: http://www.b3.com.br/en_us/products-and-services/solutions-for-issuers/listing-segments/about-listing-segments/

Apêndice C

Evolução dos juros sobre o capital próprio (JCP) no Brasil

A avaliação da série temporal das empresas que pagaram JCP no período de 1997 a 2008 leva em consideração a razão entre as empresas da amostra que distribuíram JCP no período e o número de empresas que distribuíram dividendos em dinheiro. A Tabela C1 mostra que, em 1997, apenas 6,1% das empresas que distribuem lucros em dinheiro o fazem na forma de JCP. Naquele ano, os outros 94,9% da amostra distribuíram o lucro exclusivamente por meio de dividendos, perdendo, portanto, os benefícios fiscais proporcionados pelo JCP.

Tabela C1

Análise do número de empresas que distribuem o lucro em dinheiro

ANO	ELEGÍVEL	CASH_DIST (B)	JCP	(B) / (A)	(C) / (B)	(C) / (A)
	(A)		(C)			
1997	480	297	18	61,90%	6,10%	3,80%
1998	639	351	34	54,90%	9,70%	5,30%
1999	786	337	34	42,90%	10,10%	4,30%
2000	798	349	42	43,70%	12,00%	5,30%
2001	787	374	41	47,50%	11,00%	5,20%
2002	789	359	37	45,50%	10,30%	4,70%
2003	773	333	46	43,10%	13,80%	6,00%
2004	766	365	58	47,70%	15,90%	7,60%
2005	736	393	119	53,40%	30,30%	16,20%
2006	702	365	218	52,00%	59,70%	31,10%
2007	671	350	212	52,20%	60,60%	31,60%
2008	628	355	195	56,50%	54,90%	31,10%

Nota: A coluna "Elegível" representa o número de empresas da BM&F Bovespa elegíveis ao pagamento de Juros sobre o Capital Próprio (JCP) a cada ano, de acordo com a legislação em vigor. "CASH_DIST" é o número de empresas que distribuíram proventos em dinheiro, independentemente da forma de distribuição. "JCP" é o número de empresas que distribuíram proventos em dinheiro por meio do JCP. As três últimas colunas da direita mostram as proporções entre essas variáveis, de forma a mostrar tanto as práticas da empresa como a evolução temporal conjunta dessas variáveis.

Conforme demonstra a Tabela C1, ao longo da série, uma proporção crescente de empresas opta por distribuir dividendos em dinheiro na forma de JCP, o que mostra que cada vez mais empresas aproveitam os benefícios fiscais proporcionados por esse mecanismo. Em 2006, essa proporção ultrapassa 50%. Este aumento na proporção de empresas que pagam lucros desta forma dá origem a uma melhoria nas práticas de gestão destinadas a maximizar o valor da empresa. Há também um crescimento notável na proporção de empresas que distribuem JCP em relação ao número total de empresas elegíveis para tanto, que não necessariamente pagam dividendos em dinheiro, entre 1997 e 2008. Conforme mostrado na Tabela 3, o percentual de empresas que pagam JCP em relação ao número total de empresas elegíveis é de 3,8% em 1997, passando para 31,1% em 2008.

Apesar do aumento visível ao longo do tempo, uma porcentagem substancial de empresas que distribuem dividendos em dinheiro não usa o JCP, apesar das claras vantagens fiscais oferecidas. Não podemos explicar esse fato estilizado do ponto de vista da empresa; em qualquer situação, a distribuição na forma de JCP em vez de dividendos reduz a carga tributária da empresa. Por que, então, muitas empresas distribuem seus lucros através de dividendos e não do JCP? Uma explicação seria a legislação tributária, que estabelece alíquotas diferenciadas de acordo com a natureza jurídica dos beneficiários. Na prática, quando há desvios entre o melhor resultado para o acionista majoritário e o melhor resultado para a empresa como um todo, a decisão de distribuir dividendos pode levar à expropriação dos acionistas minoritários, na medida em que suas ações acabam valendo menos do que o seu potencial valor máximo.

A Figura C1 apresenta a evolução do JCP ao longo do período deste estudo. No período de 1997 a 2008, a distribuição média de proventos na forma de JCP aumentou de 6% para 55%. A distribuição por meio de JCP torna-se considerável somente após 2005; mesmo assim, em 2008, aproximadamente 45% das empresas elegíveis ao pagamento de JCP ainda distribuíam lucros exclusivamente por meio de dividendos.

