

**Política de Distribuição de Resultado aos Acionistas: Um Ensaio Sobre Aspectos Teóricos e Tributários no Contexto Brasileiro**

**SILVIO FREITAS DA SILVA**

*Universidade Federal do Rio de Janeiro*

**PATRICIA MARIA BORTOLON**

*Universidade Federal do Espírito Santo*

**PIERRE OHAYON**

*Universidade Federal do Rio de Janeiro*

**ODILANEI MORAIS DOS SANTOS**

*Universidade Federal do Rio de Janeiro*

**Resumo**

Este ensaio surge em um contexto em que se discute uma reforma tributária no Brasil, abrangendo temas como a tributação dos dividendos e a extinção da dedutibilidade dos juros sobre capital próprio (JSCP), principais formas de distribuição de resultado aos acionistas no Brasil. A partir da triangulação do relacionamento entre empresa, governo e investidor, este ensaio tem por objetivo discutir as perspectivas e os fatores determinantes na política de distribuição de resultado aos acionistas, com vertente nos seguintes eixos teóricos: *value relevance* dos proventos, teoria da agência e teoria do ciclo de vida. Destaca-se que a decisão de distribuir dividendos envolve um procedimento contábil e como tal, detém um valor e carga informacional que merece apreciação teórica, acerca do *value relevance* dos proventos. Em outra abordagem, a teoria da agência apresenta os conflitos de interesse e assimetria informacional que existe ora por gestores e acionistas, e ora entre acionistas majoritários e minoritários. Neste cenário, explora-se a estrutura de propriedade e governança corporativa como determinantes, dado que existem evidências que a concentração de controle, e as divergências entre direito ao voto e ao fluxo de caixa podem influenciar as políticas de distribuição de proventos adotadas pelas empresas. Outro ponto, refere-se à inter-relação entre a política de distribuição de resultado aos acionistas e estrutura de capital das empresas. Neste caso, o estágio de ciclo de vida pode ditar a distribuição ou não dos proventos, bem como a forma de distribuição e retenção (Gup & Agrawal, 1996). Adicionalmente, analisou-se os perfis jurídicos dos investidores, para elencar outros interesses singulares. Diante disso, o presente ensaio busca propiciar uma reflexão dos interesses teorizados e tributários relacionados à distribuição, retenção ou forma de distribuição de resultado aos acionistas, com a finalidade de elencar oportunidades de pesquisas, bem como lacunas teóricas.

**Palavras-chave:** Tributação dos proventos, *Value relevance*, Teoria da agência, Teoria do ciclo de vida.

## 1. INTRODUÇÃO

Estudos seminais sobre as políticas de dividendos emergiram na década de 1960 (Gordon, 1963; Lintner, 1962; Miller & Modigliani, 1961), principalmente na investigação de teorias quanto a relevância ou não destes no valor das empresas e reflexos nos seus retornos anormais. Em pesquisas sobre *value relevance* das informações contábeis, Francis, Schipper e Vicent (2005) qualificaram os dividendos como mais informativos que os lucros contábeis para a formação dos preços das ações no ambiente americano.

Black (1976) relata que a atenção dos investidores para os dividendos pode estar diretamente relacionada a fatores explícitos, tais como, o retorno do investimento, recompensa aos acionistas e encorajar novos acionistas a investir, além de uma perspectiva de aumento dos preços das ações para venda no futuro. Mas com potencial tão atraente aos investidores, o que explicaria uma empresa não pagar dividendos? Em seu estudo, Black (1976) coloca em questão as oportunidades de a empresa reinvestir os valores, o que demonstra um grau de confiança em que companhia decide retroalimentar em forma de investimento para valorização das próprias ações no mercado. Dessa maneira, esse campo permite discussões tanto dos fatores determinantes como as perspectivas e interesses almejados pelas empresas na distribuição ou não de resultado aos acionistas.

Inicialmente, os impostos devem ser um determinante relevante para decisão de políticas de pagamento dos proventos (Boulton, Braga-Alves & Shastri, 2012). Em análise, os dividendos são tributados em nível corporativo (IRPJ e CSLL), já o investidor não terá retenção do imposto de renda na fonte (Brasil, 1976). Quanto aos juros sobre o capital próprio (JSCP), embora sujeitos a retenção de imposto de renda na fonte para os acionistas, produzem benefícios fiscais à empresa, uma vez que os juros são reconhecidos como despesa financeira, o que diminui a base de cálculo do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) (Brasil, 1995).

Em regra geral, ao considerar somente um nível corporativo para tributação, os impostos a pagar pela empresa e retidos na fonte ao investidor, predomina a vantagem tributária dos juros sobre o capital próprio. Diante do benefício fiscal proporcionado pelos juros sobre capital espera-se que as empresas abracem a esta condicionante. Entretanto, o questionamento do benefício fiscal ser exclusivamente fator determinante é colocado em pauta por diversos autores no contexto brasileiro (Boulton, 2012; Decourt & Procianoy, 2012; Silva, 2015).

Boulton et al. (2012) explicam que apesar das vantagens notórias dos juros sobre capital próprio, muitas empresas continuam a pagar dividendos, fato que pode estar relacionado a reação do mercado para anúncios com alterações das políticas de pagamento. Assim, identifica-se uma divergência à uma Teoria da Preferência Tributária que postula que diante de tratamentos tributários distintos, as empresas deveriam optar pela forma de remuneração com menor encargo tributário (Bueno, 2002). Isso porque pesquisas recentes evidenciam a opção de pagamento por dividendos ao invés de JSCP por um considerável número de empresas (Boulton et al., 2012; Decourt & Procianoy, 2012; Silva, 2015), sugerindo que o fator tributário em nível corporativo não é o único determinante no processo decisório da política de remuneração dos acionistas no ambiente brasileiro.

A partir disso, o presente ensaio busca a partir da triangulação do relacionamento entre empresa, governo e investidores, discutir as perspectivas e os fatores determinantes na política de distribuição de resultado aos acionistas, com vertente nos seguintes eixos teóricos: *value relevance* dos proventos, teoria da agência e teoria do ciclo de vida.

Importante ressaltar que a política de dividendos é uma decisão de financiamento que engloba: quanto pagar ao acionista, quanto ficará retido na entidade, bem como os motivos/interesses para a retenção (Loss & Sarlo Neto, 2003). Adicionalmente, deve-se observar a forma predominante de distribuir o resultado: dividendos ou JSCP. A priori, Black e Sholes (1974) relatam que a determinação por parte da empresa da política de distribuição dos seus proventos deve respeitar a demanda do investidor. Em outra vertente, Lintner (1956) indicou que os investidores americanos eram sensíveis aos dividendos e que surpresas em relação ao dividendo esperado geravam reações no valor das ações. Assim, o perfil dos principais investidores é um fator que pode direcionar a preferência da empresa por pagamento entre JSCP e/ou dividendos.

Neste cenário, a partir da teoria de agência (Jensen & Meckling, 1976), surge conflitos de interesse entre o principal e o agente. A distribuição de proventos é uma sinalização para reduzir a assimetria informacional entre gestão e acionistas (Bhattacharya, 1979). Por exemplo, uma empresa com menos recursos disponíveis aos gestores em caixa apresenta um menor risco de gerenciamento, o que gera uma maior transparência. Short, Zhang e Keasey (2002) e Francis et al. (2005) afirmam que o nível de governança da empresa está relacionado positivamente com o grau de pagamento de dividendos. Em uma pesquisa no contexto brasileiro, considerando a dinâmica de juros sobre capital próprio e dividendos, Boulton et al. (2012) sugerem que a governança não afeta apenas a quantidade de dinheiro que as empresas retornam aos investidores, mas também a composição dos pagamentos.

A estrutura de propriedade das empresas é uma outra potencial determinante das políticas de distribuição dos proventos adotadas pelas empresas. Silva (2004) investigou os efeitos da estrutura de controle e propriedade na política de dividendos em empresas com ações negociadas em bolsa, entre os achados, verificou que empresas com maior concentração dos direitos de voto nas mãos do controlador têm baixo *payout*. Enquanto, empresas com grande concentração dos direitos de fluxo de caixa nas mãos do controlador têm alto *payout* (Silva, 2004). Adicionalmente, Dalmácio e Corrar (2007) verificaram que um aumento na concentração acionária provoca um aumento no valor dos dividendos pagos por ação (ON), em contraponto, indicaram que este aumento provoca uma redução significativa no percentual do *payout*. Neste cenário, a Teoria da Agência explica os conflitos que surgem entre acionistas majoritários e minoritários. Assim, existe evidências que a concentração de controle, e as divergências entre direito ao voto e ao fluxo de caixa podem também influenciar as políticas de distribuição de proventos adotadas pelas empresas.

