

FINANÇAS



JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO COMO FORMA DE REMUNERAÇÃO DE ACIONISTAS: UM ESTUDO SOBRE O CONFLITO DE AGÊNCIA E AS PRÁTICAS DE PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO

INTEREST PAID ON SHAREHOLDERS' EQUITY AS A MEANS TO PROVIDE RETURN TO THE SHAREHOLDERS: A STUDY ABOUT THE AGENCY CONFLICT AND TAX PLANNING PRACTICES

José Antônio de Sousa Neto
Fundação Pedro Leopoldo

Roberto Patente Marquezine
Fundação Pedro Leopoldo

Ricardo Vinícius Dias Jordão
Fundação Pedro Leopoldo

Juliano Lima Pinheiro
Fundação Pedro Leopoldo

Data de submissão: 27 abr. 2014. **Data de aprovação:** 30 out. 2014. **Sistema de avaliação:** Double blind review. Universidade FUMEC / FACE. Prof. Dr. Henrique Cordeiro Martins. Prof. Dr. Cid Gonçalves Filho. Prof. Dr. Luiz Claudio Vieira de Oliveira

RESUMO

A pesquisa descrita neste artigo teve como principal objetivo analisar e descrever como as maiores empresas de capital aberto do mercado brasileiro distribuíram seus resultados no exercício de 2013. Na análise, foram comparados os critérios adotados e a política de distribuição de lucros, tanto na modalidade de dividendos quanto na forma de juros sobre capital próprio (JSCP), por tipo de acionistas, quer sejam pessoas físicas ou jurídicas. Os dados foram obtidos no site da BMF&Bovespa e extraídos dos balanços publicados em 2013 relativos ao exercício de 2012. O estudo de natureza interdisciplinar teve como base as teorias da estrutura de capital, política de dividendos, governança corporativa e técnicas de planejamento tributário. Os resultados observados expandem o conhecimento sobre o tema, ajudando a identificar uma tendência em se remunerar os acionistas pela modalidade de dividendos ou invés de JSCP em razão da existência de conflitos de agência e também em relação aos efeitos tributários relacionados a cada tipo de acionistas.

PALAVRAS-CHAVE:

Planejamento tributário. Governança Corporativa. Política de dividendos. Teoria de Finanças. Remuneração de acionistas.

ABSTRACT

The research described in this article aimed to analyze and describe how the largest public companies in the Brazilian market distributed their results in the 2013 financial year. In the analysis, the adopted criteria and the policy of profit distribution were compared, in the form of dividend payments as well as in the form of Interest Paid on Shareholder's Equity (IOSE) and also by type of shareholders, whether individuals or corporations. Data were obtained from the BMF & Bovespa website and extracted from balance sheets published in 2013 for the year 2012. The interdisciplinary nature of the study was based on the theories of capital structure, dividend policy, corporate governance and tax planning techniques. Our findings expand the knowledge on the subject helping to identify a tendency to remunerate shareholders through dividends and not through IOSE due to the existence of agency conflicts and also due to the tax effects related to each type of shareholder.

KEYWORDS:

Tax Planning. Corporate Governance. Dividend policy. Finance Theory. Remuneration of shareholders.

INTRODUÇÃO

A governança corporativa (GC) é um tema que tem recebido notável destaque tanto no meio acadêmico quanto no meio empresarial (AMARAL *et al.*, 2008) por cuidarem de aperfeiçoar o desempenho de uma empresa ao proteger as partes interessadas e facilitar o acesso às fontes de capital (CVM, 2002). Seu surgimento ocorreu para reduzir ao máximo o conflito de agência entre os proprietários e gerentes, decorrente da separação da propriedade da gestão (MARTINS; SILVA; NARDI, 2006).

A escolha da forma de remuneração dos acionistas pode gerar conflitos de interesses, conhecidos no meio empresarial como conflitos de agência, os quais, segundo Jensen e Meckling (1976), descrevem que cada parte interessada tende a agir individualmente com base em questões pessoais, principalmente quando as deci-

sões esbarram em interesses contrários. Tais decisões, muitas vezes, se referem à política de distribuição de dividendos ou pagamento de juros sobre capital próprio (JSCP), envolvendo interesses dos acionistas minoritários *versus* controladores, sejam pessoas físicas ou jurídicas – o que produz efeitos tributários paradoxais, pois esses interesses podem ser antagônicos, em virtude do tratamento tributário distinto dado as duas formas de remuneração supracitadas.

Nesse sentido, este estudo teve por objetivo analisar e descrever como as maiores empresas de capital aberto do mercado brasileiro distribuíram seus resultados no exercício de 2013. Na análise, foram comparados os critérios adotados e a política de distribuição de lucros, tanto na modalidade de dividendos quanto na forma JSCP, avaliando a remuneração obtida pelos diferentes

tipos de acionistas e os impactos tributários e financeiros nas respectivas fontes pagadoras e receptoras de tais recursos.

A despeito do fato de estrutura de capital e os dividendos serem dois dos temas mais estudados em finanças corporativas, ressaltando a importância dos mesmos (FUTEMA *et al.*, 2009), os testes empíricos das três principais teorias sobre política de dividendos têm sido inconclusivos (WESTON; BRIGHAM, 2000; FAMA; FRENCH, 2002), revelando a necessidade de mais estudos, especialmente na realidade brasileira, cujas características sugerem não se tratar de um mercado perfeito (LOSS; SARLO NETO, 2006). Desde as paradigmáticas proposições de Modigliani e Miller (1958, 1963), muitas correntes ajudaram a construir um sólido arcabouço teórico sobre estrutura de capital, acentuando que a estrutura de capital seria irrelevante para explicar o valor das empresas. Por outro lado, diversas teorias, como *tradeoffs*, agência, *pecking order*, dentre outras, sugerem que a forma como as empresas se financiam é, de fato, relevante.

De forma similar, na discussão sobre estrutura de capitais, Miller e Modigliani (1961) defendem que a política de dividendos, igualmente, seria irrelevante sobre o prisma da geração de valor. Futema *et al.* (2009) explicam esse ponto, tomando como base o fato de que essas teorias foram construídas sob a premissa de um mercado perfeito, no qual, entre outros fatores, não haveria tributação sobre os dividendos. No Brasil, no entanto, como bem elucidam esses autores, a questão dos efeitos tributários na distribuição de dividendos é tema de grande relevância para a academia e a sociedade, justificando a pesquisa e acentuando a contribuição da mesma.