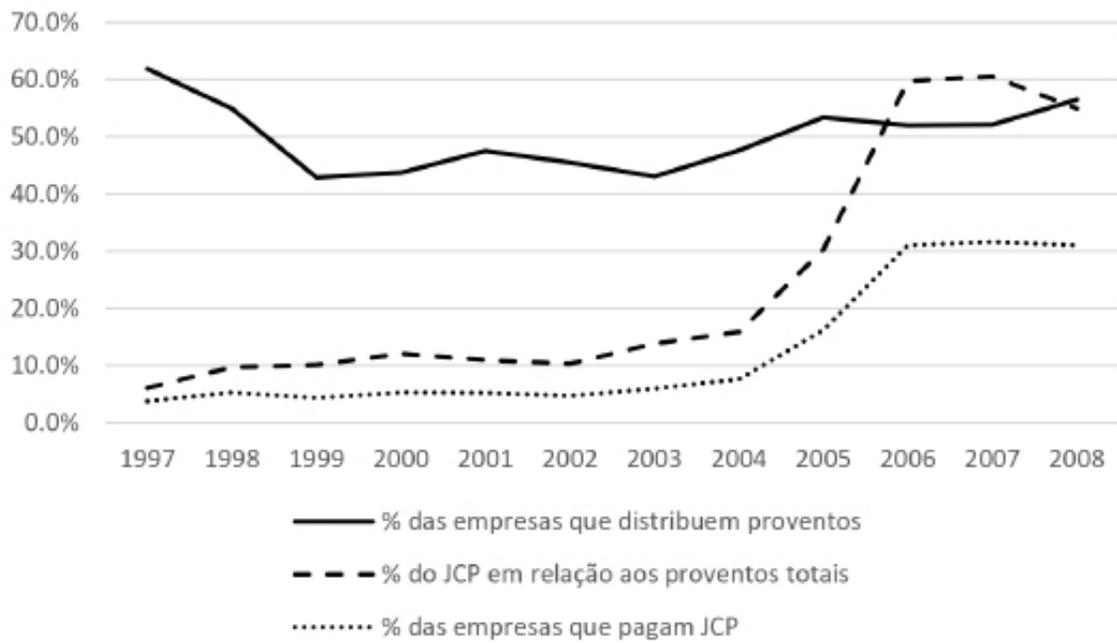


Figura C1. Evolução do Pagamento de JCP 1997-2008

Apêndice D

Tabelas complementares

Tabela D1

Descrição das variáveis e motivação para o uso de construtos de controle

CONSTRUTO	DESCRIÇÃO	REFERÊNCIAS	TEORIA E MOTIVAÇÃO		
<i>IOE_BIN</i>	Variável binária que assume valor “1” se a empresa distribuiu JCP no exercício corrente e “0” caso contrário	-	DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS: As empresas que mais usam o JCP para remunerar os acionistas são aquelas com índices mais elevados de <i>IOE_TA</i> , <i>IOE_EPS</i> , <i>IOE_PAYOUT</i> , e <i>IOE_IOE*</i> .		
<i>IOE_TA</i>	Razão entre o valor do JCP e o total de ativos do exercício corrente				
<i>IOE_EPS</i>	Razão entre o valor do JCP e o lucro líquido do exercício corrente				
<i>IOE_PAYOUT</i>	Razão entre o valor do JCP e o total de lucros distribuído em dinheiro no exercício corrente				
<i>IOE_IOE*</i>	Razão entre o valor do JCP e o máximo permitido por lei no exercício corrente				
<i>IND</i>	Variável binária que assume valor “1” se o principal acionista controlador for pessoa física	Boulton et al. (2012), Brockman e Unlu (2009), Silva (2004), Truong e Heaney (2007)	ESTRUTURA ACIONÁRIA: As empresas com uma estrutura acionária mais concentrada pagam menos dividendos do que aquelas com capital menos concentrado, uma vez que o maior fluxo de caixa livre oferece oportunidades para expropriar os acionistas minoritários.		
<i>CS2</i>	Variável binária que assume valor “1” se o principal acionista controlador for uma empresa com até dois níveis verticais antes do acionista pessoa física final				
<i>CS3</i>	Variável binária que assume valor “1” se o principal acionista controlador for uma empresa com até três níveis verticais antes do acionista pessoa física final				
<i>FUNDS</i>	Variável binária que assume valor “1” se o principal acionista controlador for uma entidade de investimento associada				
<i>GOV</i>	Variável binária que assume valor “1” se o principal acionista controlador for um órgão do governo ou empresa estatal				
<i>FUNDS_PART</i>	Variável binária que assume valor “1” se houver qualquer entidade de investimento associada que detenha 5% ou mais do capital votante				
<i>VOTING_SHARES</i>	Proporção de ações com direito a voto detidas pelo principal acionista controlador				
<i>CONTROL_TOTALCAP</i>	Razão entre a participação no capital votante e a participação no capital total mantida pelos acionistas controladores				
<i>SIZE</i>	Logaritmo natural do ativo total			Boulton et al. (2012), Brockman e Unlu (2009), Fama e French (2001), Mitton (2004)	PORTE: O porte da empresa está positivamente relacionado à distribuição de lucros em dinheiro.
<i>EBITDA_TA</i>	Razão entre o EBITDA e o total de ativos do exercício corrente				
<i>PROFITRES_TA</i>	Razão entre as reservas de lucro total mais lucros acumulados e total de ativos do exercício anterior				
<i>ROA</i>	Razão entre o lucro líquido corrente e o total de ativos no início do período	Brockman e Unlu (2009), Fama e French (2001), Ferreira, Nakamura, Martin e Bastos (2010), Mitton (2004), Truong e Heaney (2007)	LUCRATIVIDADE: Quanto mais lucrativa for a empresa, menor a tendência de necessitar de financiamento externo e maior a tendência de distribuir dividendos em dinheiro.		

Tabela D1
Continuação...