Além disso, Decourt e Procionoy (2012) apresentam indícios de que a decisão do gestor, entre dividendos e juros sobre capital próprio, está ligada fortemente com o endividamento da empresa e estabilidade da geração de caixa, o que implica em considerar que a política de dividendos pode depender do estágio do ciclo de vida da empresa. Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) já apontavam que os dividendos estão relacionados com o estágio de maturidade da empresa.

Nesse contexto, há indícios de que a discussão sobre a distribuição de proventos é permeada por uma discussão teórica sobre estrutura de propriedade e governança corporativa (Boulton et al., 2012; Dalmácio & Corrar, 2007; J. Francis et al., 2005; Short et al., 2002; Silva, 2004), estrutura de capital e ciclo de vida (Decourt & Procionoy, 2012; Grullon et al., 2002) e a demanda do perfil do investidor (Black & Scholes, 1974; Lintner, 1956). Destarte, a presente pesquisa apresenta uma discussão teórica com base na literatura existente sobre os fatores determinantes do processo decisório a respeito da política de distribuição de resultado das empresas aos acionistas, primordialmente considerando as especificidades tributárias do

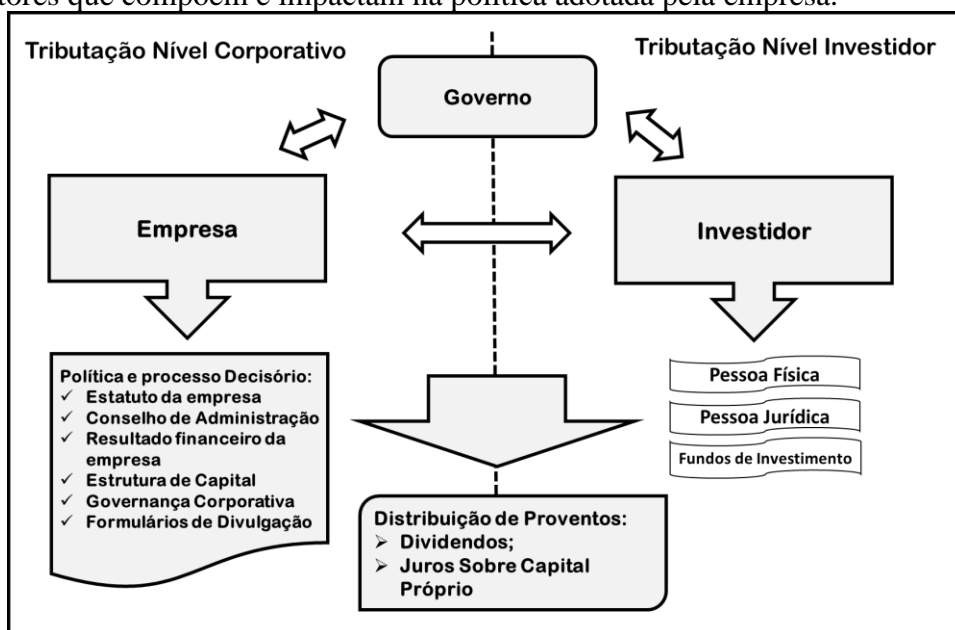
contexto brasileiro na escolha entre dividendos e juros sobre capital próprio. Logo, uma congruência entre aspectos tributários e teóricos.

Nesta visão, este estudo busca expandir a literatura existente acerca do tema, levantando as teorias que direcionam a política de distribuição de proventos. Logo, pode encontrar lacunas teóricas, bem como novos resultados empíricos e mitigar resultados contraditórios, além de considerar um mercado de capitais menos pulverizado (nível Brasil) e com particularidades tributárias na política de remuneração aos acionistas.

Este ensaio surge em um ambiente de discussão sobre a reforma tributária. Neste cenário, tem-se projetos de lei que propõem a tributação dos dividendos em nível do investidor e extinção dos juros sobre capital próprio (Senado Federal, 2019). Logo, consolida-se neste ensaio a contribuição da pesquisa científica com uma visão teórica e tributária da política de distribuição de resultado aos acionistas, o que possibilita dimensionar como uma alteração normativa pode impactar em termos econômicos e tributários, dado o constructo da capacidade informacional de uma variável contábil (proventos).

## 2. FENÔMENO ESTUDADO

A partir dessa breve contextualização, para fins de ilustrar a política de distribuição de resultado aos acionistas, o fenômeno de estudo deste ensaio, apresenta-se a Figura 1. Essa tem por objetivo triangular o relacionamento entre os atores (empresa, governo e investidor), elencando fatores que compõem e impactam na política adotada pela empresa.



**Figura 1 – Determinantes da Política de Resultado aos investidores**

Fonte: elaboração própria.

Uma visão limitada, mas necessariamente relevante, é aquela que se restringe a regulamentação fiscal na análise da determinação da política adotada pela empresa. Logo, na Figura 1, a relação entre empresa e governo, é um dos primeiros pontos que levanta questionamento, considerando a tributação imposta pelo governo para o nível corporativo, a indagação de pesquisa gira em torno de qual forma é mais vantajosa para a empresa, dividendos ou JSCP. Esta discussão que permeia aspectos peculiares da legislação societária e tributária no Brasil (Brasil, 1976, 1995) representa um tópico na discussão teórica e tributária.

Em contraponto, há a abordagem a nível macro, que considera que a tributação extrapola o nível corporativo, impactando diretamente também o investidor. Conforme a

Figura 1, a natureza jurídica destes investidores (pessoa física, pessoa jurídica e fundos de investimentos) é uma outra abordagem para discutir proventos. Logo, uma triangulação entre empresa, governo e investidor em relação aos aspectos tributários, parece ser adequada.

Desse modo, a partir da triangulação exposta na Figura 1 entre os entes, emerge uma série de fatores internos e externos que podem refletir na condução do processo decisório da política de dividendos. Dentre os fatores internos, deve-se considerar os que geralmente são estabelecidas no estatuto da empresa, bem como a gestão e estratégia das políticas por parte do conselho de administração na determinação da forma e pagamentos valores das distribuições de resultado aos acionistas.

Destaca-se que a proposta de distribuição de proventos é elaborada pela gestão e a deliberação é por meio do assembleia geral ordinária (Decourt & Procianoy, 2012). Os estágios de ciclo de vida das empresas podem fornecer uma abordagem realista e dinâmica da estrutura de capital para determinar as políticas financeiras adotadas pelas empresas, aí incluído o pagamento de dividendos (Gup & Agrawal, 1996). Uma discussão entre teoria do ciclo de vida e política de distribuição de proventos é relevante para o fenômeno.

Em princípio, a determinação por parte da empresa da política de distribuição dos seus proventos deve respeitar a demanda do investidor (Black & Scholes, 1974). Nesse contexto, existe a assimetria informacional e conflitos de agência, oriundos da separação entre propriedade e gestão descritos na Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976). Adicionalmente, a concentração de propriedade sugere maior tendência em reter recursos, criando o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários (Dalmácio & Corrar, 2007; Holder et al., 1998; Procianoy, 1994; Silva, 2004), principalmente no mercado de capitais brasileiro que tem como característica concentração de propriedade. Em contrapartida, a governança corporativa é conjunto de mecanismos que tem por finalidade assegurar que as decisões corporativas maximizem a perspectiva de valor a longo prazo da empresa (Silveira, 2010). Logo, a teoria da agência, estrutura de propriedade e governança corporativa compõem uma sessão deste ensaio.

Um dos assuntos mais importantes refere-se à capacidade informacional dos dividendos. Ressalta-se, que os juros sobre capital próprio aqui discutido são aplicados no contexto brasileiro. Logo, estudos no contexto internacional ao explorarem a política de proventos, levantaram questionamento sobre a relevância/ou não dos dividendos para explicar o valor da empresa ou retorno das ações (Gordon, 1963; Lintner, 1962; Miller & Modigliani, 1961). Inicia-se a terceira seção explorando aspectos informacionais dos dividendos, que são as teorias seminais, principalmente sobre o *value relevance* dos dividendos.

Em seguida, apresenta-se as demais subseções da terceira seção. A segunda subseção trata sobre os dividendos e juros sobre capital próprio considerando aspectos da legislação societária e tributária no Brasil. A terceira subseção, a teoria de agência, estrutura de propriedade e governança corporativa. A quarta subseção versa sobre a teoria do ciclo de vida e estrutura de capital. Enquanto, a última subseção faz um paralelo com as teorias discutidas e o perfil tributário do investidor.

