

Tax Effects On Dividend And Interest On Equity Policy: Conflicts Of Interest Concerning To Dividend And Agency Theories In Brazil

Silvio Freitas Da Silva¹, Patricia Maria Bortolon², Odilanei Moraes Dos Santos³
Pierre Ohayon⁴

(Phd Student In Accounting Science – PPGCC/UFRJ, Department Of Accounting Science, State University Of
Mato Grosso Do Sul, Brazil)

(Phd In Business Administration – COPPEAD/UFRJ, Department Of Accounting Science, Federal University
Of Espírito Santo, Brazil)

(Phd In Accounting Science– PPGCC/FEAUSP, Department Of Accounting Science, Federal University Of Rio
De Janeiro, Brazil)

(Phd In Administration – PPGA/FEAUSP, Department Of Accounting Science, Federal University Of Rio De
Janeiro, Brazil)

Abstract:

In an environment moving towards changes in the taxation of profit distribution, this article aims to highlight the conflicts of interest between investors and companies, discussing perspectives and key factors in shareholder distribution policies arising from tax-related disagreements. This discussion considers the importance of the tax reform debate in Brazil, covering topics such as dividend taxation and the elimination of deductibility for interest on equity (JCP). We present a theoretical and tax-based discussion backed by dividend theories and agency theory. Additionally, to illuminate theoretical approaches and research areas on dividend policy in Brazil, a mapping was conducted using the Scientific Periodicals Electronic Library (Spell) database, covering the period from 1995 to 2023, with a focus on administration, accounting, and economics. In analyzing the conceptual framework of dividend policy in Brazil, the theories suggest a need for empirical exploration of the trade-offs caused by the concentration of control effect, as decision-making often falls to majority shareholders. These shareholders, influenced by their tax profiles and/or control types, may prioritize self-interest over corporate tax concerns, potentially leading to the expropriation of minority shareholders.

Keywords: Dividend policy; Interest on equity; Dividend theory; Agency theory; Taxation of dividends.

Date of Submission: 10-11-2024

Date of Acceptance: 20-11-2024

I. Introdução

Os estudos seminais sobre as políticas de dividendos emergiram na década de 1960 (Gordon, 1963; Lintner, 1962; M. Miller & Modigliani, 1961), época em que eram predominantes pesquisas com vertentes teóricas voltadas para investigar a relevância ou não dessas políticas, tanto para a aferição do valor das empresas quanto aos reflexos nos retornos anormais das ações. Em pesquisas sobre as informações contábeis, Francis, Schipper e Vicent (2005) qualificaram os dividendos como mais informativos do 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, a recompensa aos acionistas e o fato de encorajar novos acionistas a investir; além de uma perspectiva de aumento dos preços das ações para venda no futuro. Mas, com potencial informacional 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 da companhia no aspecto operacional, que a leva a retroalimentar parte de seu lucro em forma de investimento, para valorização das próprias ações no mercado. Emerge, assim, um campo que permite discussões, tanto dos fatores determinantes, como as perspectivas e interesses almejados pelas empresas na distribuição ou não de resultado aos acionistas.

Independente disso, deve-se observar a forma predominante de distribuir o resultado no Brasil: dividendos ou juros sobre o capital próprio (JCP). E, os impostos representam um fator 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), e o investidor não terá retenção do imposto de renda na fonte (Brasil, 1976). Quanto aos JCP, 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).

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 contraste, 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 adotada pela empresa na decisão de distribuição entre JCP e/ou dividendos, que pode inclusive respeitar os seus interesses tributários. Este estudo, com respaldo na teoria da agência, evidencia a natureza jurídica dos investidores e o tipo de controle, ao passo que o enquadramento do investidor é um fator propenso a convergir conflitos de interesses.

Com base nesses fundamentos, o presente ensaio busca, a partir da triangulação do relacionamento entre empresa, governo e investidores, discutir e evidenciar as perspectivas e os fatores determinantes na política de distribuição de resultado aos acionistas, com vertente nos seguintes eixos teóricos: teorias dos dividendos e teoria da agência. Em um ambiente nacional e internacional que caminha para uma eminente tributação dos dividendos e exclusão do benefício fiscal do JCP, torna-se oportuna a pesquisa com contribuição para os diversos atores envolvidos na política de distribuição do resultado aos acionistas.