ESTRUTURA DE CAPITAL E POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Segundo Leites e Zani (2008), a partir da mudança no ordenamento jurídico brasileiro, decorrente da Lei 9.249/95, que legislou sobre a extinção da correção monetária de balanços e regulamentou para que as empresas remunerassem seus proprietários, com base nos JSCP, criou-se um cenário inédito para a estrutura de capital nas empresas brasileiras. Essa estrutura, bastante estudada na academia e nas empresas, carrega, em sua essência, a tentativa de explicar como as origens de recursos financiadores de investimentos estão distribuídos no balanço. Para os autores, a estrutura de capital ganhou importância, pela necessidade de se entender como as empresas compõem o lado direito do seu balanço, ressaltando como estão divididos os valores em termos de capital próprio e capital de terceiros.

Sobre a estrutura ideal de capital, Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) sustentam que tal questão é uma das mais duvidosas que os administradores enfrentam, pois tal estrutura envolve um mix de financiamento com dívida e capital próprio, sem deixar de lado os respectivos preços das ações. Para Weston e Brigham (2000), as empresas analisam uma série de fatores antes de estabelecer a estrutura-alvo de capital que desejam atingir, mas ressaltam que essa meta sofre mudanças com o passar do tempo. Segundo esses autores, a estrutura-alvo de capital pode ser definida como uma mistura de endividamento, ações preferenciais e ações ordinárias, com a qual as empresas planejam financiar seus investimentos.

Contrariando a teoria tradicional da estrutura ideal de capital, o estudo seminal

de Modigliani e Miller (1958) continha duas proposições que ficaram amplamente difundidas em finanças. A primeira encontra-se pautada na explicação de que o valor da empresa, com ou sem capital de terceiros, é o mesmo, sendo que nenhuma estrutura de capital é melhor ou pior que a outra. Ou seja, o valor da empresa independe de sua estrutura de capital. A segunda está baseada no retorno esperado do capital próprio, uma vez que este está diretamente associado ao endividamento. Nesses termos, o risco do capital próprio aumentava com o endividamento, independente das ações que os administradores adotavam para reorganizar a composição de financiamento de determinada empresa.

Em 1963, eles consideraram os impostos na composição da estrutura de capital das empresas. Nessa análise secundária, apontaram que o pagamento dos juros deveria ser considerado como despesa dedutível (MODIGLIANI; MILLER, 1963). Logo, diminuía a base de cálculo dos tributos e, conseqüentemente, o valor dos impostos a pagar, aumentando, assim, o fluxo de caixa livre das empresas. Assim, comprovou-se que a alavancagem financeira aumentaria o valor da empresa e estabeleceram-se duas novas proposições, incluindo os impostos. A primeira apontava que a dívida e o pagamento de juros interferem na estrutura de capital da empresa. O valor da empresa seria definido pelo valor total do capital próprio mais o valor do benefício fiscal. Na segunda proposição, referidos autores afirmaram que o custo do capital próprio cresce com o endividamento da empresa, já que o risco aumenta com a alavancagem financeira. Outra questão trazida neste estudo foi que a taxa de retorno do capital próprio poderia variar de acordo com o nível de endividamento da

empresa, mas sem deixar de considerar o fator de redução.

POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Quando se fala em política de dividendos, notadamente, considera-se a decisão sobre quanto deverá ser distribuído ao acionista e, conseqüentemente, quanto do lucro ficará retido. Para Brigham e Houston (1999), dependendo da política de dividendos que uma empresa adote, esta poderá atrair um tipo de investidor em vez de outro. Esse aspecto ficou conhecido no campo da Administração como efeito clientela. Todavia, mesmo que a maioria das empresas estabeleça uma política de dividendos periódicos, esta poderá ser alterada em função de aumentos ou de diminuições de lucros.

Pela ótica das finanças corporativas, uma política de distribuição de lucros deve ter como objetivo a maximização do valor da empresa para o acionista (CIOFFI; FAMA, 2010). Nessa linha, destaca esta pesquisa a remuneração de acionistas no mercado interno brasileiro, em que o pagamento na forma de JSCP tem tratamento peculiar. Porém, quando se fala em situação peculiar, entende-se algo ainda não encontrado, na literatura pesquisada, sobre a utilização desse método em qualquer outro país, como é o caso do JSCP.

GOVERNANÇA CORPORATIVA E CONFLITO DE AGÊNCIA

Segundo Padoveze (2009, p. 92), a governança corporativa representa a participação ativa dos investidores institucionais na administração e nos negócios de uma organização. Para o autor, a adoção de tal prática faz com que os acionistas minoritários não sejam tratados como residuais, passando a exercer sua opinião, inclusive,

sobre a política de remuneração, seja ela por meio de dividendos, JSCP ou de ambas.

O marco da governança corporativa foi desenvolvido por Berle e Means (1932), em que os autores observaram que a pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos administradores e aumentaria as chances de agirem em seu próprio interesse em detrimento do interesse dos acionistas.

A governança corporativa atua, também, no sentido de reduzir o conflito de agência, em que tal mecanismo, segundo Silva, Souza e Leite (2011), visa a aumentar a confiabilidade das relações entre as empresas e seus acionistas. Essa redução de conflitos, conforme Damodaran (2004), ocorre em face de interesse distintos entre os acionistas, administradores e credores também por suas motivações e incentivos distintos. Mas o que vem a ser o conflito de agência? Segundo Jensen e Meckling (1976), o conflito de agência surge no momento em que ocorre a separação entre a propriedade (principal) de uma entidade e sua gestão empresarial (agente). Para melhor entendimento, basta imaginar o principal delegando o poder decisório ao agente sobre todos os assuntos que envolvam a tomada de decisões da empresa. Tal prática incita um conflito de interesses entre os proprietários e os controladores, fazendo com que este agente busque, em primeiro plano, seus próprios interesses, deixando, assim, de atuar em prol dos demais.

Andrade e Rosseti (2006) relataram que as empresas brasileiras de capital aberto têm composição acionária concentrada, o que, por sua vez, favorece os interesses dos acionistas majoritários, gerando conflitos de agência. Jensen e Meckling (1976) descrevem que promover a maximização e a utilidade de uma empresa é o obje-

tivo do administrador proprietário. Eles mencionam, ainda, que se uma empresa possui apenas um único proprietário (ele mesmo) estará maximizando a riqueza de si próprio.