Por fim, a quarta seção traz uma discussão teórica sobre os resultados empíricos das pesquisas científicas no contexto brasileiro, um contraponto entre os resultados e impactos dos proventos, não desconsiderando questionamentos das mudanças propostas pela reforma tributária. E enfim, a quinta seção com reflexões e considerações finais.

A priori, ressalta-se que a compreensão deste fenômeno (política de distribuição de resultado aos acionista) exige uma interdisciplinaridade, logo a discussão permeia por diversos campos de pesquisa, tais como estudos de contabilidade, finanças, administração e

economia, a partir da discussão permitida pela triangulação das teorias seminais sobre relevância dos dividendos (*value relevance*), teoria do ciclo de vida e teoria da agência.

### 3. DISCUSSÃO TÉORICA E TRIBUTÁRIA

#### 3.1 Teoria sobre *value relevance*: ênfase na política de distribuição de proventos

No âmbito da pesquisa contábil, efetivamente desde a década de 1960, emergiram pesquisas que analisaram o impacto das variáveis contábeis nos preços das ações das empresas. Dentre esses estudos, destacam-se os desenvolvidos por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), que investigaram a relação entre as variáveis contábeis e de mercado, propiciando a construção de uma nova perspectiva para a pesquisa em contabilidade, denominada por Watts e Zimmerman (1978) como Teoria Positiva.

Dessa maneira, as pesquisas em contabilidade começaram a adotar as informações contábeis como medida para se entender as decisões quanto aos investimentos no mercado de capitais, de modo que a contabilidade assumiu uma perspectiva informacional na investigação da associação entre números contábeis e os preços das ações (Watts & Zimmerman, 1990).

Paralelamente, os primeiros estudos destinados a investigar a política de dividendos surgiram em três vertentes teóricas: irrelevância dos dividendos (Miller & Modigliani, 1961); relevância positiva dos dividendos (Gordon, 1963; Lintner, 1962); e a relevância negativa dos dividendos (Brennan, 1970). Os trabalhos apontaram resultados controversos quanto ao impacto da política de dividendos no valor das empresas e em seus retornos anormais.

Miller e Modigliani (1961) defendiam que os dividendos impactavam de duas maneiras: primeiro um efeito positivo no preço das ações por aumentar o fluxo de caixa dos acionistas, e segundo por retirar os valores dos dividendos para pagamento aos acionistas apresenta um efeito negativo. Assim, com a dualidade dos efeitos, um efeito anulava o outro, ter o lucro reinvestido ou receber dividendos para os acionistas é indiferente, por isso a irrelevância dos dividendos.

Em relação a relevância positiva dos dividendos, a mesma permeia discussões teóricas que abrange a forma de remunerar os acionistas, bem como os efeitos da tributação. Lintner (1962) e Gordon (1963) sustentam que os acionistas preferem garantir um valor presente com a distribuição dos dividendos do que aguardar pelos supostos ganhos no futuro e, por tal motivo, essa teoria foi denominada também de "teoria do pássaro na mão". Essa preferência dos acionistas por retornos advindos dos dividendos atrela-se ao nível de estabilidade e grau de confiança na empresa comparada as incertezas do ganho de capital devido as taxas flutuantes dos preços das ações (Lintner, 1956).

Por fim, um dos estudos pioneiros a considerar a legislação tributária é o de Brennan (1970), que passou a considerar no modelo de precificação dos ativos financeiros (Capital Asset Pricing Model - CAPM) uma variável fiscal, com a finalidade de verificar a relação entre o efeito da taxação dos dividendos sobre o retorno da ação. A pesquisa contemplou o mercado norte-americano e, nesse período, nos Estados Unidos, a carga tributária dos dividendos era mais elevada do que a carga tributária dos ganhos de capital. A teoria da relevância negativa dos dividendos, tem como base o estudo de Brennan (1970), o qual assegura que os investidores com maior rendimento dos dividendos, exigem maior retornos das ações, justamente para compensar a carga tributária maior sobre os dividendos no cenário americano existente na década de 1960.

A partir da pesquisa Brennan (1970), emergiram diversos estudos com o objetivo de investigar o efeito da tributação dos dividendos e o retorno pelas ações. Dentre eles, pode-se destacar: Black e Scholes (1974), Miller e Scholes (1978), Rosemberg e Marathé (1978), Blume (1980), Hess (1981) e Miller e Scholes (1982).

Nesse contexto, surge a teoria da preferência tributária, a qual se fundamenta na ideia de que diante de uma tributação diferenciada entre ganhos de capital e dividendos, as empresas tendem a escolher a opção com menor encargo tributário, na intenção de maximizar os retornos do investidor após a tributação (Bueno, 2002).

Deste modo, a preferência tributária entra em confronto com a teoria do pássaro na mão e a irrelevância dos dividendos. Primeiro, em contradição a teoria do pássaro na mão, dado que esta postula que dividendos mais altos proporciona mais estabilidade e segurança ao investidor, desconsiderando o fator tributação. E oposto aos argumentos da irrelevância dos dividendos proposta por Miller e Modigliani (1961), os quais se baseavam na teoria da hipótese de mercado perfeito, na racionalidade dos agentes do mercado e na inexistência de custos de transação, desconsiderando as imperfeições do mercado, dentre as quais, os efeitos da tributação dos dividendos.

Tais teorias, proporcionaram a condução de diversos estudos com a intenção de mitigar os argumentos controversos, entre eles, pode-se destacar no ambiente americano Francis et al. (2005), que atribuíram aos dividendos uma capacidade informacional maior do que a dos lucros contábeis, ou seja, um indicativo de que os dividendos seriam mais favoráveis como medida de performance da empresa.

No ambiente brasileiro, a política de dividendos também ganhou destaque em diversos trabalhos dedicados a investigar basilamente a relação entre dividendos e os retornos anormais das ações (*value relevance*). Entre eles, Bueno (2002) e Loss e Sarlo Neto (2003) não chegaram a evidências empíricas conclusivas. Destaca-se, por um lado, que Novis Neto e Saito (2003) e Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004) encontraram uma associação direta entre os *dividend yield* e o retorno anormal. Por outro lado, Freire e Lima (2005) e Nagem e Amaral (2013) não identificaram a associação, considerando nos estudos períodos de crise. Viana Junior, Marques, Domingos e Ponte (2017) relatam que há associação direta e positiva desde que condicionadas a características setoriais.

Apesar de muitos estudos, as pesquisas sobre políticas de dividendos concentraram-se na relação entre dividendos e preços das ações. E não necessariamente, consideram aspectos tributários específicos na distribuição de resultado aos acionistas no Brasil. Ressalta-se que no ambiente americano muito se discutia sobre o retorno ao investidor ser em forma de dividendos ou ganho de capital. Uma decisão pautada a princípio nos impostos que envolvia cada uma das opções. Lembra-se que os impostos devem ser uma das determinantes relevantes para decisão de políticas de pagamento dos proventos (Boulton et al., 2012).

No Brasil tem particularidades distintas em relação ao mercado americano. A legislação societária e tributária brasileira permite distribuir proventos por dividendos (Brasil, 1976; art. 202) e juros sobre o capital próprio (JSCP) (Brasil, 1995; art. 9). A tributação de ambos é diferente, porém similarmente a dualidade dos dividendos ou ganho de capital, que discutem os efeitos da tributação ou não, esse tratamento diferenciado dos juros sobre capital próprio e os dividendos levanta uma discussão teórica e empírica no Brasil. E ainda, conforme Boulton *et al.* (2012), deve-se ter a cautela de observar os impactos ocasionados na visão dos investidores.

Por fim, é nesse ambiente teórico e tributário, que emerge as sementes da discussão desta pesquisa: se por um lado a decisão da política de distribuição de proventos está pautado no pagamento ou motivos para a sua retenção, por outro lado, deve-se atentar aos aspectos tributários dos proventos no contexto brasileiro.

### 3.2 Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio: Aspectos da Legislação Societária e Tributária no Brasil

A legislação societária e tributária brasileira estabelecem que a remuneração aos acionistas pode ser realizada por meio de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio (JSCP), ressalva-se que é facultativa a imputação dos juros sobre o capital próprio ao dividendo mínimo obrigatório.

Destaca-se as características distintas tanto dos dividendos quanto dos juros sobre capital próprio ao comparar com outros países. Por exemplo, ao contrastar com países como os Estados Unidos e Inglaterra, os dividendos se distinguem no que tange a obrigatoriedade do seu pagamento, contabilização e da tributação sobre este tipo de rendimento (Ross et al., 2002). Já os juros sobre capital próprio é um mecanismo observado unicamente no mercado brasileiro. Além disso, dividendos e juros sobre capital próprio são diferentes na concepção, contabilização, obrigatoriedade e faculdade, base de cálculo e tributação.