CONSTRUTO	DESCRIÇÃO	REFERÊNCIAS	TEORIA E MOTIVAÇÃO
<i>FINEXPENSES_TA</i>	Razão entre despesas financeiras e o total de ativos do exercício corrente	Boulton et al. (2012), Brockman e Unlu (2009), Truong e Heaney (2007)	BENEFÍCIO FISCAL NÃO PATRIMONIAL: As empresas que recebem altos benefícios fiscais não patrimoniais tendem a ter benefícios menores ou até zero com o pagamento de JCP.
<i>DEPREC_TA</i>	Razão entre a depreciação e a amortização total e o total de ativos do exercício corrente		
<i>PREV_LOSSES</i>	Variável binária que assume valor “1” se a empresa acumulou prejuízos em anos fiscais anteriores, “0” caso contrário		
<i>ADR</i>	Variável binária que assume valor “1” se a empresa possui ADRs (American Depositary Receipts) na NYSE (Bolsa de Valores de Nova York)	Boulton et al. (2012), Brockman e Unlu (2009), Mitton (2004), Truong e Heaney (2007)	GOVERNANÇA CORPORATIVA: Uma melhor governança corporativa leva a menos problemas de agência e, portanto, reduz a necessidade de distribuição de dividendos.
<i>N2_NM</i>	Variável binária que assume valor “1” se a empresa estiver listada nos segmentos nível 2 ou Novo Mercado de Governança Corporativa da BM&F Bovespa		
<i>N1_N2_NM</i>	Variável binária que assume valor “1” se a empresa estiver listada em qualquer nível de Governança Corporativa da BM&F Bovespa		
<i>MARKET_BOOK</i>	Índice market-to-book (valor de mercado/valor contábil)	Boulton et al (2012), Fama e French (2001), Ferreira, et al. (2010) Truong e Heaney (2007)	OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTO: A distribuição de dividendos é inversamente proporcional às oportunidades de investimento/crescimento.

Tabela D2
Composição por setor, média das variáveis dependentes e estrutura acionária

SETOR (n=21)	NÚMERO DE OBSERVAÇÕES			VARIÁVEIS DEPENDENTES					ESTRUTURA ACIONÁRIA								
	ATIVOS ANOS	%	EMPRESA ANOS	%	IOE BIN	IOE TA	IOE PAYOUT	IOE EPS	IOE IOE*	IND	CS2	CS3	FUNDS	GOV	FUNDS PART	ações com DIRETO A VOTO (%)	CONTROL TOTALCAP
Finanças e Seguro	491	11,79%	286	12,58%	0,33	0	0,1	0,27	0,22	0,1	0,22	0,31	0,06	0,28	0,15	67,69	1,38
Aço e Metais	456	10,95%	238	10,47%	0,31	0,01	0,07	0,22	0,21	0,08	0,15	0,61	0,09	0	0,23	62,98	1,65
Energia Elétrica	447	10,73%	237	10,42%	0,36	0,01	0,08	0,21	0,19	0	0	0,66	0,06	0,27	0,18	70,29	1,41
Têxteis	293	7,03%	148	6,51%	0,06	0	0,02	0,05	0,05	0,31	0,34	0,2	0	0	0,18	51,69	1,6
Produtos Químicos	292	7,01%	146	6,42%	0,19	0	0,04	0,11	0,1	0	0,21	0,73	0	0,06	0,18	70,22	1,69
Telecomunicações	273	6,55%	137	6,02%	0,37	0,01	0,12	0,26	0,2	0	0,03	0,93	0,04	0	0,27	64,07	1,92
Alimentos e Bebidas	263	6,31%	138	6,07%	0,2	0	0,06	0,15	0,14	0,08	0,36	0,34	0,16	0	0,34	56,21	1,38
Administração de Empresas	251	6,02%	143	6,29%	0,17	0	0,04	0,13	0,11	0,18	0,45	0,18	0,07	0	0,3	54,41	1,58
Veículos e Peças	201	4,82%	115	5,06%	0,17	0	0,05	0,12	0,15	0,25	0,16	0,39	0,16	0	0,68	54,87	1,61
Comércio	180	4,32%	106	4,66%	0,28	0	0,07	0,2	0,2	0,03	0,37	0,31	0	0	0,27	49,44	1,59
Outros	155	3,72%	94	4,13%	0,19	0	0,06	0,16	0,15	0,45	0,14	0,09	0,06	0,18	0,12	56,7	1,66
Petróleo e Gás	122	2,93%	65	2,86%	0,23	0	0,05	0,17	0,17	0	0,48	0,22	0	0,2	0,48	43,93	1,77
Papel e Celulose	120	2,88%	64	2,81%	0,27	0,01	0,09	0,2	0,18	0	0,23	0,77	0	0	0	65,3	1,81
Manufatura	118	2,83%	66	2,90%	0,13	0	0,03	0,06	0,09	0,12	0,25	0,62	0	0	0,19	75,76	1,54
Construção	114	2,74%	68	2,99%	0,02	0	0	0,01	0,01	0,5	0,19	0,07	0	0	0,11	45,58	1,25
Máquinas Industriais	97	2,33%	57	2,51%	0,39	0,01	0,09	0,21	0,18	0	0,22	0,53	0	0	0,22	65,92	1,72
Eletrônicos	86	2,06%	50	2,20%	0,15	0	0,02	0,06	0,08	0,02	0,23	0,7	0,02	0	0,34	59,8	1,22
Minerais não metálicos	72	1,73%	41	1,80%	0,14	0	0,03	0,06	0,07	0	0,32	0,35	0,15	0	0,31	52,29	1,21
Mineração	68	1,63%	34	1,50%	0,63	0,01	0,17	0,56	0,31	0	0,21	0,64	0,15	0	0,15	54,38	1,61
Transporte	56	1,34%	35	1,54%	0,3	0	0,08	0,22	0,19	0	0,14	0,45	0,38	0	0,57	54,46	1,21
Agricultura e Pesca	11	0,26%	6	0,26%	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	77,16	1,48
Total	4166	100,00%	2274	100,00%	0,25	0	0,07	0,18	0,16	0,1	0,22	0,47	0,06	0,08	0,24	60,95	1,56