No tocante ao conflito de agência versus a remuneração de acionistas, percebe-se que esta, segundo Ludícibus et al. (2010), deverá ocorrer por JSCP ou de dividendos. Quando utilizada de modo apropriado e na medida certa, carrega em seu bojo benefícios mútuos tanto na esfera tributária quanto na societária. Dessa forma, o conflito de agência também pode ser explicado quando a vantagem fiscal do pagamento de JSCP desaparece se a beneficiária de tais recursos for pessoal jurídica. Higuchi, Higuchi e Higuchi (2010) destacam que tais empresas receptoras pagariam PIS e COFINS sob a ordem de 9,25% sobre o valor recebido.

É nesse sentido que se torna oportuno trazer o instituto do JSCP com um viés tributário. Em sua essência, pode-se perceber que os conflitos de agência incorrem em razão de interesses distintos de acionistas. Tais interesses, inegavelmente, envolvem importantes técnicas de planejamento tributário, conforme será tratado adiante.

REMUNERAÇÃO DE ACIONISTAS E PLANEJAMENTO TRIBUTÁRIO

Após o *boom* de aberturas de capital em 2007, a forma como as empresas distribuem resultados e remuneram seus acionistas na modalidade de dividendos e JSCP ganhou destaque na gestão de empresas abertas. Trata-se de assunto relevante nos meios empresarial e tributário e de constante aplicação no plano prático, mas que chama atenção por suas peculiaridades, quais sejam: o benefício fiscal gerado para a

fonte pagadora e a obrigação tributária sobre o valor recebido pelos acionistas, quando a remuneração auferida se apresenta na forma de JSCP (MALAQUIAS *et al.*, 2007).

Petri *et al.* (2013) e Ozair Santos, Petri e Felipe Ferreira (2014) também tratam o JSCP como uma ferramenta de gestão de relevante contribuição quanto ao aspecto fiscal e tributário no âmbito empresarial. Nesse sentido, os JSCP podem ser percebidos como uma prática remuneração de acionistas que reflete na forma de recolhimento de tributos.

Yano e Alencar (2010) descreveram que a utilização de tal dispositivo legal foi e continua sendo ligada à economia tributária. Nessa linha, Lagioia, Libonati e Maciel (2008) mencionam que a adoção de pagamento aos acionistas por meio de JSCP torna-se mais adequado para reduzir a carga tributária, aproveitando-se a empresa do benefício fiscal que a legislação vigente oferece e fazendo com que o gestor tributário cumpra seu dever de diligência, conforme disciplina o artigo 153, da Lei 6.404/76. Tal dispositivo disciplina que, antes de ser uma faculdade, o planejamento fiscal é uma obrigação do administrador. Além do mais, a conduta eficaz desses gestores influencia a continuidade empresarial em busca da perpetuidade negocial, funcional e lucrativa da entidade.

Outro fator que deve ser observado é quanto aos limites legais impostos para

a economia de tributos, ou seja, saber de fato qual a distinção entre a elisão e a evasão fiscal. Segundo Amaral (2007a), a elisão fiscal engloba procedimentos previstos no ordenamento jurídico ou que não estejam vedados por ele. No Quadro I, foram apontadas as principais diferenças entre elisão e evasão fiscal.

Nota-se, conforme Quadro I, que a linha que separa elisão de evasão fiscal é muito tênue. Ainda segundo Amaral (2007b), a elisão fiscal é extremamente complexa, pois deve-se investigar se o ato praticado ou a conduta adotada pelo contribuinte não se encontram contrários ao direito. Para tornar a questão ainda mais difícil, o Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF) desqualifica as ações de redução tributária caso escapar do tributo seja a única e exclusiva intenção do contribuinte. O referido conselho passou a exigir uma espécie de propósito negocial e, ou, motivação econômica para aprovar as práticas de planejamento tributário no âmbito do território nacional. No caso do JSCP, desde que respeitadas a legislação vigente e suas regras de pagamento, não há que se falar em falta de propósito negocial e, ou, motivação econômica.

Para o cálculo do JSCP, a legislação brasileira faz uma distinção entre os regimes tributários existentes no país, não devendo o gestor tributário se preocupar apenas com o fato gerador do tributo e

QUADRO 1 – Elisão fiscal e evasão fiscal

Evasão Fiscal (Sonegação Fiscal)	Elisão Fiscal (Planejamento Tributário)
* Ilegal (contrário às leis)	* Legal
* Passível de sanção penal (crime de sonegação fiscal)	* Não é passível de sanção
* Medida adotada após a ocorrência do fato gerador.	* Medida adotada antes da ocorrência do fato gerador.
* Deve ser combatida	* Deve ser estimulada

Fonte: Adaptado de Amaral (2007b, p. 7).

sua alíquota correspondente. Ou seja, a análise deve ir além deste quesito quando o assunto se trata de dedutibilidade fiscal. Segundo Higuchi, Higuchi e Higuchi (2010), atualmente, há no Brasil quatro tipos de regimes de tributação: lucro real (trimestral ou anual), lucro presumido, lucro arbitrado e o Simples Nacional. Todavia, deve-se entender que tais vantagens de remuneração por meio de JSCP abarcam somente empresas (fontes pagadoras) que adotem o regime de tributação com base no lucro real. Isso ocorre porque os valores pagos aos acionistas, pela modalidade de juros, são reconhecidos como despesas financeiras (despesas dedutíveis), diminuindo, então, a base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social da fonte pagadora.

Desse modo, o gestor financeiro, antes de efetuar o pagamento do JSCP, deverá se

ater à existência de duas regras cogentes, conforme IN 93/97, sendo que a segunda se subdivide em outras duas não menos importantes, conforme descrito no Quadro 2:

Ressalva-se que as limitações impostas às empresas, de poder contabilizar um montante maior que os limites legais, vinculam-se à produção ou não de efeitos quanto à dedução na base de cálculo do IR e da CSLL, observando sempre o ordenamento jurídico vigente, conforme regras 1 e 2, descritas no Quadro 2.

JSCP Sob a Ótica da Fonte Pagadora

Tratando-se apenas de imposto de renda e de contribuição social, o impacto tributário desses tributos, para as empresas que efetuam pagamento de JSCP, de modo geral, quando estas são tributadas pelo lucro real, atinge o patamar de 34% conforme demonstrado na Tabela 1:

QUADRO 2 – Demonstrativo dos limites para pagamento do JSCP

Regra 1 - Limite principal		Regra 2 (o maior dos dois Limites)	
TJLP	Calculados sobre as contas do patrimônio líquido x Variação <i>pro rata die</i> da TJLP	50%	Cinquenta por cento do lucro líquido do exercício antes da dedução do JSCP; ou
		50%	Cinquenta por cento do somatório dos lucros acumulados e reserva de lucros.

Fonte: Elaborado pelos autores.