A Lei 6.404/76 protege os acionistas não controladores ao garantir a distribuição dos lucros da companhia, ou seja, impede a retenção indiscriminada dos lucros pelas companhias (Santos & Schmidt, 2002). No que diz respeito a taxonomia dos dividendos, ele pode ser dividido em três esferas: grau de prioridade (prioritário ou não prioritário); cumulatividade (cumulativo ou não cumulativo); e apropriação dos lucros (mínimo, fixo ou obrigatório) (Gelbcke et al., 2018).

Em relação ao grau de prioridade, prioritário ou não prioritário, ou seja, à ordem na “fila” de recebimento da destinação dos lucros, fazem jus primeiro os acionistas que possuem ações com dividendo prioritário, que em regra geral corresponde aos acionistas preferencialistas (Gelbcke et al., 2018). Em virtude de os detentores de ações preferencialistas não possuírem direito ao voto, a prioridade sobre destinação dos lucros busca mitigar o risco de apropriação dos recursos por parte dos detentores de ações ordinárias. Por dedução, os acionistas não prioritários são os que não dispõem de prerrogativa preferencial.

A lei societária brasileira, como mecanismo de proteção, orienta sobre as vantagens que devem ser conferidas às ações preferenciais, dentre as quais, o estatuto pode conferir aos detentores de ação, o direito ao recebimento dos dividendos no exercício em que não auferir lucros suficientes, caracterizando assim os dividendos cumulativos (Brasil, 1976; art. 17). Em contrapartida, dividendos não cumulativos representam a ausência desse direito.

O parâmetro de apropriação dos lucros a serem distribuídos tem as seguintes denominações: dividendo mínimo; dividendo fixo; dividendo obrigatório. Os dividendos mínimos e fixos, distinguem quanto a participação dos acionistas nos lucros remanescentes, respectivamente enquanto um não permite os beneficiários participar dos lucros remanescentes a serem distribuídos, no caso dos dividendos fixos não permite, salvo exceções previstas no estatuto social (Brasil, 1976; art. 17).

Existem nuances de interpretação sobre a obrigatoriedade (Gelbcke et al., 2018), uma vez que a lei societária estabelece que o direito de recebimento de dividendos deve ser prescrito em estatuto ou na sua omissão, o percentual de distribuição mínimo é de 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido ajustado (ajuste por reservas); se em face disto, posterior a omissão a assembleia-geral deliberar pela introdução do percentual, este não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado (Brasil, 1976). Em suma, a base de cálculo dos dividendos obrigatórios deve estar regulamentada em estatuto com base lucro ou capital social. Por fim, a obrigatoriedade imposta pela lei societária está condicionada ao estatuto social, que deve conter uma cláusula com o percentual dos lucros a serem distribuídos na forma de dividendos (Ambrozini, 2011), ou seja, discriminar a política de distribuição de proventos adotada pela empresa.



O Plano Real, em 1994, possibilitou um efetivo controle das exorbitantes taxas de inflação, entretanto, os dispositivos legais criados à época extinguiram a correção monetária nas demonstrações contábeis (Ambrozini, 2011). Os juros sobre o capital próprio surgiram para reduzir os efeitos da extinção da correção monetária, diminuindo a carga tributária nas empresas (Carvalho, 2003; Mota, 2007; Sarlo Neto, 2009).

Ao contrário dos dividendos, os juros sobre capital próprio são distintamente facultativos. A concepção de juros sobre capital próprio, propriamente dita, surge na intenção de proporcionar aos sócios e aos acionistas uma recompensa ao capital investido, contabilizando-o como despesa financeira e gerando assim um benefício fiscal para a empresa, uma vez que é deduzido da base de cálculo para apuração dos tributos no lucro real, IRPJ e CSLL.

Diante do efeito fiscal positivo, tem-se a determinação de limites de dedutibilidade dos juros, com a finalidade de evitar o uso indiscriminado desse mecanismo pela empresa. Assim, os valores não poderão exceder 50% dentre os maiores valores (RIR/99, art.347, § 1º): a) do lucro líquido, referente ao período-base do pagamento ou crédito dos juros, antes da provisão para o imposto de renda e da dedução dos referidos juros; ou b) dos saldos das contas sobre os lucros acumulados e reservas de lucros de períodos anteriores. Destaca-se que a taxa de juros base para cálculo deve ser limitada à variação, *pro rata* dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP.

Em função dessa vantagem tributária, *ceteris paribus*, espera-se que a empresa se utilize do JSCP nos limites permitidos pela legislação vigente. Logo, os impostos devem ser uma das determinantes relevantes para a decisão sobre a política de pagamento dos proventos (Boulton et al., 2012). Entretanto, o perfil do investidor, e sua condição tributária, também influenciam essa decisão. Inclusive, os autores complementam que outros fatores podem levar racionalmente a escolhas políticas, que em parte podem estar atreladas às demandas dos investidores (Boulton et al., 2012).

Por fim, o projeto de lei nº 1952, de 2019, propõe estabelecer a incidência do Imposto sobre a Renda sobre lucros e dividendos pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas, inclusive as microempresas e empresas de pequeno porte optantes pelo Simples Nacional (Senado Federal, 2019). E, ainda, extinguir a dedutibilidade dos juros sobre o capital próprio (Senado Federal, 2019). Uma discussão sobre possíveis impactos tanto em nível tributário como em mercados de capitais se faz necessária. Assim, dada a magnitude que tal mudança pode ocasionar, o conhecimento sobre teorias e fatores entrelaçados com a questão tributária na determinação da distribuição de proventos torna-se relevante.

### 3.3 Teoria da Agência, Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa

Uma discussão teórica e empírica passou a ser pautada no processo decisório da política de dividendos adotada pela empresa, especificamente o que motiva a opção de pagamento por dividendos e/ou juros sobre capital próprio. Por exemplo, Decourt e Procianny (2012) que, por meio de questionários, analisaram o processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBovespa (hoje B3) na perspectiva dos gestores. Um dos indícios apontado pelos autores refere-se à existência de conflito de agência entre executivos e acionistas.

A essência dos problemas de agência está na divisão entre propriedade e gestão (Jensen & Meckling, 1976). A empresa pode ter incentivos para diminuir os lucros quando são obrigadas ao pagamento de dividendos (Martinez, 2001). Por exemplo, ao investigar empresas americanas com negociação em bolsa americana que são obrigadas ao pagamento

de dividendos, verificou-se uma implementação de mudanças contábeis para evitar o pagamento de dividendos (DeAngelo, 1986).

Em contrapartida, Kasanen, Kinnunen e Niskanen (1996) mostram que para algumas empresas finlandesas, há uma preocupação em manter os pagamentos de dividendos estáveis, nos mesmos patamares ano após ano, inclusive praticando gerenciamento de resultados, devido ao receio de que a queda no valor dos dividendos impacte o valor das ações e, consequentemente, os acionistas (efeito clientela).

A política de dividendos adotada pela empresa deve ter enfoque em reduzir a soma dos custos de capital, de agência e fiscais (Easterbrook, 1984). Ainda segundo Easterbrook (1984), ao distribuir dividendos tem-se uma diminuição do caixa disponível, o que pode disciplinar os gestores e mitigar os problemas de agência. A distribuição de proventos também funciona como uma sinalização, com capacidade para reduzir a assimetria informacional entre gestão e acionistas (Bhattacharya, 1979).

Dewenter e Warther (1998) destacam que a assimetria da informação e/ou conflitos de agência afetam a política de dividendos. Em estudo comparativo entre empresas americanas e japonesas, os autores assumiram que, dada a estrutura de propriedade e governança corporativa, as empresas japonesas encaram menos assimetria informacional e conflitos de agência do que as americanas. Em consequência, as empresas japonesas apresentam menores impactos nos preços das ações com omissões e lançamentos de dividendos sendo, portanto, menos relutantes em omitir e cortar dividendos. Além disso, seus dividendos respondem melhor às variações dos lucros.

Na prática, o conselho de administração recebe para apreciação a proposta de distribuição de proventos elaborada pela gestão (Decourt & Procianny, 2012). Em ambiente corporativo, aonde a assimetria informacional impacta na relação entre principal e agente, no caso, gestor e investidor, respectivamente, a empresa tem mais probabilidade de sub-investir, não investindo em bons projetos em detrimento dos reflexos dos problemas de seleção adversa. Logo, a empresa busca minimizar os custos de transação por meio de uma restrição no pagamento de proventos, dado que estes são limitados aos valores que não serão utilizados para investimento (Myers & Majluf, 1984).