Nota: Esta tabela mostra o número de observações na amostra, segmentado por setor, para o período de 1997 a 2008. A amostra é composta por empresas que distribuíram dividendos em dinheiro, por meio de dividendos, JCP ou uma combinação de ambos. A coluna ATIVOS considera o número de observações por ativo, em cada setor, para todo o período. A coluna EMPRESAS restringe o número máximo de ativos a um por empresa. Além da composição da amostra por setor, as médias das variáveis dependentes (IOE_BIN, IOE_TA, IOE_PAYOUT, IOE_EPS, e IOE_IOE*) e a estrutura acionária (IND, CS1, CS2, FUNDS, GOV, FUNDS_PART, VOTING_SHARES e CONTROL_TOTALCAP) são apresentadas para cada um dos 21 setores da amostra.



Tabela D3
Matriz de correlação

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)
(1) IOE_IOE*	1,00																				
(2) IOE_BIN	0,84	1,00																			
(3) IOE_TA	0,91	0,81	1,00																		
(4) IOE_PAYOUT	0,73	0,87	0,74	1,00																	
(5) IOE_EPS	0,75	0,84	0,77	0,85	1,00																
(6) SIZE	0,28	0,36	0,25	0,32	0,32	1,00															
(7) EBITDA_TA	0,21	0,18	0,23	0,08	0,10	0,14	1,00														
(8) PROFITRES_TA	-0,07	-0,04	0,03	0,01	0,02	-0,15	0,03	1,00													
(9) FINEXPENSES_TA	-0,09	-0,11	-0,11	-0,11	-0,11	-0,05	-0,03	-0,23	1,00												
(10) DEPREC_TA	0,08	0,10	0,14	0,09	0,11	0,18	0,35	0,08	0,04	1,00											
(11) MARKET_BOOK	0,32	0,28	0,22	0,13	0,16	0,16	0,31	-0,13	0,02	0,04	1,00										
(12) ADR	0,19	0,27	0,24	0,28	0,29	0,54	0,14	0,12	-0,06	0,33	0,11	1,00									
(13) N2_NM	0,18	0,15	0,09	0,11	0,13	0,15	-0,04	-0,16	0,02	-0,11	0,27	-0,01	1,00								
(14) IND	0,00	-0,06	-0,03	-0,02	-0,03	-0,22	-0,15	0,01	0,00	-0,09	-0,06	-0,13	0,13	1,00							
(15) CS2	-0,13	-0,16	-0,13	-0,14	-0,14	-0,23	-0,14	0,14	-0,03	-0,17	-0,08	-0,20	-0,03	-0,18	1,00						
(16) CS3	0,07	0,11	0,07	0,06	0,07	0,25	0,26	-0,07	0,01	0,26	0,08	0,15	-0,17	-0,33	-0,57	1,00					
(17) GOV	0,07	0,15	0,13	0,17	0,14	0,28	-0,06	0,05	-0,08	-0,07	-0,05	0,29	0,01	-0,06	-0,10	-0,20	1,00				
(18) FUNDS	0,04	0,04	0,03	0,03	0,04	0,10	0,03	-0,12	0,04	0,00	0,10	0,08	0,18	-0,08	-0,14	-0,26	-0,05	1,00			
(19) FUNDS_PART	0,09	0,08	0,10	0,10	0,09	0,17	0,01	-0,03	0,02	-0,03	0,01	0,08	0,14	-0,02	0,09	-0,31	0,08	0,36	1,00		
(20) VOTING_SHARES	-0,04	-0,03	0,01	-0,04	-0,02	-0,05	0,02	0,03	-0,07	0,05	-0,03	-0,05	-0,22	-0,18	0,04	0,28	0,04	-0,17	-0,30	1,00	
(21) CONTROL_TOTALCAP	0,06	0,08	0,04	0,10	0,05	0,09	-0,03	0,11	0,02	0,07	-0,04	0,16	-0,10	0,03	0,12	-0,08	-0,01	-0,04	0,01	-0,05	1,00

Nota: Esta tabela mostra a matriz de correlação entre as variáveis utilizadas neste estudo, de 1997 a 2008.