TABELA 1 – Dedutibilidade para o IR e CSSL versus Retenção na Fonte de 15% a título de JSCP

	P.J Fonte pagadora (Vantagem Tributária)	Retenção IR (Obrigação Tributária)	≠ Positiva (Vantagem)
	Alíquotas (A)	Alíquota (B)	%
Imposto de Renda	15%	0%	% 10
Adicional de Imposto de Renda	10%	0%	% 10
Contribuição Social	9%	0%	% 9
JSCP - Incidência na fonte (IRRF)		15%	-15%
Total	34%	15%	19%

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela I evidencia que o grau de dedutibilidade versus retenção varia de acordo com as características conjuntas das fontes pagadora e recebedora.

Mesmo considerando a retenção na fonte, no importe de 15% sobre a remuneração recebida pela técnica de JSCP, tem-se uma diferença final tributária positiva de 19%, quando se trata de pagamento realizado às pessoas físicas e às pessoas jurídicas isentas.

JSCP SOB A ÓTICA DO RECEBEDOR DO RECURSO

Analisando a remuneração de JSCP sob a ótica do recebedor do recurso, Malaquias *et al.* (2007) destacam que nem sempre a contabilização de remuneração dessa modalidade será sinônimo de economia tributária. Para os autores, em alguns casos, o efeito do planejamento tributário pode ser anulado ou se transformar em maior pagamento de impostos. Isso ocorre dependendo do tipo de acionista que irá receber tais recursos - ou seja, se forem pessoas físicas ou jurídicas. Nesse sentido, será descrito, a seguir, o impacto tributário sobre cada tipo de acionista recebedor de tais recursos, começando pelas pessoas físicas.

RECEBEDOR DO JSCP. PESSOA FÍSICA

Santos (2007) ensina que, para as pessoas físicas, o valor do tributo retido na fonte deve ser considerado como rendimento sujeito a tributação exclusiva definitiva. Isso significa que não há, em hipótese alguma, condições de compensação ou possibilidade de restituição dele. Tal preceito encontra-se em consonância com o que disciplina nosso ordenamento jurídico tributário vigente, em específico ao disposto na lei 9.249/95 em seu artigo 9º, § 3º, II.

RECEBEDOR DO JSCP. PESSOA JURÍDICA

Para Malaquias *et al.* (2007, p. 43), tratando-se de acionista recebedor do recurso pessoa jurídica, “a contabilização de JSCP pela empresa de que são sócios não é tributariamente interessante; em oposto, para acionistas pessoas físicas, tal situação já se mostra vantajosa”, conforme descrito anteriormente. Neves e Vicenconti (2009) ensinam que os valores auferidos por pessoas jurídicas devem ser considerados como receitas financeiras e que também estão sujeitos à incidência das contribuições de PIS e da COFINS. Tais contribuições possuem alíquotas de 0,65% e 3% para as pessoas jurídicas tributadas pelo lucro presumido (regime cumulativo) e de 1,65% e 7,6%, respectivamente, para as empresas enquadradas na sistemática de apuração do lucro real (regime não cumulativo). Andrade Filho (2008) também ensina que a vantagem fiscal desaparece quando o beneficiário se apresenta como pessoa jurídica pelos seguintes motivos: as empresas recebedoras de recursos, quando tributadas pelo lucro real, pagam PIS e COFINS de 9,25% sobre a receita recebida e os juros devem compor a base de cálculo do Imposto de Renda e da CSLL pelas alíquotas de 15% e de 9%, respectivamente. Nota-se que ainda não foi considerado o adicional do imposto de renda, pela alíquota de 10%, para empresas que possuem base de cálculo superior a R\$20.000,00. O adicional nada mais é do que um acréscimo ou majoração da alíquota do IR, conforme disciplina o decreto 3.000, em seu artigo 542.

De forma resumida, pode-se observar, na Tabela 2, os benefícios tributários e fiscais da fonte pagadora, de um lado, e, de outro, o impacto tributário correspondente na fonte recebedora do recurso.

TABELA 2 – Dedutibilidade fiscal versus obrigações tributárias (pessoas físicas e jurídicas)

Tributos	Fonte Pagadora* Sem adicional de IR	Fonte Pagadora* Com adicional de IR	Fonte Receptora Pessoa Física e Jur. Isenta	Fonte Receptora *(Sem adicional de IR)	Fonte Receptora *(Com adicional de IR)
	Benefício Fiscal (Dedução)		Fato Gerador do Tributo (Obrigação de Pagamento)		
	Pessoa Jurídica (A)	Pessoa Jurídica (B)	Pessoa Física e Jur. Isenta (C)	Pessoa Jurídica (D)	Pessoa Jurídica (E)
Imposto de Renda	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Adicional de Imposto de Renda		10,00%	0,00%		10,00%
Contribuição Social	9,00%	9,00%	0,00%	9,00%	9,00%
PIS	0,00%	0,00%		1,65%	1,65%
Cofins	0,00%	0,00%		7,60%	7,60%
Total	24,00%	34,00%	15,00%	33,25%	L43,25%

Fonte: Elaborado pelos autores.

Nesse sentido, observando-se a Tabela 2, pode-se entender que existe, sim, benefício fiscal para a fonte pagadora (optante pelo lucro real) em se remunerar o acionista por meio de JSCP, haja vista que tais valores serão dedutíveis para efeito de cálculo do imposto de renda e da contribuição social, conforme demonstrados nas colunas A e B, de 24% e 34%, respectivamente. Entretanto, sob a ótica dos recebedores de tais recursos, pode-se perceber que, para as pessoas físicas e jurídicas imunes ou isentas, demonstradas na coluna C, existe uma obrigação tributária de 15% a título de IR. Por fim, para as pessoas jurídicas em geral (optante pelo lucro real), o recebimento do JSCP acarreta na obrigação tributária que pode alcançar elevados patamares de 33,25%, conforme coluna D (sem adicional de IR), ou 43,25%, conforme demonstrado na coluna E (com adicional de IR) para as empresas tributadas pelo lucro real. Nesses casos, as diferentes situações aqui descritas devem ser analisadas caso a caso, uma vez que, para se obter um planejamento tributário adequado, deve-se considerar os interesses não apenas da empresa fonte

pagadora, mas também de seus detentores de capital (fontes receptoras).