Estrutura conceitual do fenômeno de estudo

A fim de ilustrar estrutura conceitual adotada na análise política de distribuição de resultados aos acionistas, fenômeno de estudo neste ensaio, a seguir, apresenta-se a Figura 1, considerando o ambiente tributário brasileiro.

Na Figura 1, a partir da triangulação entre os entes (empresa, governo e investidor) emerge uma série de fatores internos e externos que podem refletir na condução do processo decisório da política de dividendos. A nível corporativo, 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 de pagamentos dos valores das distribuições de resultado aos acionistas, com observação das abordagens teóricas sobre política de dividendos.

Neste cenário, com base na teoria de agência (Jensen & Meckling, 1976), explicam-se os conflitos de interesse entre o principal e o agente. A distribuição de proventos é uma sinalização para reduzir a assimetria informacional entre a gestão e os acionistas (Bhattacharya, 1979). Por exemplo, uma empresa com menos recursos disponíveis aos gestores em caixa apresenta menor risco de gerenciamento, o que gera uma maior transparência. E no ambiente brasileiro, os conflitos de interesses, são intensificados por interesses que podem divergir entre os principais, acionistas majoritários e minoritários.

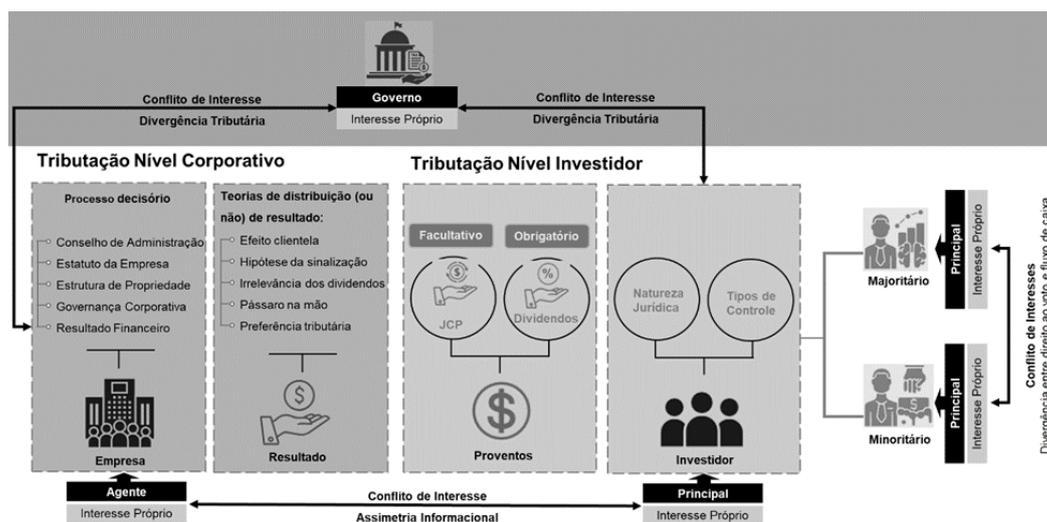


Figura 1: Estrutura Conceitual da Política Dividendos no Brasil

Em observação à relação entre empresa e governo, na Figura 1 existe uma escolha contábil, discricionária para os gestores, quanto à forma de distribuição, dividendos ou JCP, considerando a tributação imposta pelo governo para o nível corporativo. Todavia, isso ocasiona ruídos entre os interesses tributários dos investidores, gerando conflitos de agência oriundos de divergências tributárias. A intenção é discutir o efeito da regulamentação fiscal na análise da determinação da política adotada pela empresa, ressaltando interesses próprios distintos face a perspectiva teórica, delineados por perfis tributários dos investidores no modelo de tributação dos lucros no Brasil.

Conforme a Figura 1, a natureza jurídica destes investidores (pessoa física, pessoa jurídica, fundos de investimentos e fundos de pensão) ou tipo de controle (estatal e estrangeiro), representa uma outra abordagem para discutir os proventos, por apresentar efeitos tributários distintos.

Nesses termos, em análise aos efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos de empresas no Brasil, evidenciam-se os seguintes resultados: (i) as empresas com grande concentração dos direitos de voto nas mãos do controlador têm baixo *payout*; (ii) empresas com grande concentração dos direitos de fluxo de caixa nas mãos do controlador têm *alto payout*; e (iii) empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa nas mãos do controlador têm baixo *payout* (Carvalho da Silva, 2004). Neste cenário, a teoria da agência explica os conflitos que surgem entre acionistas majoritários e minoritários. Diante disso, verifica-se a existência de evidências de 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.