Tabela D4
Análise de multicolinearidade (VIF)

Variável	VIF	SQRT VIF	Tolerância	R-quadrado
SIZE	2,03	1,42	0,4935	0,5065
EBITDA_TA	1,51	1,23	0,6618	0,3382
PROFITRES_TA	2,22	1,49	0,4514	0,5486
FINEXPENSES_TA	1,82	1,35	0,5502	0,4498
DEPREC_TA	1,23	1,11	0,8117	0,1883
MARKET_BOOK	1,2	1,1	0,8326	0,1674
ADR	1,6	1,26	0,6254	0,3746
N2_NM	1,17	1,08	0,8512	0,1488
IND	2,28	1,51	0,4389	0,5611
CS2	3,42	1,85	0,2921	0,7079
CS3	4,75	2,18	0,2106	0,7894
GOV	1,86	1,36	0,5384	0,4616
FUNDS	1,98	1,41	0,5039	0,4961
FUNDS_PART	1,32	1,15	0,7568	0,2432
VOTING_SHARES	1,26	1,12	0,7905	0,2095
CONTROL_TOTALCAP	1,11	1,05	0,9006	0,0994
Média do VIF	1,92			

Tabela D5
Verificações de robustez – distribuição de JCP em subamostras, 1998-2004 e 2005-2008, modelos de Probit e Tobit

VARIÁVEIS	MÉTODO DE ESTIMAÇÃO E PERÍODO			
	1998-2004		2005-2008	
	PROBIT	TOBIT	PROBIT	TOBIT
CONSTANT	-47,4368 (-0,02)	-0,3692 (-0,05)	-7,0397*** (-4,94)	-0,0431*** (-3,55)
SIZE	1,9510*** -5,07	0,0115*** -6,18	0,3683*** -3,79	0,0018** -2,14
EBITDA_TA	14,4402*** -3,65	0,1012*** -5,63	3,7612*** -3,07	0,0545*** -5,13
PROFITRES_TA	-5,2212** (-2,02)	-0,0081 (-0,55)	1,7907 -1,57	0,0157 -1,61
DEPREC_TA	-17,5555 (-1,64)	-0,0135 (-0,21)	1,8644 -0,93	0,0511*** -3,2
FINEXPENSES_TA	-8,3736** (-2,25)	-0,0117 (-0,64)	-0,8185 (-0,40)	-0,0137 (-0,80)
ADR	1,0152 -1,47	0,0046 -1,33	-0,098 (-0,28)	0,0027 -0,85
N2_NM	15,2037 0	0,0288 -1,61	0,5888 -1,58	0,0036 -1,23
MARKET_BOOK	0,5186*** -3,28	0,001 -1,34	0,0148 -0,27	0 (-0,10)
IND	0 (.)	-0,0558 (-0,01)	0,4058 -0,76	0,0046 -1,01

Nota: Esta tabela apresenta os efeitos marginais das regressões de dados em painel de Probit e Tobit para os períodos 1998-2004 e 2005-2008, respectivamente. As variáveis dependentes são IOE_BIN (para as regressões de Probit) e IOE_IOE* (para as regressões de Tobit). Foram inseridas as variáveis binárias de exercício e setor na Tabela na tentativa de capturar os efeitos do período e setor sobre a atividade econômica. O coeficiente estimado e a estatística z (entre parênteses) são informados para cada variável.

Tabela D5
Continuação...

VARIÁVEIS	MÉTODO DE ESTIMAÇÃO E PERÍODO			
	1998-2004		2005-2008	
	PROBIT	TOBIT	PROBIT	TOBIT
CS2	1,5387	0,0194*	-0,7982*	-0,0049
	-0,76	-1,95	(-1,70)	(-1,26)
CS3	1,6641	0,0200***	-0,778	-0,0049
	-0,99	-2,94	(-1,54)	(-1,16)
GOV	3,268	0,0350***	-0,2897	0
	-1,48	-3,05	(-0,36)	-0,01
FUNDS	1,1065	0,0118	-0,51	-0,0014
	-0,58	-1,27	(-0,91)	(-0,30)
FUNDS_PART	0,2365	0,0047	0,3148	0,0056**
	-0,32	-0,97	-1,15	-2,33
VOTING_SHARES	-0,0838	-0,0011	0,3685	0,0049
	(-0,07)	(-0,16)	-0,86	-1,25
CONTROL_TOTALCAP	0,8594**	0,0061**	0,2893*	0,0032**
	-2,08	-2,34	-1,82	-2,28
				Conclusão
Observações (n)	823	1254	774	779
Probabilidade de log	-156,17	422,88	-385,64	984,64
EF do Exercício	Sim	Sim	Sim	Sim
EF do Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os efeitos marginais das regressões de dados em painel de Probit e Tobit para os períodos 1998-2004 e 2005-2008, respectivamente. As variáveis dependentes são IOE_BIN (para as regressões de Probit) e IOE_IOE* (para as regressões de Tobit). Foram inseridas as variáveis binárias de exercício e setor na Tabela na tentativa de capturar os efeitos do período e setor sobre a atividade econômica. O coeficiente estimado e a estatística z (entre parênteses) são informados para cada variável.