Por outro ângulo, a empresa, ao estabelecer uma política de dividendos elevada, está sinalizando ao investidor que empregou recursos em projetos que asseguram fluxos de caixa suficiente para saldar os dividendos pactuados (Bhattacharya, 1979). Nesse contexto, os dividendos têm como função sinalizar resultados futuros. Assim, os gestores buscam não ampliar os dividendos até ter segurança de que a empresa possa arcar com esse compromisso no futuro, não correndo o risco de diminuir os pagamentos de dividendos, posto que os investidores são sensíveis a mudanças em relação ao esperado (Lintner, 1956).

No contexto brasileiro, Boulton et al. (2012) evidenciaram que mesmo perante a vantagem fiscal dos juros sobre o capital próprio, as empresas continuam a pagar dividendos, para atender a demanda dos acionistas. Já no ambiente americano, ao mesmo tempo em que alguns investidores preferem maiores remunerações via recebimento de dividendos, outros preferem os ganhos de capital. Bhattacharya (1979) explica que isso pode estar relacionada a demanda de cada investidor, modelada pelo seu perfil jurídico. Por exemplo, há investidores pessoas jurídicas tributadas ou isentas, pessoas físicas e até fundos de pensão, religiosos e de aposentadoria que apresentam benefício fiscal.

Assim, a política de distribuição de resultado aos acionistas permeia os conflitos de interesses entre acionistas e gestores. A empresa pode ser cautelosa quanto a forma de distribuir, JSCP e dividendos, devido a forma como essa decisão pode impactar aos

acionistas, sensíveis a mudanças nas políticas adotadas pela empresa nas distribuições dos proventos. Além disso, há a preocupação com a demanda dos atuais acionistas da empresa, bem como com investidores que a empresa busca atingir e captar. Gitman (2010) relata que uma empresa atrai acionistas por preferências delineadas pelo pagamento e estabilidade de dividendos, dado que estas, retratam o padrão de pagamento e estabilidade da própria empresa.

A relação entre acionistas minoritários e majoritários também gera conflitos de interesses. Os custos de agência são menores nas empresas em que os investidores detêm maior propriedade, dado que assim têm-se menor assimetria informacional entre os objetivos de acionistas e gestores (Jensen & Meckling, 1976). Em oposição, os controladores têm maior tendência em reter a maior parcela possível de ganhos, criando assim um conflito de agência (Procianoy, 1994). No Brasil, os acionistas minoritários preferencialistas têm a lei societária como um mecanismo de proteção, dadas as vantagens e preferências conferidas às ações preferenciais na legislação.

Holder, Langrehr e Hexter (1998) evidenciaram que empresas que apresentam controle concentrado possuem menor custo de agência e pagamentos de dividendos. Logo, os autores indicaram que o perfil do controlador influencia as decisões de investimentos e políticas de dividendos. Nesse contexto, de interesses diversos entre acionistas majoritários e minoritários, respectivamente, direito ao voto e direito ao fluxo de caixa, em empresas com presença de controle pode ser um fator potencial para escolha não só da política de distribuição de proventos (retenção ou não), mas também da forma de distribuir os proventos (JSCP e/ou dividendos).

Neste contexto, mecanismo de governança podem mitigar os conflitos de interesses, em pesquisas o nível de governança da empresa está positivamente associado com o grau de pagamento de dividendos (Francis, Hasan, John, & Song, 2011; Short et al., 2002). Ao considerar a figura do JSCP, Boulton et al. (2012) encontram que a probabilidade de uma empresa pagar juros sobre capital próprio é maior para empresas que se comprometem voluntariamente com padrões mais elevados de proteção e transparência ao investidor. Segundo os autores, assim dificultam o desvio de recursos pelos gestores, logo, as empresas estariam mais propensas ao pagamento de JSCP. Os achados sugerem que há indícios que o nível de governança afeta não apenas a quantidade de dinheiro que as empresas retornam aos investidores, mas também a composição dos pagamentos dos proventos.

Por fim, as próximas duas últimas subseções abordam os principais entes desta relação de assimetria informacional e conflitos de interesse. Primeiro a empresa com fatores endógenos ligados à sua estrutura de capital, a qual estende uma discussão sobre a teoria do ciclo de vida. Por outro lado, tem-se o investidor, que ora assume o papel de agente, ora de principal (acionista majoritário), nessa dualidade, via regra os interesses dos acionistas devem ser maximizados, mas em mercados de capitais como há uma gama de investidores, cabe discutir o perfil de tais investidores.

### **3.4 Teoria do Ciclo de Vida e Estrutura de Capital**

Em um processo de mudanças constantes e incertezas inerentes, as empresas buscam sempre uma estrutura e estratégias para se desenvolver e sobreviver no mundo dos negócios (Mueller, 1972). A estrutura de capital sofre mudanças no decorrer do ciclo de vida, sendo que cada empresa tem necessidades distintas de financiamento dado o estágio de ciclo de vida que a mesma se encontra (Ang, 1992). Os estágios de ciclo de vida das empresas podem fornecer uma abordagem realista e dinâmica da estrutura de capital para explicar as políticas

financeiras adotadas pelas empresas, e o pagamento de dividendos, por exemplo, pode alterar-se à medida que a empresa amadurece (Gup & Agrawal, 1996).

Os estágios do ciclo de vida são fases definidas por características dos fluxos de caixa das empresas, estas geradas por fatores internos e externos (Dickinson, 2011). Nesse contexto, Decourt e Procianoy (2012) analisaram, na perspectiva dos executivos, quais os fatores que influenciam no processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa (atual B3). Os fatores internos obtêm destaque na proporção que os gestores consideram tanto os acionistas quanto o estágio do ciclo de vida da empresa (Decourt & Procianoy, 2012). Segundo os autores, os três principais fatores internos para determinar a distribuição dos lucros referem-se a: geração de caixa, investimentos futuros e lucro líquido.

Existem várias vertentes de análise, delimitação e concepção dos estágios, dentre elas, têm-se a apreciação da abordagem financeira-contábil. Em seu estudo, Dickinson (2011) indica o fluxo de caixa como *proxy* para determinar o estágio de ciclo de vida da empresa. Para fins de explanação entre políticas de dividendos e estágio de ciclo de vida, Gup e Agrawal (1996) divide em quatro fases: Pioneira, Expansão, Estabilização e Declínio, cujas características podem ser observadas na Figura 2.

	Pioneira	Expansão	Estabilização	Declínio
Requisitos de Caixa	Alta necessidade de caixa	Necessidade de caixa	Gerador de Caixa	Geração de Caixa Excedente
Política de Dividendos em Dinheiro	Sem caixa para dividendos	Pouco caixa para Dividendos - Taxa de Pagamento aumentando	Dividendo em Caixa – Crescente	Muito Caixa para Dividendos - Nenhuma perda ocorrente
Risco	Alto	Alto	Médio	Baixo

**Figura 2 - Considerações Financeiras nas Fases do Ciclo de Vida**

Fonte: Adaptado Gup e Agrawal (1996).

Gup e Agrawal (1996) dividem as fases da seguinte maneira: (a) na fase pioneira, as empresas são grandes usuárias de caixa, utilizam seus recursos para financiar o desenvolvimento, a produção e a comercialização de novos produtos e dificilmente há pagamento de dividendos em dinheiro; (b) a fase de expansão é caracterizada pelo rápido crescimento das receitas e as demandas de caixa para financiar o crescimento diminuem. Assim, a empresa começa a pagar dividendos em dinheiro, ao invés de reinvestir todos os seus valores; (c) a fase de estabilização é representada por empresas maduras e sobreviventes, ou seja, momento em que elas se tornaram lucrativas e geradoras de caixa. Logo, parte do caixa é destinado ao pagamento de dividendos. Entretanto, as taxas de crescimento são relativamente lentas nesta fase; (d) fase de declínio do ciclo de vida, com uma redução ainda maior na taxa de crescimento. Nessa fase, uma parcela crescente do caixa excedente é paga por meio de dividendos (Gup & Agrawal, 1996).

Empresas com pressões de caixa, como por exemplo, as que se encontram em crescimento, podem reduzir os dividendos; enquanto, as empresas com alta rentabilidade e boa geração de caixa podem aumentá-los. Logo, há uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e pagamento de proventos (Iquiapaza et al., 2006). Adicionalmente, Grullon et al. (2002) identificaram que os dividendos estão relacionados com o estágio de maturidade da empresa.

Assim, o processo decisório da política de distribuição de resultado aos acionistas pode ser relacionado ao estágio de ciclo de vida da empresa. Vogt (1994) ressalta que a

estrutura do capital da empresa e o seu tamanho são fatores que interferem na forma como a administração estabelece sua política de dividendos. Nesse contexto, ressalva-se que Modigliani e Miller (1963) reconheceram a importância dos impostos no valor das empresas, devido ao benefício fiscal do endividamento.