Por fim, uma triangulação entre empresa, governo e investidor em relação aos aspectos tributários, é necessária. Nesse contexto, há indícios de que a discussão sobre a distribuição de proventos é permeada por uma complexa e interrelacionada discussão teórica sobre a teoria da agência e a estrutura de propriedade (Boulton *et al.*, 2012; Carvalho da Silva, 2004; Dalmácio & Corrar, 2007; Francis *et al.*, 2005; Short *et al.*, 2002) e a demanda do perfil do investidor, que convergem no debate sobre as teorias dos dividendos (Black & Scholes, 1974; Lintner, 1956).

II. Revisão De Literatura

Teorias seminais da política de dividendos

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

Miller e Modigliani (1961) defendiam a irrelevância dos dividendos em relação ao valor da empresa em um mercado perfeito. Na discussão sobre a política dos dividendos, os debates científicos apresentavam três vertentes: (i) à direita, uma corrente conservadora, que considerava que um aumento na distribuição dos dividendos contribuiria para o aumento do valor da empresa; (ii) à esquerda, a corrente radical, que pregava que um aumento na distribuição de dividendos proporciona a diminuição do valor da empresa; e (iii) a corrente ao centro, que pregava a irrelevância dos dividendos.

Na corrente sobre a irrelevância dos dividendos, a justificativa fundamentava-se no fato de que os dividendos impactavam de duas maneiras: primeiro, com 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, apresentando um efeito negativo. Assim, com a dualidade dos efeitos, um anulava o outro, tornando indiferente para os acionistas ter o lucro reinvestido ou receber de dividendos, corroborando a irrelevância dos dividendos (Miller & Modigliani, 1961).

Em relação à relevância positiva dos dividendos, esta permeia discussões teóricas que abrangem 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 este motivo, essa teoria foi denominada também de “teoria do pássaro na mão” (*bird in the hand*). Essa preferência dos acionistas por retornos advindos dos dividendos atrela-se ao nível de estabilidade e grau de confiança na empresa, comparada às incertezas do ganho de capital devido às taxas flutuantes dos preços das ações (Lintner, 1956). Destaca-se, que até este momento, a “teoria do pássaro na mão” predominava com a argumentação de que a política de dividendos eleva o valor da empresa.

Por fim, um dos estudos pioneiros a considerar a legislação tributária no estudo da política de dividendos foi 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 taxa dos dividendos sobre o retorno da ação. Tal 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 maiores 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 outros estudos com o objetivo de investigar o efeito da tributação dos dividendos e o retorno pelas ações. Dentre eles, destacam-se: Black e Scholes (1974), Miller e Scholes (1978), Blume (1980), 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 proporcionam 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. No contexto brasileiro, 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.

O Brasil apresenta particularidades 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 (JCP) (Brasil, 1995; art. 9). As tributações de ambos são diferentes, porém similares à dualidade dos dividendos ou ganho de capital, que discutem os efeitos da tributação ou não. Nesse ambiente teórico e tributário que emerge a discussão desta pesquisa: se por um lado a decisão da política de distribuição de proventos está pautada no pagamento ou nos motivos para a sua retenção; por outro lado, deve-se atentar aos aspectos tributários dos proventos no contexto brasileiro.

Teoria da agência

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 JCP. Por exemplo, Decourt e Procianoy (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 separação entre a propriedade e a gestão (Jensen & Meckling, 1976). As empresas podem ter incentivos para diminuir os lucros quando são obrigadas ao pagamento de dividendos (Martinez, 2001). Por exemplo, ao investigar empresas americanas 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, conseqüentemente, os acionistas (efeito clientela).

A política de dividendos 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 conseqüência, 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 da proposta de distribuição de proventos elaborada pela gestão (Decourt & Procianoy, 2012). Em ambiente corporativo, no qual a assimetria informacional impacta na relação entre principal e agente, no caso, gestor e investidor, respectivamente, a empresa tem mais probabilidade de subinvestir, 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 relacionado às demandas de cada investidor, modeladas por seus perfis jurídicos. 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 à forma de distribuir JCP e dividendos, devido à forma como essa decisão pode impactar os 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 cenário 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 (JCP e/ou dividendos).