Tabela D6
Verificações de robustez – adição do crescimento do EBITDA e do índice de liquidez corrente como variáveis explicativas

VARIÁVEIS	MÉTODO DE ESTIMAÇÃO							
	PROBIT				TOBIT			
	REG_1	REG_2	REG_3	REG_4	REG_5	REG_6	REG_7	REG_8
CONSTANT	-8,9072***	-6,2686***	-8,8124***	-5,8498***	-5,1237	-1,9556***	-5,015	-1,7043***
	(-6,73)	(-6,12)	(-6,46)	(-5,36)	(-0,10)	(-5,13)	(-0,08)	(-4,20)
SIZE	0,3184***	0,2947***	0,3359***	0,3080***	0,1027***	0,0937***	0,1047***	0,0948***
	-4,97	-4,53	-4,97	-4,5	-4,17	-3,77	-4,02	-3,61
EBITDA_TA	2,0190**	1,6524*	2,0324**	1,6610*	1,0389***	0,9155***	1,1272***	1,0053***
	-2,41	-1,83	-2,27	-1,71	-3,49	-2,85	-3,54	-2,93
PROFITRES_TA	0,8885	0,9376	1,3105*	1,3750*	0,0277	0,0569	0,2197	0,2527
	-1,24	-1,29	-1,68	-1,74	-0,11	-0,23	-0,8	-0,91
DEPREC_TA	2,8548	2,0475	2,1784	1,205	1,8539***	1,6954***	1,7274***	1,5156**
	-1,64	-1,14	-1,18	-0,63	-3,15	-2,81	-2,74	-2,34
FINEXPENSES_TA	-1,0676	-1,166	-1,1257	-1,3506	-0,5144	-0,5674	-0,5646	-0,6508
	(-0,83)	(-0,90)	(-0,82)	(-0,98)	(-1,18)	(-1,29)	(-1,22)	(-1,40)
ADR	0,3587	0,3736	0,4517*	0,4577*	0,1149	0,119	0,1499	0,1506

Nota: mesma tabela da Tabela 2, mas com adição das seguintes variáveis explicativas: GROWTH_MGEBITA = Crescimento da margem EBITDA (em pontos percentuais); CURR_LIQ = Ativo Circulante menos Passivo Circulante. ***, ** e * representam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela D6
Continuação...

VARIÁVEIS	MÉTODO DE ESTIMAÇÃO							
	PROBIT				TOBIT			
	REG_1	REG_2	REG_3	REG_4	REG_5	REG_6	REG_7	REG_8
	-1,48	-1,54	-1,68	-1,7	-1,3	-1,35	-1,52	-1,53
N2_NM	0,6040**	0,5835**	0,4814	0,46	0,2708***	0,2671***	0,2678***	0,2630***
	-2,1	-2,02	-1,59	-1,51	-2,89	-2,85	-2,69	-2,64
MARKET_BOOK	0,0916**	0,1045**	0,0699	0,0843*	0,0167	0,0205	0,0017	0,0059
	-2,24	-2,49	-1,55	-1,82	-1,18	-1,42	-0,1	-0,37
GROWTH_MGEBITDA		0,0048		0,0046		0,0016		0,0016
		-1,32		-1,25		-1,18		-1,11
CURR_LIQ			-0,0753	-0,1036			-0,0459	-0,0541*
			(-0,96)	(-1,29)			(-1,61)	(-1,87)
IND	0,5529	0,5552	0,419	0,4253	0,2257*	0,2314*	0,1558	0,1611
	-1,43	-1,4	-1,05	-1,04	-1,65	-1,67	-1,09	-1,11
CS2	-0,1727	-0,2934	-0,3036	-0,4289	0,0322	0,0046	-0,0336	-0,0614
	(-0,55)	(-0,91)	(-0,91)	(-1,25)	-0,28	-0,04	(-0,27)	(-0,49)
CS3	0,1775	0,1255	0,2984	0,2528	0,1122	0,1065	0,1569	0,1541
	-0,56	-0,39	-0,88	-0,73	-0,98	-0,92	-1,27	-1,24
GOV	0,8725	0,818	0,8196	0,7784	0,2541	0,25	0,1773	0,1779
	-1,6	-1,5	-1,44	-1,37	-1,27	-1,26	-0,85	-0,85
FUNDS	-0,23	-0,3087	-0,1539	-0,1948	0,0172	-0,0019	-0,0286	-0,0367
	(-0,60)	(-0,80)	(-0,36)	(-0,46)	-0,13	(-0,01)	(-0,19)	(-0,24)
FUNDS_PART	0,3583*	0,3993**	0,3685*	0,4290**	0,1464**	0,1625**	0,1650**	0,1875**
	-1,8	-1,98	-1,8	-2,06	-1,96	-2,16	-2,1	-2,38
VOTING_SHARES	-0,214	-0,1694	-0,3826	-0,3463	-0,0876	-0,0785	-0,1133	-0,1094
	(-0,69)	(-0,54)	(-1,14)	(-1,03)	(-0,76)	(-0,68)	(-0,91)	(-0,88)
CONTROL_TOTALCAP	0,4480***	0,4759***	0,5162***	0,5474***	0,1884***	0,1959***	0,2076***	0,2158***
	-4,16	-4,34	-4,33	-4,5	-4,77	-4,91	-4,82	-4,95
Obs.	2033	1943	1820	1734	2033	1943	1820	1734
Probabilidade de log	-691,57	-679,34	-599,17	-586,96	-903,88	-891,94	-784,34	-772,77
EF do Exercício	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
EF do Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: mesma tabela da Tabela 2, mas com adição das seguintes variáveis explicativas: GROWTH_MGEBITDA = Crescimento da margem EBITDA (em pontos percentuais); CURR_LIQ = Ativo Circulante menos Passivo Circulante. ***, ** e * representam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Apêndice E

As principais constatações do artigo são resultado da endogeneidade?