Ambrozini (2011) verificou, por meio de questionário, a prática adotada da política de distribuição de resultado aos acionistas pelas empresas na perspectiva do gestor e propôs um mapa decisório conceitual para a escolha entre JSCP e dividendos. Dentre os principais achados, os gestores atribuem maior relevância a aspectos como a legislação brasileira, o estatuto social, a disponibilidade de caixa, as novas oportunidades de investimentos futuros, o orçamento de capital e expectativas de lucros futuros.

No estudo de Iquiapaza et al. (2006), que dentre os objetivos constava o de avaliar o efeito da estrutura de propriedade sobre a determinação do pagamento de proventos, identificou-se que empresas com menores expectativas de lucratividade futura, de maior porte, com maiores recursos em caixa, e com menos endividamento têm maior probabilidade de distribuir diretamente os resultados via dividendos ou juros sobre o capital próprio. Segundo os autores, uma estrutura de capital mais alavancada faz com que as empresas estejam mais condicionadas aos pagamentos de juros e amortizações da dívida, diminuindo o pagamento de proventos.

Nesse contexto, Boulton et al. (2012) indicaram que a rentabilidade está positivamente relacionada com probabilidade de uma empresa pagar juros sobre capital próprio, possivelmente por que empresas mais lucrativas e com maiores distribuições de JSCP aos acionistas podem se beneficiar mais da dedutibilidade fiscal.

Por fim, destacam-se os apontamentos de Decourt e Procianoy (2012) de que há indícios preliminares que a decisão do gestor, quanto a distribuir proventos em forma de dividendos e JSCP, está relacionada fortemente com o endividamento da empresa e estabilidade da geração de caixa, o que indica que a política de dividendos pode depender do estágio do ciclo de vida da empresa (Decourt & Procianoy, 2012).

### **3.5. Perfil do investidor: uma discussão tributária e teórica**

No âmbito da teoria de agência, as escolhas contábeis devem ser tomadas com a finalidade de maximizar o valor da empresa, e os interesses dos acionistas. Nesta seção, os acionistas são postos em evidência, em investigação de como suas características podem estabelecer interesses diversos por determinada forma de distribuição e, assim, direcionar os gestores a decisões sobre as políticas de distribuição de resultado aos acionistas adotadas pelas empresas.

Dessa maneira, buscou-se discutir a heterogeneidade dos acionistas, os quais compõem o tripé de atores do fenômeno estudado, considerando sua natureza jurídica e, por fim, os reflexos do tipo de controle. A prerrogativa é discriminar as principais nuances para, a partir de tais características, discutir tanto os aspectos tributários ao nível corporativo (atribuídos a empresa), como também considerando o nível do investidor.

A priori, faz-se necessário uma abordagem quanto a natureza jurídica dos investidores, que apesar de sua essência técnica, pode direcionar as escolhas contábeis das políticas de proventos. Bhattacharya (1979) afirma que os interesses dos investidores podem variar conforme o enquadramento jurídico dos mesmos. A natureza jurídica dos investidores abrange principalmente pessoa física, pessoa jurídica e fundos de investimentos.

Há uma presunção de predominância da vantagem tributária da empresa adotar os JSCP até o limite legal, considerando os impostos a pagar pela empresa e retidos na fonte ao investidor (Boulton et al., 2012; Decourt & Procianoy, 2012). Entretanto, esta presunção é

limitada, uma vez que é válida primordialmente ao considerar os impostos pagos IRPJ/CSLL pela empresa (nível corporativo) e pelo acionista pessoa física (nível investidor). De fato, ao considerar a perspectiva tributária, nos casos em que o acionista é pessoa física, é mais vantajoso a distribuição de proventos por JSCP do que via dividendos (Boulton et al., 2012).

Todavia, no âmbito do investidor pessoa jurídica outros detalhes tornam-se relevantes. Por exemplo, a receita proveniente dos JSCP integra a base de cálculo de tributação da contribuição ao acionista para o Programa de Integração Social - PIS e à Contribuição para Financiamento da Seguridade Social – COFINS, ao contrário dos dividendos que tem sua exclusão estabelecida na legislação tributária (Brasil, 1998, 2014). Nesse cenário, a tributação para o investidor pessoa jurídica advinda do PIS e COFINS, pode tornar mais favorável à distribuição por meio de dividendos.

Bortolon (2013) evidencia que em empresas brasileiras que adotam pirâmides de controle é desvantajosa a distribuição mediante juros sobre capital próprio em empresas com estruturas piramidais com mais de três níveis até o último acionista, justamente em decorrência dos encargos do PIS e COFINS. Diante disso, destaca-se que ao tratar de acionistas pessoa jurídica, a estrutura de propriedade reflete qual a melhor maneira de distribuição de proventos (JSCP e/ou dividendos). Estudos apontam que estruturas mais simples convergem para os JSCP, enquanto que em estruturas de propriedades mais complexas a distribuição via dividendos deve ser a escolha tributária mais adequada (Bortolon, 2013; Bortolon & Leal, 2010; Colombo, 2011).

Em relação aos acionistas enquadrados como fundos de investimento, os mesmos são isentos para fins de imposto de renda no que se refere às receitas provenientes dos juros sobre capital próprio. Tal isenção se aplica aos clubes de investimento, às carteiras administradas e a qualquer outra forma de investimento associativo ou coletivo. Logo, os investidores com natureza jurídica de fundos de investimentos devem ter preferência tributária por recebimentos via juros sobre capital próprio, respeitado o limite legal, dada a isenção no nível investidor e o benefício fiscal em nível corporativo.

Por fim, a natureza jurídica do investidor, seja pessoa física, jurídica ou fundos de investimento, moldam cenários com vantagens tributárias ou não, impactando os interesses dos investidores no recebimento por meio de dividendos ou JSCP. Nesse contexto, espera-se que as empresas avaliem o perfil jurídico dos acionistas, se a prerrogativa for maximizar o valor da empresa e os interesses dos investidores.

Posto isso, no mercado de capitais a empresa tem uma gama de investidores, sendo que o mercado acionário brasileiro tem como característica primordial a concentração de propriedade em relação aos demais mercados (Lopes & Carvalho, 2001). Por consequência, os conflitos de interesses são intensificados tanto pela relação gestor e acionistas, quanto entre acionistas majoritários e minoritários. Um ciclo de discussão que retorna no tópico de teoria de agência, uma vez que com a perspectiva da concentração de propriedade, as políticas adotadas pela empresa podem ser delineadas pelos interesses dos acionistas controladores.

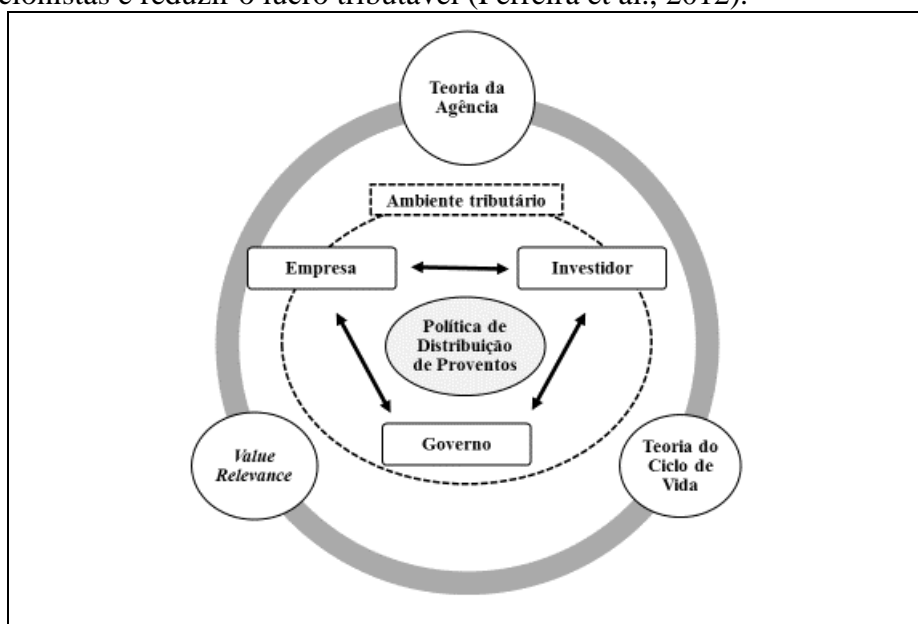
Neste ciclo, abre-se parênteses para o tipo de controlador, estatal ou privado, que quando confrontados, retornam a discussão teórica de relevância ou irrelevância do resultado contábil. Em uma das abordagens que se pode fazer, o controle privado (grupos familiares; grupos empresariais nacionais ou estrangeiros; ou investidores institucionais) tem ênfase na maximização dos lucros, o que direciona a uma maior relevância do resultado contábil; enquanto, no controle estatal, a função social é priorizada, tornando-se o resultado contábil irrelevante (Sarlo Neto, 2004). Essa diferenciação de controle privado e estatal é relevante, ao ponto que pela literatura, as pesquisas sobre juros sobre capital próprio mostram impacto ou

não da política de proventos para investidores de controle privado, com pressuposto dos interesses estarem alinhados ao de maximização das riquezas. Já em relação aos investidores estatais, não há nada associado na literatura, devido ao seu viés social.