Neste contexto, mecanismos 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 JCP, Boulton *et al.* (2012) encontram que a probabilidade de uma empresa pagar JCP é maior para empresas que se comprometem voluntariamente com padrões mais elevados de proteção e transparência ao investidor. Segundo os autores, ao dificultar o desvio de recursos pelos gestores, as empresas estariam mais propensas ao pagamento de JCP. Os achados sugerem que há indícios de 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.

III. Materiais E Métodos

A presente seção busca evidenciar as abordagens teóricas e áreas de pesquisa sobre política de dividendos no Brasil. Para isso, optou-se por um mapeamento a partir da base *Scientific Periodicals Eletronic Library* (Spell), um sistema de indexação e pesquisa de produção científica, particularmente selecionou-se a área de administração, contabilidade e economia.

Na busca de artigos realizada junto à base Spell, efetuou-se duas pesquisas avançadas, por título do documento e palavra-chave: uma com “dividendo” ou “*dividend*”; e outra com “Juros sobre capital próprio”. O recorte temporal corresponde de 1995 a 2023, a data de inicial justifica-se lei 9.249/1995 que implementou a figura dos JCP (Brasil, 1995).

As duas pesquisas retornaram como resultado 97 (noventa e sete) artigos pelos termos relacionados aos dividendos e 40 (quarenta) artigos pelo termo juros sobre capital próprio. A Tabela 1 apresenta o total de artigos analisados por termo de pesquisa.

Tabela 1: Amostra Final dos Artigos científicos por terminologia

Terminologia	Dividendos	JCP	Ambos os termos	Total
Amostra Inicial	97	40	-	137
(-) Exclusão de artigos por Qualis inferior ao “A”	30	20	-	50
(-) Pesquisas sobre outras temáticas ou países	8	-	-	8
Subtotal	59	20	-	79
(-) Artigos em duplicidade	12	12	12	12
Amostra Final	47	8	12	67

Fonte: elaboração própria.

Os artigos são classificados conforme o fator de interesse ou de explicação. Para fins desta pesquisa, entende-se por fator de interesse, quando a ênfase do estudo se concentra na explicação da política de dividendos. Enquanto, compreende-se por fator de explicação, quando a política de dividendos é utilizada para explicar algum outro fator de interesse. Posto isso, foram identificados 37 (trinta e sete) artigos com o fator de interesse a política de dividendos, à medida que, 30 (trinta) artigos a política de dividendos foi aplicada como fator explicativo.

A seguir, a frequência das abordagens teóricas utilizadas no referencial teórico dos artigos está disposta na Tabela 2.

Tabela 2: Abordagens Teóricas dos Estudos sobre dividendos no Brasil

Teorias		Fator de Interesse	Fator Explicativo	Total
Teoria da Agência		15	6	21
Teoria dos Dividendos	Teoria da Relevância positiva dos dividendos/ Teoria do Pássaro na Mão	17	10	27
	Teoria da Irrelevância dos Dividendos	11	7	18
	Teoria da Sinalização	12	7	19
	Efeito Clientela	5	3	8
	Teoria da Preferência Tributária	6	4	10
Outras		6	10	16
Não Consta		7	2	9

Fonte: elaboração própria.

A Tabela 2 evidencia a quantidade artigos científicos que debateram determinada abordagem teórica ao discutir sobre política de distribuição de proventos e, não necessariamente, a abordagem proposta pela problematização do artigo. Neste contexto, observa-se que a teoria da relevância positiva ou teoria do pássaro na mão, e teoria da agência, respectivamente, são referenciadas por 27 (vinte e sete) artigos e 21 (vinte e um) artigos.

Na sequência, busca debater as abordagens utilizadas na problematização das pesquisas desenvolvidas, na seguinte ordem: (i) teoria da agência e (ii) teoria dos dividendos (teoria da relevância/irrelevância, teoria da sinalização, efeito clientela, teoria da preferência tributária).

IV. Resultados E Discussões

Evidências teóricas nas pesquisas sobre política de dividendos no Brasil

No âmbito da abordagem teórica sobre teoria de dividendos, elenca-se: a teoria da sinalização, efeito clientela e teoria da preferência tributária. E por serem mais abrangentes, encerra-se o debate desse eixo teórico com a teoria da relevância dos dividendos ou teoria do pássaro na mão, e teoria da irrelevância dos dividendos.