METODOLOGIA

A pesquisa descrita neste artigo consiste em um estudo descritivo de abordagem qualitativa e quantitativa (COOPER; SCHINDLER, 2006), objetivando obter informações ligadas à remuneração de acionistas, para analisar os impactos tributários da forma de remuneração de acionistas adotada pelas cem maiores companhias de capital aberto do Brasil, em valores de mercado, sob a ótica tanto da fonte pagadora quanto do recebedor de tais recursos financeiros. As informações foram extraídas de demonstrações contábeis (DC) publicadas no ano de 2013, relativas ao exercício de 2012, adotando-se uma pesquisa bibliográfica e documental do tipo *ex post facto*, cujos dados foram tratados por análise de conteúdo.

O estudo proposto extraiu das DC os valores pagos aos acionistas a título tanto de JSCP quanto de dividendos. Foi verificado, também, o tipo de controle exercido nas organizações no momento da coleta de

dados; ou seja, se a entidade era controlada por pessoa(s) física(s) ou por pessoa(s) jurídica(s). Nesse sentido, após trabalhar os dados, avaliaram-se as vantagens e, ou, desvantagens tributárias, quando se adotou uma forma de remuneração (JSCP) em vez de outra (dividendos). Verificou-se, também, a possível existência de conflitos de agência entre acionistas, relacionando tais fatos às particularidades tributárias no âmbito do mercado interno brasileiro. Nesses termos, toda a análise dos dados foi direcionada a uma melhor compreensão dos aspectos que afetam as decisões dos acionistas das empresas, em razão da posição em que se encontravam, dos reflexos tributários e do impacto financeiro existentes e em função da decisão de remuneração do quadro societário das empresas.

A amostra, segundo Santos (2007, p. 37), é definida por “uma parcela de determinado grupo, enquanto a população é um grupo definido, de onde se extrai a amostra”. Collis e Hussey (2005, p. 61) também definem a amostra como “um subgrupo de uma população, que deve representar o foco de estudo”. Já uma população é qualquer grupo bem definido de pessoas ou de itens que estará sob uma consideração qualquer.

A população desta pesquisa foi extraída da edição especial da revista *Exame*, de 2012, denominada “Melhores & Maiores”, na qual se encontram as 1.000 maiores empresas do Brasil. Já o quesito amostra foi delimitado, como já dito, pelo grupo das 100 maiores empresas em capital aberto por valor de mercado, também publicado nesta mesma edição especial, haja vista que o maior volume financeiro de ações negociadas na Bolsa de Valores tem essas empresas como protagonistas.

Para coletar os dados essenciais desta

pesquisa, estabeleceram-se alguns critérios e pressupostos como forma de alcançar os objetivos deste estudo, com base em toda a teoria já vista: a) foram utilizadas as demonstrações financeiras individuais e padronizadas referentes ao ano de 2012, publicadas no site da BM&FBovespa (empresas listadas), no período compreendido entre março e maio de 2013, por se tratar do período em que as empresas publicam seus balanços e relatórios anuais relativos ao exercício anterior (2012); b) os dividendos e os JSCP tiveram seus valores extraídos das demonstrações das mutações do patrimônio líquido publicadas no mesmo site. De forma subsidiária, foram utilizadas as notas explicativas para melhor compreensão sobre eles; c) as empresas que tiveram seu capital fechado no ano de 2012, e que não publicaram suas demonstrações financeiras na BM&FBovespa, não foram objeto de análise, como foi o caso da Redcard e da Tele Norte Celular; e d) a base de dados da BM&FBovespa apresentou todas as informações coletadas das empresas definidas na amostra.

Após o levantamento dos dados e a análise da forma de remuneração adotada pelas empresas, o trabalho procurou estabelecer uma relação entre a remuneração de acionistas por meio de dividendos ou JSCP, comparando esta prática com o tipo de controle acionário existente em sua administração. Tal medida se deu na tentativa de compreender a decisão de remuneração da empresa e se esta, de fato, fez uso do benefício fiscal do pagamento aos acionistas na modalidade de JSCP.

Outro ponto importante na análise dos dados foi a realização do comparativo entre o tipo de controle acionário exercido na empresa - ou seja, se o acionista con-

trolador é pessoa jurídica ou pessoa física. Este ponto ajudou a compreender possíveis conflitos de agência, haja vista que a tributação do acionista recebedor de JSCP, quando se trata de pessoa física, se limita a 15% (IR); se for pessoa jurídica, o total dos tributos, dependendo do caso, pode ultrapassar o percentual de 40% (IR, CSLL, PIS e Cofins), conforme já demonstrado anteriormente na Tabela 2, referente à dedutibilidade fiscal *versus* obrigações tributárias.

Os resultados da pesquisa aqui demonstrados foram obtidos mediante a utilização de métodos descritos anteriormente. Os dados coletados tiveram esteio nas demonstrações financeiras publicadas pelas sociedades anônimas em estudo. Depois de trabalhados, foram direcionados a responder a pergunta orientadora desta pesquisa, com base na amostra estudada. Preliminarmente, desta amostra, procurou-se extrair e descrever: **a)** As 100 maiores empresas de capital aberto do Brasil; **b)** O setor da economia em que cada empresa se encontra inserida; **c)** A quantidade de pessoas físicas, jurídicas e de investidores institucionais, de cada empresa, que figuravam no quadro societário da empresa; **d)** Quem exercia, ao tempo da coleta de informações, o controle acionário da em-

presa, ou seja, se pessoa(s) física(s) ou jurídica(s); **e)** Se, de fato, foram explorados os limites de pagamento de JSCP conforme permite a legislação tributária vigente, avaliando as contas patrimoniais necessárias para esse cálculo; **f)** O impacto tributário decorrente da adoção da remuneração de acionistas por meio de JSCP com base nas alíquotas vigentes de imposto de renda e de contribuição social e qual é o reflexo da não adoção desse tipo de técnica ou adoção parcial pela fonte pagadora.

Ressalta-se que todas as informações extraídas dessa base de dados, cada uma em sua devida medida, contribuíram para a obtenção de maiores informações e de inúmeros aspectos que serão tratados adiante.

APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A apresentação da amostra encontra-se relacionada às empresas delineadas na unidade de análise e observação. Esta, por sua vez, encontra-se representada por diversas companhias que estão inseridas em vários setores da economia, conforme representado na Tabela 3:

Da amostra inicial delineada de 100 empresas, que compõe a Tabela 3, acima, duas tiveram seu capital fechado antes do pe-

TABELA 3 – Empresas por Setor da Economia

Setor da Economia	Qtde	Setor da Economia	Qtde	Setor da Economia	Qtde
Energia	24	Siderurgia e Metalurgia	3	Seguros	2
Serviços	19	Têxtil	3	Bens de Capital	1
Bens de Consumo	8	Transporte	3	Eletroeletrônico	1
Finanças	7	Diversos	3	Indústria Digital	1
Telecomunicações	6	Autoindústria	2	Química e Petroquímica	1
Varejo	6	Mineração	2	Fecharam o capital	2
Indústria Construção	4	Papel e Celulose	2		
Total	100				

Fonte: Elaborado pelos autores.

riodo de levantamento dos dados, o que impossibilitou sua inserção na amostra. Por esse motivo, as próximas análises contêm apenas 98 empresas. As empresas que fecharam o capital foram: a Redecard e Tele Norte Celular.