Cabe destacar, que nesse eixo de demanda do perfil do investidor, a pesquisa caminha para algumas abordagens. Primeiro, as que se concentram em pesquisar as vantagens e desvantagens dos juros sobre capital próprio e nível investidor, em um campo de planejamento tributário. Segundo, refere-se a uma linha ainda incipiente, qual seja, a de pesquisas que consideram a dedutibilidade dos juros sobre capital próprio na ótica da agressividade fiscal (gerenciamento tributário), em que a agressividade fiscal ou tributária, corresponde a um mecanismo de planejamento tributário com a finalidade de diminuir a base tributável (Chen et al., 2010). Por fim, verifica-se uma linha muito tênue entre esses eixos, a primeira o planejamento tributário atrelado a uma concepção técnica, e a outra, explora adicionalmente questões científicas.

#### 4. REFLEXÕES E CONSIDERAÇÕES

A política de distribuição de resultado aos acionistas representa um *trade off* para os gestores das empresas, a quem cabe a escolha contábil-financeira de alocar os fluxos de caixas oriundos do resultado do exercício, escolha que diverge com interesses de maximizar as riquezas dos acionistas e reduzir o lucro tributável (Ferreira et al., 2012).



**Figura 3 – Teorias relacionadas a política de distribuição de resultado aos acionistas.**

Fonte: elaboração própria.

Ante ao exposto, a política de distribuição de resultado aos acionistas é resultado de um ciclo, ilustrado na Figura 3, disposta pela relação entre seus atores, aqui postos: empresa, governo e investidor. Indiscutivelmente, o ambiente tributário consolida os impostos como um dos fatores mais importantes. Todavia, a política de distribuição de resultado aos acionistas, emana de uma discussão teórica envolvendo: a teoria da agência (conflitos de interesse e assimetria informacional); *value relevance* (valor informacional dos proventos); e teoria do ciclo de vida (estágio do ciclo de vida da empresa).

Em síntese, o presente ensaio, a partir destas três teorias, discute questões teóricas relevantes da política de distribuição dos proventos, além de considerar características

tributárias peculiares do ambiente brasileiro (faculdade de pagamento de proventos na forma de juros sobre capital próprio).

No cenário atual em que os representantes do poder público defendem a tributação dos dividendos e extinção da dedutibilidade dos juros sobre capital próprio (Senado Federal, 2019), torna-se necessário uma discussão aprofundada do tema. A decisão envolve um procedimento contábil e como tal, detém um valor e carga informacional que merece apreciação teórica, acerca do *value relevance* dos proventos. Adicionalmente, as decisões da política adotada, exploradas pela teoria do ciclo de vida e teoria de agência, impactam respectivamente, na estrutura de capital e estrutura de propriedade das empresas.

A priori, as pesquisas que tratam primordialmente de planejamento tributário (economia gerada considerando a opção de pagamento entre dividendos e juros sobre capital próprio), propiciam um cenário de economia tributária para empresas. Inclusive, a legislação tributária foi elencada neste ensaio, até mesmo por refletir parte da carga informacional dos proventos. Tais pesquisas recebem críticas teóricas, devido a predominância do teor técnico e não científico, haja vista que é imprescindível a pesquisa científica crítica e auto-crítica, e discutibilidade como um critério de cientificidade (Demo, 2005). Todavia, esta vertente é útil para uma percepção prática de como as empresas recorrem ao planejamento tributário dos proventos.

Adiante, trata-se do *value relevance* dos proventos no cenário brasileiro. O dualismo entre dividendos e juros sobre capital próprio ainda merece apreciação científica. Habitualmente as variáveis (JSCP e dividendos) são tratadas com a mesma carga informacional, e denominadas proventos como um todo, para explorar a relação entre proventos e preço de ação (ou retornos e valor da empresa). Conforme exposto, os resultados são controversos (Bueno, 2002; Freire & Lima, 2005; Kuronuma et al., 2004; Loss & Sarlo Neto, 2003; Nagem & Amaral, 2013; Novis Neto & Saito, 2003; Viana Junior et al., 2017), como no ambiente americano, sobre relevância ou não dos proventos (Gordon, 1963; Lintner, 1962; Miller & Modigliani, 1961). Logo, pesquisas adicionais para mitigar tais resultados são oportunas.

Adicionalmente, existe todo um contexto de discussão primeiro da carga informacional dos dividendos, de como os investidores podem ser sensíveis a sua volatilidade (Lintner, 1956). Em cenários de possível tributação dos dividendos, surge a necessidade imediata de pesquisar como isso pode ser recebido pelos investidores e, assim, como pode impactar a captação de recursos e financiamento das empresas via mercados de capitais. Cabe lembrar que o mercado de capitais no Brasil ainda é pouco desenvolvido em relação a outros países (Lopes & Carvalho, 2001), converte-se em mais questionamentos e necessidade de pesquisas de como isso pode contribuir ou não para evolução dos mercados de capitais no Brasil.

Posteriormente, a teoria da agência tratou dos conflitos de interesses e assimetria informacional, uma vez que a forma de distribuição de proventos, norteia uma dualidade entre maximizar o valor da empresa, ou interesses dos acionistas (ora reinvestir, ora sua perspectiva tributária). Os conflitos de interesse e assimetria informacional existem entre gestores e acionistas, e ainda entre acionistas majoritários e minoritários. Logo, incertezas emergem dos impactos da estrutura de propriedade das empresas na política de distribuição de proventos. Pode-se questionar como a decisão de taxar dividendos pode impactar na decisão dos investidores, e quais suas consequências sobre as participações acionárias em um mercado marcado pela concentração de propriedade e controle.



Percebe-se também uma inter-relação entre a política de distribuição de proventos e estrutura de capital de empresa. Por um lado, o estágio de ciclo de vida pode ditar a distribuição ou não dos proventos, bem como a forma de distribuição e retenção (Gup & Agrawal, 1996). Por outro, dada a necessidade da empresa de recursos, a empresa utiliza os lucros como uma fonte de financiamento e captação de recursos. Há evidências no contexto brasileiro, que a decisão do gestor, entre dividendos e juros sobre capital próprio, está relacionada com o endividamento da empresa e estabilidade da geração de caixa (Decourt & Procianoy, 2012).

Outro ponto, que os juros sobre o capital próprio surgiram com a intenção de diminuir a carga tributária nas empresas (Carvalho, 2003; Mota, 2007; Sarlo Neto, 2009). Dado essa prerrogativa, Medeiros e Costa (2017) analisaram justamente o projeto de lei que propõe a extinção da dedutibilidade dos juros sobre capital próprio, em que os argumentos se pautam em dois eixos: a suposta violação do princípio da capacidade produtiva e que o JSCP é um mecanismo que beneficia empresas agressivas fiscalmente. Como resultado, verificou-se que empresas com maior capacidade produtiva e mais agressivas tributariamente não são as que tem maior propensão ao pagamento de juros sobre capital próprio e, por conseguinte, as justificações dos proponentes não estariam amparadas empiricamente, para argumentos. Não obstante, pesquisas adicionais são necessárias, visto que uma limitação da pesquisa corresponde ao período (1995 a 2008), assim, faz se pertinente pesquisas em um período mais recente, principalmente pós implementação do IFRS.

Finalmente, analisou-se os perfis jurídicos dos investidores, para elencar outros interesses singulares. Na mesma linha, aponta-se que estruturas de propriedades mais complexas são propícias ao pagamento de proventos em forma de dividendos do que JSCP, dada o efeito da tributação em escala quando os investidores são pessoas jurídicas (Bortolon & Leal, 2010). Assim, a escolha por um tipo de provento pode ser devida aos impactos tributários percebidos por enquadramento jurídico do investidor. O que retoma à discussão sobre estrutura de propriedade, em relação a teoria da agência, devido aos conflitos de interesses dos investidores, uma vez que existe uma heterogeneidade de investidores nas empresas. Problemas de pesquisa podem emergir para discutir se o controle de determinado tipo de investidor faz com que seus interesses sejam majorados, moldando a política de proventos adotada pela empresa.