Na abordagem teórica da hipótese da sinalização, além dos estudos supracitados relacionados com a teoria de agência (Bernardo & Ikeda, 2013; Forti *et al.*, 2015; Iquiapaza *et al.*, 2008), outras pesquisas com o fator de interesse na política dividendos apresentaram resultados empíricos com apontamentos para sinalização dos dividendos ou outros fatores substitutos dos dividendos na sinalização.

A pesquisa de Fonteles *et al.* (2012) apresentou o objetivo de caracterizar as empresas integrantes do Índice Dividendos (IDIV) da B3, em apreciação da teoria do pássaro na mão, averiguando os possíveis fatores condicionantes de políticas de dividendos elevadas. O estudo concluiu que as empresas pertencentes à carteira transmitem sinal positivo ao mercado por meio do planejamento e pagamento de dividendos elevados, condizente com a hipótese da sinalização. Inferiu-se que as variáveis, como concentração acionária, rentabilidade, prosperidade e setor explicam uma política de dividendos elevados (Fonteles *et al.*, 2012).

Forti e Freitas (2020) investigaram a relação entre a política de dividendos e a classificação de *rating* das empresas listadas na B3 de 1995 a 2017. Os autores encontraram uma relação significativa entre a distribuição de dividendos e a classificação de *rating*, logo, concluem que tanto o *rating* quanto os dividendos são elementos de sinalização de informações ao mercado. E as evidências sugerem que empresas utilizam do *rating* como uma informação adicional ao mercado sinalizam menos por meio do pagamento de dividendos, dado o custo do *rating* ser inferior ao do pagamento de dividendos (Forti & Freitas, 2020).

Importa destacar que a rentabilidade é defendida pela literatura como um fator que provoca um efeito positivo para distribuição de proventos. Entretanto, Simon *et al.* (2019) observam um efeito negativo do retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) sobre a distribuição dos dividendos, e atribuem que a baixa rentabilidade de instituições financeiras pode direcionar a uma alta distribuição de resultados, pela intenção de sinalizar a expectativa de bons resultados futuros. Isso sugere a confirmação da hipótese da sinalização dos dividendos. Outra questão controversa refere-se aos impactos positivos do valor de mercado sobre a política de dividendos. Viana Junior e Pontes (2016) sugerem que essa relação pode ser explicada por empresas com alto valor de mercado serem mais alavancadas, e assim, emitem pagamento de dividendos como sinais positivos na perspectiva de capturar mais investidores, condizente com a hipótese da sinalização. Entretanto, a literatura nacional retrata relação inversa, em virtude da oportunidade de investimento dessas empresas (Iquiapaza *et al.*, 2008).

Ao explorar as evidências da relação de política de dividendos e o efeito clientela, Holanda e Coelho (2012) investigaram características externas à operação da empresa, ligadas à estrutura de propriedade, representativas de efeito clientela no período de 1998 a 2010. Dentre os resultados, pode-se inferir que a política de dividendos de firmas brasileiras confirma, parcialmente, a proposição de Miller e Modigliani (1961) a respeito do efeito clientela influenciar a decisão de dividendos das firmas, e este impacto, é associado a questões sobre governança corporativa e concentração de propriedade (Holanda & Coelho, 2012).

Importante destacar que as pesquisas sobre efeito clientela e dividendos geralmente é capturada considerando os dividendos como variável explicativa quanto aos efeitos no retorno das ações nas empresas. Procianny e Verdi (2003) testam a existência do efeito clientela no preço das ações, no ambiente brasileiro, durante os anos de 1989 a 1993, período sem tributação dos dividendos e com tributação do ganho de capital. Os achados do estudo indicam que o preço da ação, no primeiro dia ex-dividendo, foi maior do que na data em que a ação apresentava o direito de receber. Essa constatação contraria a hipótese do efeito clientela, e atribui um comportamento irracional por parte dos investidores (Procianny & Verdi, 2003).

Novaes *et al.* (2015) verificaram em que nível a existência de diferenças entre o lucro contábil e o lucro fiscal (Book-Tax Differences - BTDs) impactam significativamente a probabilidade de uma empresa propor o pagamento de dividendos adicionais. Os resultados não permitiram confirmar a hipótese de que grandes diferenças causariam redução na chance de distribuição, o que demonstra a preferência por distribuir dividendos, mesmo quando o lucro fiscal sobrepuja o lucro contábil, isso permite confirmar parcialmente o efeito clientela (Novaes *et al.*, 2015).