Um dos problemas econométricos típicos de estudos que tentam estimar o efeito parcial da estrutura acionária – inclusive a identidade – sobre algum resultado (desempenho, dividendos etc.) é a endogeneidade (Lee, 2008). Como apontado por Roberts e Whited (2013), o primeiro passo na abordagem da endogeneidade é identificar o problema – quais variáveis são endógenas e por quê. No nosso caso particular, se a identidade do acionista é determinada endogenamente, as estimativas de regressão OLS serão inconsistentes, levando a interpretações potencialmente enganosas. Por exemplo, pode-se argumentar que os pagamentos de dividendos e a identidade do acionista são determinados em conjunto, e, portanto, a distribuição de dividendos também pode afetar a estrutura acionária (causalidade reversa).

Seguindo o efeito potencial da endogeneidade em nossa análise empírica, realizamos algumas regressões extras considerando a identidade do acionista como potencialmente endógena – regressores defasados, o modelo de seleção em duas etapas de Heckman e amostras correspondentes.¹ Em suma, relatamos os resultados relativos ao nosso resultado empírico mais forte em relação à identidade do acionista: que a participação de entidades de investimento com 5% ou mais das ações com direito a voto (FUNDS_PART) aumenta a probabilidade e o valor que uma empresa investida paga a título de JCP. Os resultados são mostrados na Tabela E1.

Tabela E1

Análise de endogeneidade – regressões considerando variáveis omitidas e vieses de seleção, 1997-2008

	Probit – Def. (1)	Probit - Def. (2)	Tobit - Def.(1)	Tobit - Def.(2)	Heckman 2 etapas	Amostra Corresp. (1:1)	Amostra Corresp. (1:5)
FUNDS_PART	0,4347** (2,17)	0,5244** (2,44)	0,1510** (2,03)	0,1968** (2,55)	0,6844** (2,33)	0,0534** (2,03)	0,0329* (1,76)
Controles da empresa	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
EF do Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
EF do Exercício	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Probabilidade de log	-672,15	-633,16	-890,91	-841,17	-1567,7584	-82,17	-158,99
Observações	1981	1819	1981	1819	3149	807	1420

Nota: Esta tabela apresenta os efeitos marginais das regressões que consideram a identidade do acionista como potencialmente endógena. As regressões vão de 1997 a 2008. As variáveis dependentes são IOE_BIN (para as regressões de Probit) e IOE_IOE* (para as regressões de Tobit). O coeficiente estimado e a estatística z (entre parênteses) são informados para cada variável. Def. (#) representa o número da defasagem considerado para o regressor endógeno. Heckman 2 etapas refere-se às regressões que determinam conjuntamente a distribuição de dividendos e a identidade do acionista. A amostra correspondente (1:1 e 1:5) apresenta os resultados das regressões de Tobit para uma amostra correspondente (com base na correspondência da pontuação de propensão), associando uma empresa analisada a uma e quatro empresas de controle, respectivamente. ***, ** e * representam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Como podemos observar na Tabela E1 – que se baseia nas especificações completas do modelo, incluindo os efeitos fixos do setor, efeitos fixos do exercício, controles da empresa e variáveis da identidade do acionista – os resultados estão virtualmente inalterados, considerando-se as diferentes classes de modelos para tratar a endogeneidade. Tomados em conjunto, os resultados da Tabela E1 corroboram com a noção de que, devido às vantagens fiscais substanciais, as empresas com uma grande presença de entidades de investimento em suas ações com direito a voto usam mais pagamentos de JCP em relação aos dividendos regulares do que uma empresa semelhante (corroborando com H1).

Por fim, além da evidência empírica anteriormente apresentada na Tabela E1, temos uma razão teórica forte para acreditar que a identidade do acionista afeta a política de dividendos, e não o contrário: a identidade do acionista é muito rígida no Brasil. Há vários motivos para isso. Um deles é o desenvolvimento do próprio mercado de capitais, que ainda é pequeno em relação ao tamanho da economia nacional. Além disso, iniciar um negócio no Brasil é muito caro e demorado – de acordo com o Doing Business Report (World Bank, 2020), o país está na 138ª posição entre 190 países. Para testar se esses problemas são identificáveis em nossos dados, estimamos as probabilidades de transição da identidade do acionista em todo o período da nossa amostra, e constatamos que a estrutura acionária é altamente persistente (ou seja, a natureza jurídica do acionista controlador quase não muda de um ano para outro). Assim, é improvável que os investidores ajustem a identidade do acionista em resposta a mudanças nos resultados do mercado, o que parece ser uma característica comum aos mercados emergentes (Lee, 2008).