Oportunidades de pesquisa ainda podem surgir considerando o ambiente brasileiro de dedutibilidade dos juros sobre capital próprio, com a finalidade de investigar a associação entre o tamanho das empresas e as escolhas contábeis (aqui, relacionadas aos proventos) para minimizar os custos políticos, denominada hipótese dos custos políticos proposta por Watts e Zimmerman (1978). Segundo os autores, empresas maiores incorrem em custos devido a atenção de órgãos fiscalizadores e reguladores.

Em meio às motivações, grifa-se um trecho do projeto de lei n° 1952, de 2019, que propõe estabelecer a incidência do Imposto sobre a Renda sobre lucros e dividendos pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas, incluídas as microempresas e empresas de pequeno porte optantes pelo Simples Nacional (Senado Federal, 2019). Ressalta-se que microempresas e empresas de pequeno porte representam a parcela predominante das empresas no Brasil. Assim, deriva-se problemas de pesquisa que visem investigar qual o impacto dessas medidas em microempresas e empresas de pequeno porte e, também, em empresas de capital fechado.

Por fim, espera-se que esse ensaio provoque os representantes do Poder Público, bem como os demais pesquisadores sobre a relevância da discussão teórica dos impactos da política de distribuição dos proventos. Destaca-se a importância da função social da pesquisa

científica, que neste ensaio desafia-se extrapolar a natureza técnica da tributação dos proventos, com ensejo de um respaldo empírico e teórico, por meio da teoria da agência, ciclo de vida, *value relevance*. A informação contábil, como característica fundamental, contribui tempestivamente para a tomada de decisão. Além disso, as teorias elencadas não esgotam o tema, ressalta-se pelo desfrute da literatura de políticas de distribuição dos proventos, lacunas de interação com a teoria institucional, legitimidade e teoria dos *stakeholders* merecem apreciação teórica.

## REFERÊNCIAS

- Ambrozini, M. A. (2011). *Políticas de dividendos no Brasil: Um modelo de apoio à decisão* [PhD Thesis]. Universidade de São Paulo.
- Ang, J. S. (1992). On the theory of finance for privately held firms. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 185–203.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159–178.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of accounting research*, 67–92.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell journal of economics*, 10(1), 259–270.
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5–8.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of financial economics*, 1(1), 1–22.
- Bortolon, P. M. (2013). Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 10(1), 2–18.
- Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2010, julho 15). Determinantes da estrutura piramidal de controle. *X Encontro Brasileiro de Finanças. X Encontro Brasileiro de Finanças*.
- 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.
- Brasil. lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Dispõe sobre as Sociedades por Ações*. (1976).
- \_\_\_\_\_. 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.*, (1995).
- \_\_\_\_\_. Lei nº 9.718, de 27 de novembro de 1998. *Altera a Legislação Tributária Federal.*, (1998).
- \_\_\_\_\_. Lei nº 12.973, de 13 de Maio de 2014. *Altera a legislação tributária federal relativa ao Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas—IRPJ, à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido—CSLL, à Contribuição para o PIS/Pasep e Cofins.*, (2014).
- Brennan, M. J. (1970). Taxes, market valuation and financial policy. *National Tax Journal*, 23, 417–429.
- Bueno, A. F. (2002). Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. *Revista Contabilidade & Finanças*, 13(28), 39–55.
- Carvalho, E. R. A. de. (2003). *Política de dividendos e juros sobre o capital próprio: Um modelo com informação assimétrica* [Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas]. Fundação Getúlio Vargas - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010). Are Family Firms more Tax Aggressive than Non-family Firms? *Journal of Financial Economics*, 91(1), 41–61.
- Colombo, J. A. (2011). *Juros sobre o capital próprio, estrutura de propriedade e destruição de valor: Evidências no Brasil*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- Dalmácio, F. Z., & Corrar, L. J. (2007). A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: Uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 1(1), 16–29.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The accounting review*, 61(3), 400.

- Decourt, R. F., & Procianoy, J. L. (2012). O Processo Decisório sobre a Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na BM & FBOVESPA: Survey com CFOs. *Revista Brasileira de Finanças*, 10(4), 461–498.
- Demo, P. (2005). Pesquisa: Princípio científico e educativo. 11<sup>o</sup> edição. São Paulo.
- Dewenter, K. L., & Warther, V. A. (1998). Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms. *The journal of finance*, 53(3), 879–904.
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969–1994.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650–659.
- Ferreira, F. R., Martinez, A. L., Costa, F. M. da, & Passamani, R. R. (2012). Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 52(5), 488–501.
- Francis, B. B., Hasan, I., John, K., & Song, L. (2011). Corporate governance and dividend payout policy: A test using antitakeover legislation. *Financial Management*, 40(1), 83–112.
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 329–360.
- Freire, H. V. de L., & Lima, I. S. (2005). O comportamento dos dividendos versus lucros anormais. *Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração. Anais... Brasília*, 27.
- Gelbcke, E. R., Santos, A. dos, Iudícibus, S. de, & Martins, E. (2018). *Manual de contabilidade societária: Aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC (3<sup>o</sup> Edição)*. Atlas.
- Gitman, L. J. (2010). *Princípios de administração financeira*. (12<sup>a</sup> Edição). Pearson Prentice Hall.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of finance*, 18(2), 264–272.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity? *The journal of Business*, 75(3), 387–424.
- Gup, B. E., & Agrawal, P. (1996). The product life cycle: A paradigm for understanding financial management. *Financial Practice and Education, fall/winter*, 41–48.
- Holder, M. E., Langrehr, F. W., & Hexter, J. L. (1998). Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of. *Financial management*, 27(3), 73–82.
- Iquiapaza, R., Lamounier, W., & Amaral, H. (2006). *Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa*. 1(1), 1–15.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305–360.
- Kasanen, E., Kinnunen, J., & Niskanen, J. (1996). Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1–3), 283–312.
- Kuronuma, A. M., Lucchesi, E. P., & Famá, R. (2004). Retornos anormais acumulados das ações no período pós-pagamento de dividendos: Um estudo empírico no mercado brasileiro. *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, 4.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97–113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The review of Economics and Statistics*, 44(3), 243–269.
- Lopes, A. B., & Carvalho, L. N. G. de. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: O modelo de Ohlson aplicado a Bovespa*. Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2003). Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade & Finanças*, 14(SPE), 39–53.

- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: Estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. [PhD Thesis]. Universidade de São Paulo.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American economic review*, 53(3), 433–443.
- Mota, D. C. (2007). *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: Um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil* [Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas]. Fundação Getúlio Vargas - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.
- Mueller, D. C. (1972). A life cycle theory of the firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20(3), 199–219.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187–221.
- Nagem, L. M., & Amaral, H. F. (2013). Retornos anormais das ações pós-pagamento de dividendos: Um estudo empírico no mercado brasileiro a partir de 2009. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 5(2).
- Novis Neto, J. A., & Saito, R. (2003). Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: Evidência do mercado brasileiro. *São Paulo*, 9.
- Procianoy, J. L. (1994). *Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo: Evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989* [Tese de Doutorado em Ciências Contábeis]. Universidade de São Paulo.
- Ross, S. A., Westerfield, R. J., & Jaffe, J. (2002). *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2 ed.
- Santos, J. L. dos, & Schmidt, P. (2002). *Contabilidade societária: Atualizado pela Lei n. 10.303-01*. Atlas.
- Sarlo Neto, A. (2004). A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: Evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro. 2004. 243f. FUCAPE-Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças.
- Sarlo Neto, A. (2009). *Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro* [Tese de Doutorado em Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo], São Paulo.
- Senado Federal. (2019). *Projeto de Lei nº 1952, de 2019—Senado Federal—Senador Eduardo Braga*.
- Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of corporate Finance*, 8(2), 105–122.
- Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 39(4), 348–361.
- Silva, S. F. da. (2015). *A influência da composição da remuneração aos acionistas sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis nas ações listadas na BM&Fbovespa*. [Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis]. Universidade Federal do Espírito Santo.
- Silveira, A. D. M. da. (2010). *Governança corporativa no Brasil e no mundo: Teoria e prática*. Elsevier Brasil.
- Viana Junior, D. B. c., Marques, D. B., Domingos, S. R. M., & Ponte, V. M. R. (2017). A influencia da politica de dividendos sobre o valor de mercado: Evidências em empresas Brasileiras. 20, 175–194.
- Vogt, S. C. (1994). The cash flow/investment relationship: Evidence from US manufacturing firms. *Financial management*, 23(2), 3–20.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting review*, 112–134.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten year perspective. *Accounting review*, 65(1), 131–156.