Em uma revisão de literatura, Martins e Famá (2012) buscaram identificar a existência da hipótese da clientela no mercado brasileiro, a partir da investigação dos comportamentos dos preços e retornos das ações, para, com isso, fazerem a divisão dos estudos em duas categorias distintas: estudos de evento focados na data com dividendo e data ex-dividendo; e outros estudos de evento. Em ambos os grupos, há resultados conflitantes, o que segundo os autores sugere que ou os métodos aplicados precisam ser aperfeiçoados ou o cenário brasileiro não segue a mesma lógica racional demonstrada pela teoria (Martins & Famá, 2012), o que ainda continua controverso, e devido até mesmo às poucas pesquisas na proposição de verificar o efeito clientela no mercado brasileiro.

Na abordagem teórica sobre a teoria da preferência tributária, Loss e Sarlo Neto (2003) relatam que esta, em consonância com o efeito clientela, apresentavam, até então, resultados mesclados, e que a influência do ambiente sobre a política de dividendos deve ser avaliada. Até mesmo no que se refere a um tratamento diferenciado, no caso à distribuição de lucros, como os JCP, podem estar relacionados ao comportamento da administração e dos investidores (Loss & Sarlo Neto, 2003). Apesar da abordagem ser referenciada em alguns estudos sobre política de dividendos, fator de interesse, os mesmos não direcionam esforços para obtenção de resultados empíricos para confirmação da teoria, utilizando-a, geralmente, como plano de fundo para discutir outras teorias, como a Teoria da Agência ou hipótese da sinalização.

No tocante aos resultados empíricos sobre relevância dos dividendos, a ênfase dos estudos concentram-se nos efeitos da política de dividendo (fator explicativo), com impactos positivos observados sobre o valor das empresas (Marques *et al.*, 2019), e os preços das ações (Silva *et al.*, 2016). Ressalta-se uma relação inversa entre a distribuição de proventos e os retornos das ações (Corso *et al.*, 2012). Todavia, Freire *et al.* (2005) apontam a não existência de associação entre os dividendos e o lucro anormal. Similarmente, Bueno (2002) não encontra evidências entre dividendos e as taxas de retornos das ações. E, Correio *et al.* (2017) identificaram que o *payout* das empresas não se apresentou como um fator significativo para explicar o valor das empresa e que esse efeito pode ser percebido somente com a segregação setorial, para os setores de utilidade pública e consumo não cíclico.

Dentre outras pesquisas, no estudo da relação entre a opção das empresas em distribuir dividendos e nível de gerenciamento de resultados, os estudos não confirmaram a relação, entretanto, surge indícios de empresas que tem um alto *payout* apresentam associação com maiores níveis de gerenciamento de resultados (Rodrigues Sobrinho *et al.*, 2014), um tema oportuno para estudos futuros.

Nos estudos de relevância dos dividendos ou teoria do pássaro na mão, os artigos que referenciam a presente teoria com o fator de interesse na política de dividendos, em sua magnitude apresentavam a pretensão investigar os fatores determinantes, ligados a outras abordagens teóricas: com a hipótese da sinalização (Bernardo & Ikeda, 2013; Fonteles *et al.*, 2012; Forti & Freitas, 2020; Iquiapaza *et al.*, 2008; Simon *et al.*, 2019; Viana Júnior & Ponte, 2016), a Teoria da Agência (Bernardo & Ikeda, 2013; Dalmácio & Corrar, 2007; Decourt & Procianny, 2012; Iquiapaza *et al.*, 2008; Simon *et al.*, 2019; Souza *et al.*, 2016; Vancin & Procianny, 2016a, 2016b), dentre outros estudos (Brito *et al.*, 2009; Galvão *et al.*, 2018; Loss & Sarlo Neto, 2003; Rodrigues *et al.*, 2019).

Destaca-se, dentre aqueles, o estudo de Galvão *et al.* (2018), o qual justifica que a propensão em pagar dividendos incrementais pode-se remeter a duas suposições que merecem apreciação em pesquisas futuras, a ocorrência da hipótese do custo de agência e o fluxo de caixa, e da teoria do pássaro na mão. Em relação à teoria do pássaro na Mão, a distribuição dos dividendos acima do obrigatório ocorre em virtude da preferência dos

investidores em recebê-los, ao invés de aguardar possíveis ganhos futuros advindos do investimento de lucros retidos (Galvão *et al.*, 2018).