Da amostra estudada, pode-se perceber que o controle acionário predominante era de pessoas jurídicas, sendo que das 98 empresas em estudo, 89 eram controladas por outras pessoas jurídicas e apenas 9 por pessoas físicas. Nesse diapasão, nota-se que a importância de se conhecer o exercício do controle acionário das empresas alinha-se com a necessidade de se conhecer melhor a política de distribuição de lucros que cada controlador adota. Isso significa que o objetivo a ser atingido neste estudo é apresentar um melhor entendimento sobre a decisão de remuneração de acionistas e, quando de sua ocorrência, se tal fato ocorreu por meio de JSCP ou por meio de dividendos. Dessa forma, na Tabela 4, encontra-se representado o total de remuneração realizado por estas empresas nas duas modalidades, demonstrando também o valor da economia tributária para as fon-

tes pagadoras quando esta remuneração se deu por meio de JSCP.

A Tabela 4, acima, mostra que a remuneração por dividendos é quase o dobro da remuneração por JSCP. Mesmo com a possibilidade de se auferir uma economia tributária pela dedução fiscal do JSCP, a maioria das empresas (fontes pagadoras) remuneraram seus acionistas por meio de dividendos, que, por sua vez, não oferece nenhum tipo de incentivo fiscal ou dedução da base de cálculo do IR e da Contribuição Social. Tal fato pode ser melhor compreendido quando se tem a confirmação de que o controle acionário exercido sobre as empresas é predominantemente de outras pessoas jurídicas.

Percebe-se também, conforme a Tabela 5, que no quadro societário das empresas, 84% são de pessoas físicas e apenas 15% de pessoas jurídicas, restando apenas 1% para investidores institucionais. Os números são os seguintes:

É notória, conforme a Tabela 5, a existência de quantidade de acionistas pessoas físicas muito superior, mas, diante de um controle empresarial muito superior exercido por outras pessoas jurídicas, e pelos

TABELA 4 – Comparativo Remuneração de acionistas (reais mil)

Tipo de Remuneração	Valor remunerado (Reais Mil)	Distribuição	Economia Tributária
Remuneração total - JSCP	27.962.513	37%	10.255.249
Remuneração total - Dividendos	47.857.242	63%	-
Totais	75.819.755	100%	10.255.249

Fonte: Elaborado pelos autores.

TABELA 5 – Tipo de Investidor e Número de acionistas

Tipo de Investidor	Quantidade de Acionistas	%
Pessoas Físicas	8.940.260	84%
Pessoas Jurídicas	1.601.778	15%
Investidores Institucionais	72.424	1%
	10.614.462	100%

Fonte: Elaborado pelos autores.

interesses tributários distintos, pode-se entender o porquê da remuneração de dividendos ser superior à de JSCP em 71%, uma vez que a primeira correspondeu à soma geral de 47.857.242 (mil) e, a segunda, de 27.962.513 (mil).

Nesse sentido, mesmo que a remuneração de acionistas por meio de JSCP não seja interessante, quando o controlador se apresenta como uma pessoa jurídica, deve-se lembrar que inúmeras outras pessoas físicas, sócias dessas mesmas empresas, deixam de auferir indiretamente do benefício fiscal permitido pelo ordenamento jurídi-

co. A explicação para isso é a existência de conflitos de agência entre controladores e minoritários e, também, em decorrência de interesses distintos sobre tal prática.

Em outra análise, observa-se também, na Tabela 6, a existência de um total de 10.614.478 de acionistas, entre os quais pessoas físicas e jurídicas. Desse número, sem o levantamento do percentual de participação no capital de cada pessoa - ou seja, apenas realizando um levantamento individualizado por quantidade de pessoas -, constatou-se que 82% delas são pessoas físicas e 18% são pessoas jurídicas.

TABELA 6 – Detentores de Capital em Quantidade

Setor da economia	Quantidade de pessoas físicas	% Pessoas físicas	Quantidade de pessoas jurídicas	% Pessoas jurídicas	Total
Energia	662.700	93%	53.265	7%	715.966
Serviços	98.018	78%	27.219	22%	125.238
Bens de Consumo	88.154	89%	11.200	11%	99.355
Finanças	959.422	87%	141.132	13%	1.100.555
Ind. da Construção	38.101	86%	6.075	14%	44.177
Telecomunicações	6.514.973	83%	1.362.885	17%	7.877.859
Varejo	20.775	80%	5.113	20%	25.889
Diversos	100.003	87%	14.756	13%	114.760
Siderurgia e Metalurgia	187.708	95%	9.422	5%	197.131
Têxtil	13.739	81%	3.263	19%	17.003
Transporte	20.527	90%	2.378	10%	22.906
Autoindústria	15.810	42%	21.789	58%	37.599
Mineração	172.523	97%	5.250	3%	177.774
Papel e Celulose	20.288	90%	2.353	10%	22.642
Seguros	3.513	73%	1.307	27%	4.821
Bens de Capital	6.814	82%	1.448	18%	8.263
Eletroeletrônico	1.664	94%	100	6%	1.765
Indústria Digital	2.824	61%	1.817	39%	4.642
Química e Petroquímica	12.704	79%	3.430	21%	16.135
Total		82%		18%	
	8.940.260	Média	1.674.202	Média	10.614.478

Fonte: Elaborado pelos autores.

Nessa linha, constatou-se que, se os controladores (maioria pessoas jurídicas) decidiram não utilizar o JSCP como sua forma principal de remuneração até o limite permitido pela legislação vigente, adotou-se em muitos casos, a remuneração somente por meio de dividendos. Nesse diapasão, não se pode esquecer que quase 9.000.000 de investidores eram representados por pessoas físicas e por pouco mais de 1.600.000 pessoas jurídicas (dados coletados de março a maio de 2013 no site da Bovespa). Isso, por sua vez, implica a não exploração da técnica de remuneração por

meio de JSCP, acarretando assim, de forma comprovada, uma desvantagem considerável para milhares de pessoas físicas.