Apêndice F

Informações adicionais sobre o procedimento de correspondência da pontuação de propensão (PSM, na sigla em inglês)

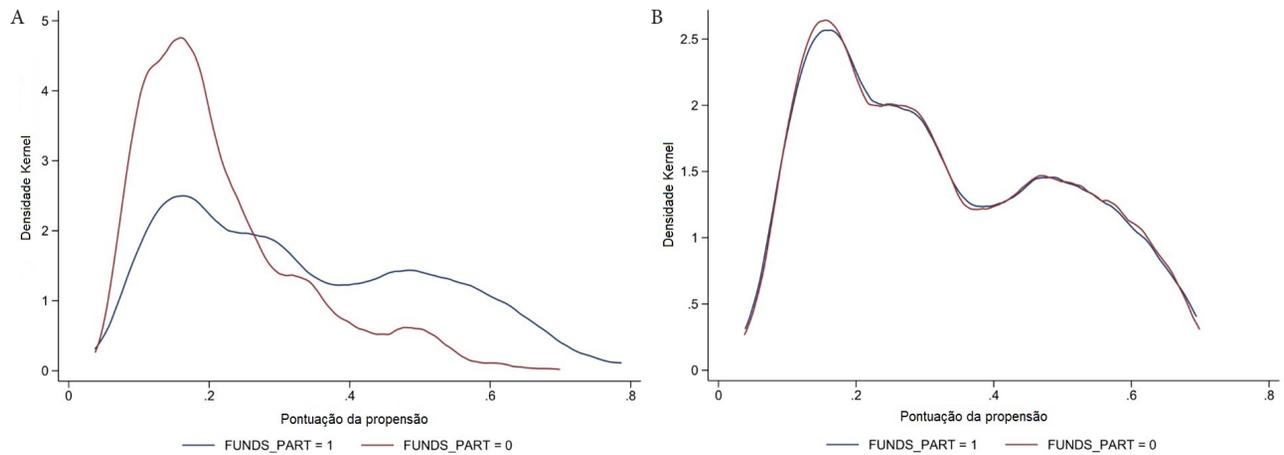


Figura F1. Densidade Kernel da pontuação de propensão antes (A) e depois da correspondência (B)

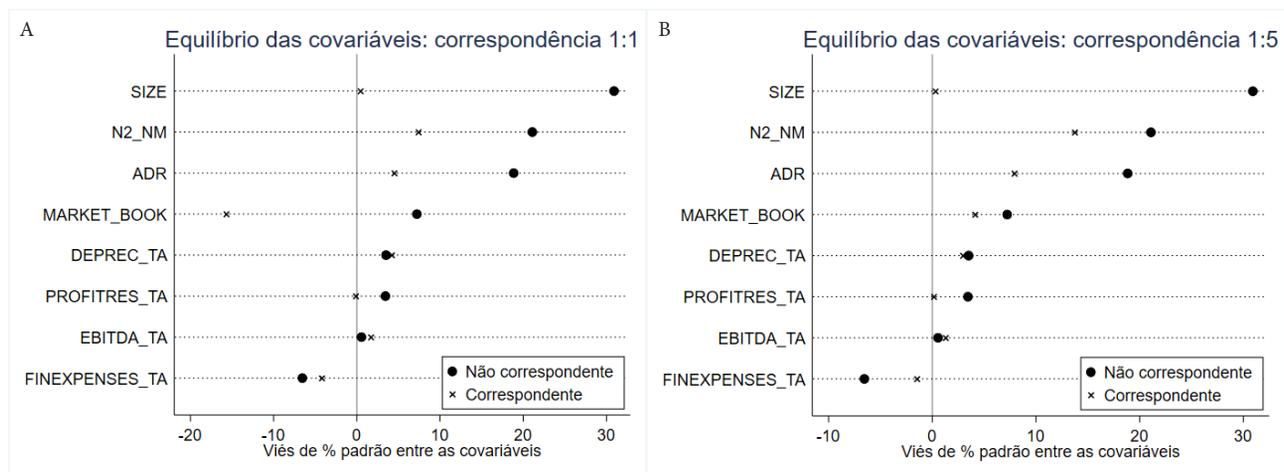


Figura F2. Equilíbrio da covariável após a correspondência – valor mais próximo 1:1 (A) e 1:5 (B)

Agências de fomento:

Jéfferson Colombo agradece à CAPES, e Paulo Renato Soares Terra agradece ao CNPQ, à CAPES e à FAPERGS pelo apoio financeiro para a realização deste estudo.

Conflito de interesse:

Os autores não possuem conflito de interesse a declarar.

Direitos autorais:

A RBGN detém os direitos autorais deste conteúdo publicado.

Análise de plágio:

A RBGN realiza análise de plágio em todos seus artigos no momento da submissão e após a aprovação do manuscrito por meio da ferramenta iThenticate.

Autores:

1. Jéfferson Augusto Colombo, Escola de Economia de São Paulo – Fundação Getulio Vargas (FGV-EESP), Brasil.

E-mail: jefferson.colombo@fgv.br.

2. Paulo Renato Soares Terra, Escola de Administração de Empresas – Fundação Getulio Vargas (FGV-EAESP), Brasil.

E-mail: paulo.terra@fgv.br

Contribuições dos autores:

1º autor: Definição do problema da pesquisa; Desenvolvimento de hipóteses ou perguntas da pesquisa (estudos empíricos); Definição de procedimentos metodológicos; Coleta de dados; Análise da literatura; Análise estatística; Análise e interpretação de dados; Revisão crítica do manuscrito; Redação do manuscrito.

2º autor: Definição do problema da pesquisa; Desenvolvimento de hipóteses ou perguntas da pesquisa (estudos empíricos); Definição de procedimentos metodológicos; Análise da literatura; Análise e interpretação de dados; Revisão crítica do manuscrito; Redação do manuscrito.