Por fim, apesar da teoria da irrelevância dos dividendos ser referenciada, não se identificou estudos com abordagem dos pressupostos da teoria. Uma explicação para isso se deve ao fato de que o mercado brasileiro não pode ser classificado como um mercado perfeito (Loss & Sarlo Neto, 2006), inclusive, as imperfeições decorrentes de conflitos de interesses e assimetria informacional diagnosticadas no presente ensaio afastam o relacionamento da teoria da irrelevância e políticas de dividendos.

Em síntese, a teoria dos dividendos assume diversas abordagens, como a relevância dos dividendos, hipótese da sinalização, efeito clientela e teoria da preferência tributárias. No geral, a discussão pela literatura tem diversos apontamentos das relações entre essas abordagens e a política adotada, entretanto, os resultados empíricos ainda permanecem controversos, passíveis de pesquisas futuras.

Evidências teóricas dos estudos sobre teoria da agência

Em análise aos estudos sobre teoria da agência que consideram a política de distribuição de dividendos como fator de interesse, observou-se que a discussão se concentra, principalmente, sobre os fatores determinantes para distribuição de proventos, prevalecendo a concentração acionária e governança corporativa, com o debate dos conflitos de interesse e assimetria informacional.

Na discussão sobre a concentração acionária, destaca-se que na investigação dos fatores determinantes é necessário cautela quanto ao constructo da variável dividendos/proventos, uma vez que, existem fatores determinantes distintos entre empresas que distribuem dividendos acima do mínimo (*payout* incremental) das empresas que pagam somente o estabelecido em estatuto (Vancin & Procianoy, 2016b). Galvão *et al.* (2019) afirmam que o pagamento de *payout* incremental é realizado com o objetivo de mitigar possíveis conflitos de agência, o que é confirmado com resultados significantes e positivos relacionados a concentração acionária de ações ordinárias, adesão a níveis diferenciados de governança corporativa da B3 e a empresa possuir maior proporção de caixa em relação ao ativo.

Similarmente, Simon *et al.* (2019), buscando identificar os fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras, verificaram um efeito positivo da concentração acionária sobre o *payout* total da empresa, reiterando o papel disciplinador dos dividendos em mitigar problemas de agência. Tais resultados, sobre a concentração acionária não foram confirmados por Vancin e Procianoy (2016a), os quais apresentaram que os índices relevantes para análise de distribuição de dividendos, correspondem a: rentabilidade, liquidez, tamanho, investimento, instabilidade da receita e estabilidade dos dividendos.

Por outro lado, Iquiapaza *et al.* (2008) avaliaram o efeito da assimetria de informações, dos custos de agência e da estrutura de propriedade sobre a determinação do pagamento de proventos em empresas de capital aberto ao longo do período de 2000 a 2004. E, como um dos resultados identificaram, a concentração de propriedade pelo controlador (*insider*) apresenta uma relação negativa com o pagamento de proventos. Os autores ainda utilizaram as empresas com *American depositary receipts* (ADR), com títulos emitidos na Bolsa de Nova Iorque, uma *proxy* para menor assimetria de informações e confirmaram que empresas com ADR pagam menos proventos, o que, segundo os autores, é consistente com a hipótese de sinalização (Iquiapaza *et al.*, 2008). Em controvérsia, ao investigar a concentração do controle acionário e a política de dividendos, Dalmácio e Corrar (2007) relatam que um aumento na concentração acionária reflete um aumento no valor dos dividendos pagos por ação (ON), todavia, há evidências que este aumento impacte negativamente no percentual do *payout*. Pontua-se, no entanto, que a regulamentação brasileira sobre dividendos e JCP não foram consideradas como variáveis no estudo (Dalmácio & Corrar, 2007).

Adicionalmente, Carvalhal da Silva (2004), com o objetivo de analisar os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos de empresas no Brasil, evidenciou os seguintes resultados: (i) as empresas com grande concentração dos direitos de voto nas mãos do controlador têm baixo *payout*; (ii) empresas com grande concentração dos direitos de fluxo de caixa nas mãos do controlador têm *alto payout*; e (iii) empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa nas mãos do controlador têm baixo *payout*.