Por fim, o benefício fiscal não aproveitado pelas fontes pagadoras tem local de destaque neste estudo. Conforme a Tabela 7, tem-se comprovado que o limite apurado para pagamento de JSCP correspondeu ao montante de R\$ 69,9 bilhões de reais. Destes, apenas R\$ 27,9 bilhões foram devidamente aproveitados. Isso significa que, do limite permitido pela legislação vigente para pagamento de JSCP, apenas 40% foi utilizado.

TABELA 7 – Limite apurado de JSCP por setor versus benefício fiscal não aproveitado

Setor da economia	Valor Pago JSCP (Reais/Mil)	Limite apurado no Setor (Reais/Mil)	% Médio do Limite de JSCP utilizado (Reais/Mil)	Deixou de Aproveitar em benefício fiscal (Reais/Mil)
Energia	4.392.781	27.848.270	16%	8.157.299
Serviços	1.077.299	3.695.545	29%	902.415
Bens de Consumo	2.130.074	4.058.428	52%	667.446
Finanças	12.449.225	14.350.828	87%	787.381
Telecomunicações	-	4.092.338	0%	1.391.395
Varejo	189.262	632.823	30%	163.761
Indústria Construção	152.677	740.796	21%	200.192
Siderurgia e Metalurgia	679.018	2.062.022	33%	660.621
Têxtil	85.000	285.566	30%	68.192
Transporte	-	849.028	0%	288.670
Diversos	220.034	880.098	25%	224.422
Auto Indústria	215.441	457.604	47%	82.335
Mineração	5.984.000	8.762.016	68%	944.525
Papel e Celulose	-	311.692	0%	105.975
Seguros	88.075	483.815	18%	182.874
Bens de Capital	185.392	233.462	79%	16.344
Eletroeletrônico	74.035	116.672	63%	14.497
Indústria Digital	40.200	52.504	77%	17.851
Totais	27.962.513	69.913.507	40%	14.876.195

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com os dados demonstrados na Tabela 7, constatou-se que as fontes pagadoras deixaram de aproveitar um benefício fiscal no importe de R\$ 14,8 bilhões de reais em tributos, simplesmente por não terem utilizado, em sua totalidade, a técnica do JSCP como remuneração de seus acionistas.

Vale também lembrar os ensinamentos de Jensen e Meckling (1976), na tentativa de explicar os quadros e as tabelas aqui demonstrados. O interesse de cada empresa referente à remuneração de seus acionistas, sob a ótica de seus controladores e de seus acionistas minoritários, pela existência de interesses individuais de cada participante, gera conflitos de agência. Tais fatos impactam as questões financeiras das empresas e implicam obrigações tributárias maiores ou menores, em decorrência da própria legislação vigente.

De todo modo, o conflito de agência e o custo de agência dele derivado devem ser sempre considerados no contexto das decisões empresariais e as decisões de estrutura de capital e de distribuição de dividendos não são exceção. A discussão da relação entre agência e seleção adversa tem implicações de subinvestimento, como discutido por Webb (1987) e Diamond (1989). A questão de risco moral e direitos de controle no contexto dos custos de agência e risco moral, como apresentado por Hansen (1992), e o desafio de “*optimal contracting*” (contratação ótima), seja esta contratação formal ou informal, são necessariamente subjacentes às questões de governança corporativa. A questão do JSCP, dessa forma, não somente deve ser avaliada sob esses pilares, como também contribui, no seu caráter prático de ferramenta opcional de distribuição de resultado, com impactos na estrutura de capital da organi-

zação e como mais um elemento de referência para a discussão das questões teóricas da estrutura de capital e distribuição de dividendos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo buscou um melhor entendimento de como as maiores empresas de capital aberto do Brasil distribuíram seus resultados no ano calendário de 2012, mas com enfoque específico nos tipos mais comuns de remuneração, quais sejam: os dividendos e, ou, JSCP. Essa situação deu azo também a uma percepção sobre como a legislação tributária teve relevante influência na tomada de decisão, no que se refere à remuneração de seus acionistas. As implicações teóricas e gerenciais são importantes.

No caso das implicações teóricas, subjacentes à nossa discussão, estamos falando de estrutura de capital, decisão de investimento, governança e até mesmo *compliance*. Transversalmente, e subjacente a esses temas, estamos falando inevitavelmente das questões de agência. As evidências empíricas apresentadas neste artigo estão claramente em linha com os potenciais desafios e problemas que as teorias sobre os temas aqui mencionados prescrevem. Nesse sentido, a questão de JSCP é também mais uma ferramenta para buscar evidências empíricas dessas teorias.

No caso das implicações gerenciais, tem-se questões de mercado importantes, no que concerne a *signaling* e a geração de valor. Está-se falando, antes de qualquer outra coisa, em retorno para os acionistas, e isto é uma questão prática e fundamental do próprio funcionamento do mercado.

Concomitante à própria legislação tributária e conforme ficou demonstrado

sobre o controle acionário, do total de 98 empresas da amostra, 89 eram exercidos por pessoas jurídicas. Esse aspecto, de certa forma, corroborou a teoria tributária apresentada, uma vez que as empresas, controladas por outras pessoas jurídicas, receberam a maior parcela de seu lucro na forma de dividendos. Pela análise dos dados, pode-se perceber que, no total, foram distribuídos quase 76 bilhões em lucros para seus acionistas. Sobre o total da remuneração realizada, constatou-se que apenas 37% se deu por meio de JSCP. Isso ocorreu devido à existência de dois aspectos específicos e cumulativos: a própria limitação imposta pela legislação vigente, e o fato de o controle acionário das empresas em estudo ser consideravelmente exercido por outras pessoas jurídicas.

Verificou-se, também, que os quase 27 bilhões de reais pagos, por meio de JSCP, pelas empresas, representaram apenas 40% do que, de fato, poderia ter ocorrido, ou seja, aproximadamente 69 bilhões de reais. Essa diferença entre os valores pagos e o limite apurado para pagamento acarretou a renúncia de um crédito tributário no importe aproximado de 15 bilhões de reais, conforme demonstrado anteriormente.

Destarte, conclui-se que essa renúncia de benefício fiscal, pelas fontes pagadoras, surgiu em razão dos interesses antagônicos entre o controlador pessoa jurídica e os demais integrantes do quadro societário pessoas físicas e que a ocorrência desse

questo teve, como principal fator controverso, os próprios ditames da legislação tributária brasileira.

No tocante às limitações da pesquisa, pode-se dizer que as empresas pesquisadas e a própria delimitação teórica foram os primeiros, haja vista que, embora este estudo tenha uma amostra das 100 maiores empresas de capital aberto do Brasil, no ano de 2012, divulgados pela revista *Exame*, os valores aqui apresentados não podem ser interpretados como uma regra, mas como uma tendência à sua própria ocorrência.

Por se tratar de tema que interliga conhecimento em diversas áreas de conhecimento - ou seja, um estudo interdisciplinar entre a Administração, Ciências Contábeis, Direito e Economia, essa tentativa pode ser apenas um início de novas pesquisas, utilizando-se da mesma base de dados e tomando como referência inicial os números aqui apresentados, abrindo, então, o leque de possibilidades de trabalhos inovadores e originais. Este artigo oferece também a possibilidade de se estudar individualmente cada empresa constante da amostra deste trabalho, por meio de estudo de caso, ou, ainda, estudar um setor específico ou um conjunto pequeno de empresas, para futuras pesquisas (estudo de caso múltiplo), como forma de trazer maiores informações sobre este tipo de prática no âmbito organizacional e também em face do mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

- AMARAL, G. L. Excelência na gestão tributária. In: SEMINÁRIO NACIONAL, 17., 2007, Curitiba. **Anais...** Curitiba: Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário, 2007a.
- AMARAL, G. L. **Seminário nacional de excelência na gestão tributária**. 18. ed. Curitiba: Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário - IBPT, 2007b.
- AMARAL, H. F.; IQUIAPAZA, R. A.; TOMAZ, W. P.; BERTUCCI, L. A. Corporate governance and release of annual financial statements. **Contabilidade vista e revista**, [S. l.], v. 19, n. 1, p. 61-82, jan./mar. 2008.
- ANDRADE FILHO, E. O. **Imposto de Renda das empresas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan Publishing, 1932.
- BMFBOVESPA. **Empresas listadas**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: mar./maio 2013.
- BRASIL. Presidência da República. Decreto n. 3.000, de 26 de março de 1999. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. **Diário Oficial da União**, Brasília, 17 jun. 1999.
- BRASIL. Presidência da República. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.normas-legais.com.br/legislacao/contabil/lei6404_1976.htm>. Acesso em: 3 mar. 2013.
- BRASIL. Presidência da República. Lei 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. **Diário Oficial da União**, Brasília, 27 dez. 1995. Disponível em: <http://legislacao.planalto.gov.br/legisla/legislacao.nsf/Viw_Identificacao/lei%209.249-1995?OpenDocument>. Acesso em: 3 mar. 2013.
- BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001.
- BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campos, 1999.
- CIOFFI, P. L. M.; FAMÁ, R. O modelo de Ohlson e a sinalização de dividendos no mercado de capitais brasileiro. In: **SEMEAD - SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO**, FEA – USP, 2010, São Paulo. Anais... São Paulo: SEMEAD, set. 2010.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em Administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. 2002. Acesso em: 19 jul. 2014.
- COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Business Research Methods**. Nova York: McGraw Hill-Irwin, 2006.
- DAMODARAN, A. **Finanças Corporativa: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- DIAMOND, D. Reputation acquisition in debt markets. **Journal of Political Economy**, [S. l.], v. 97, p. 828-862, 1989.
- EXAME. **Melhores & Maiores**. São Paulo, 2012.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, New York, v. 15, n. 1 p. 1-33, Mar. 2002.
- FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 44-62, jan./abr. 2009.
- HANSEN, E. **Project Finance Theories: A Survey**. Victoria University of Wellington. Discussion Paper No 16: 1-27, July 1992.
- HIGUCHI, H.; HIGUCHI, F.; HIGUCHI, C. H. **Imposto de renda das empresas**. 35. ed. São Paulo: IR Publicações, 2010.
- IUDÍCIBUS, S. et al. **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 48, n. 2, p.87-125, abr./jun. 2008.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 3, p. 305-360, Oct. 1976.
- LAGIOIA, U. C. T.; LIBONATI, J. J.; MACIEL, C. V. Pagamento de juros sobre o capital próprio x distribuição de dividendos pela óptica

- tributária. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 18., 2008, Gramado. **Anais...** Gramado: [s. n.], 2008.
- LEITES, E. T.; ZANI, J. A. Influência dos juros sobre o capital próprio na formação da estrutura de capital. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA, 5., 2008, Resende. **Anais...** Resende: [s. n.], 2008
- LOSS, L.; SARLO NETO, A. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias Brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S. l.], v. 17, p. 52-66, jan./abr. 2006.
- MALAQUIAS, R. F. et al. Juros sobre o capital próprio: uma análise envolvendo a empresa pagadora e o acionista receptor. **UnB Contábil – UnB**, Brasília, v. 10, n. 2, jul./dez. 2007.
- MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, [s. n.], v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct. 1961.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, Nashville, v. 48, n. 3, June 1958.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Corporate income taxes and the cost of capital: a comment. **The American Economic Review**, Nashville, v. 53, n. 3, p. 433-443, June 1963.
- NEVES, S.; VICENCONTI, P. E. V. **Curso prático de imposto de renda: pessoas jurídicas e tributos conexos**. 14. ed. São Paulo: Frase, 2009.
- PADOVEZE, C. L. **Controladoria estratégica e operacional**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2009.
- PETRI, S. M.; VERAS, S. S.; VERAS, V.; ROSA, P. A. Juros sobre capital próprio – estratégia de redução de tributos sobre o lucro das empresas do setor elétrico da BM&FBOvespa. **Revista Eletrônica do Alto Vale do Itajaí**, [S. l.], v. 2, n. 2 p. 137-148, dez. 2013.
- SANTOS, A. Quem está pagando juros sobre capital próprio no Brasil? **Revista Contabilidade & Finanças**, [S. l.], v. 18, p. 33-44, jul. 2007.
- SANTOS, L. O.; PETRI, S. M.; FERREIRA, L. F. Juros sobre capital próprio: um estudo da economia tributária das empresas do setor siderúrgico listadas na BM&FBOvespa. In: CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS, 5., 2014, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: UFSC, 2014.
- SILVA, S. S.; SOUSA, A. R.; LEITE, E. T. Conflito de agência em organizações cooperativas: um ensaio teórico. **Organizações Rurais & Agroindustriais**, Lavras, v. 13, n. 1, p. 63-76, 2011.
- WEBB, D. C. Conflict of interest, bond rating and the value maximization rule. **Econômica**, [S. l.], v. 54, p. 455-463.
- WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000.
- YANO, A. M. ALENCAR, R. C. Governança corporativa e juros sobre capital próprio. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2010.