Outro ponto importante que Procianoy (1996) investigou foi a relação de tributação e dividendos após as mudanças tributárias, isenção dos dividendos e tributação do ganho de capital, ocorridas entre 1988 e 1989. Diante de tal fato, esperava-se um aumento nos níveis de pagamentos de dividendos. Entretanto, os autores apontaram que a conflituosa relação de agência entre os acionistas majoritários e os minoritários resultou em pouco incremento dos níveis de *payout* na distribuição dos dividendos das empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores na época (Procianoy, 1996).

Por fim, Decourt e Procianoy (2012) pontuam que há indícios de que o tipo de incentivo utilizado para remunerar os executivos afeta a política de dividendos da empresa, o que sugere a existência de conflito de agência entre executivos e acionistas.

No que tange a governança corporativa, a adesão ao nível de governança corporativa da B3 (Bolsa de valores) foi aplicado por vários estudos como um fator que diminui a assimetria informacional entre os agentes, e com expectativa de uma maior probabilidade de distribuir proventos (Galvão *et al.*, 2019; Holanda & Coelho, 2012; Souza *et al.*, 2016). Adicionalmente, Forti *et al.* (2020) consideraram a variável *tag along 100%* que, segundo os autores, empresas com tal concessão voluntária reduzem os conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários. Como resultado, verificaram evidências de uma relação negativa com a política de distribuição de dividendos, em virtude de sua adoção indicar uma estratégia importante em mitigar os conflitos de agência sem os custos elevados associados ao pagamento de dividendos, funcionando como uma substituta aos dividendos na hipótese da sinalização (Forti *et al.*, 2015). Dentre outros apontamento, Forti *et al.* (2015) evidenciam que, quanto maior o tamanho da empresa, sua rentabilidade, seu valor de mercado, sua liquidez e o crescimento dos seus lucros, maior será a propensão desta firma em distribuir dinheiro aos acionistas, o que, segundo os autores, acorda-se com a teoria de finanças corporativas. Por outro lado, empresas mais alavancadas, que têm mais investimento em ativo imobilizado, possuem maior liquidez, maior risco e menor conflito entre controladores e minoritários, terão uma menor propensão a pagar dividendos aos acionistas (Forti *et al.*, 2015).

Em comparação aos achados sobre risco, Bernardo e Ikeda (2013) confirmaram a hipótese de que a carteira formada pelas empresas que melhor remuneraram os investidores na forma de distribuição de proventos, apresenta risco sistemático, medido pelo beta, menor do que o mercado. Isso está alinhado com a teoria da agência na proporção que a distribuição dos lucros diminui a discricionariedade dos administradores sobre o fluxo de caixa e em consonância com a hipótese da sinalização, uma vez que o pagamento de dividendos impacta o mercado.

Por fim, perante os resultados apresentados sobre concentração acionária, alguns conflitantes, ressalta-se a relevância do debate de concentração acionária a luz da Teoria de Agência, quanto aos efeitos na política de distribuição de resultados, especialmente considerando a regulamentação dos dividendos e JCP.

Perfil do investidor: aspectos da legislação societária e tributária no Brasil

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 abordam-se os principais entes desta relação de assimetria informacional e conflitos de interesse, em que se encontram: o investidor, que ora assume o papel de agente, ora de principal (acionista majoritário); e 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 pelas empresas.

As legislações societária e tributária brasileiras estabelecem que a remuneração aos acionistas pode ser realizada por meio de dividendos e/ou JCP. Ressalva-se, porém, que é facultativa a imputação dos juros sobre o capital próprio ao dividendo mínimo obrigatório.

Destacam-se as características distintas tanto dos dividendos quanto dos JCP ao compará-las com as de outros países. Por exemplo, quando contrastados com os de países como os Estados Unidos e Inglaterra, os dividendos se distinguem no que tange a obrigatoriedade do seu pagamento, da contabilização e da tributação sobre este tipo de rendimento (Ross *et al.*, 2002). Já os JCP são mecanismos observados unicamente no mercado brasileiro. Além disso, dividendos e JCP 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). Já a taxonomia dos dividendos pode ser dividida 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, estes fazem jus primeiro aos 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.

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 no 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.

Ao contrário dos dividendos, os JCP são distintamente facultativos. A concepção de JCP, 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 (IN RFB Nº 1700 - 2017, Art. 75 § 2): 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 dos JCP nos limites permitidos pela legislação vigente. Logo, os impostos devem ser uma das determinantes relevantes para a decisão sobre a políticas de pagamento dos proventos (Boulton et al., 2012). Entretanto, o perfil do investidor, e sua condição tributária, também influenciam essa decisão.

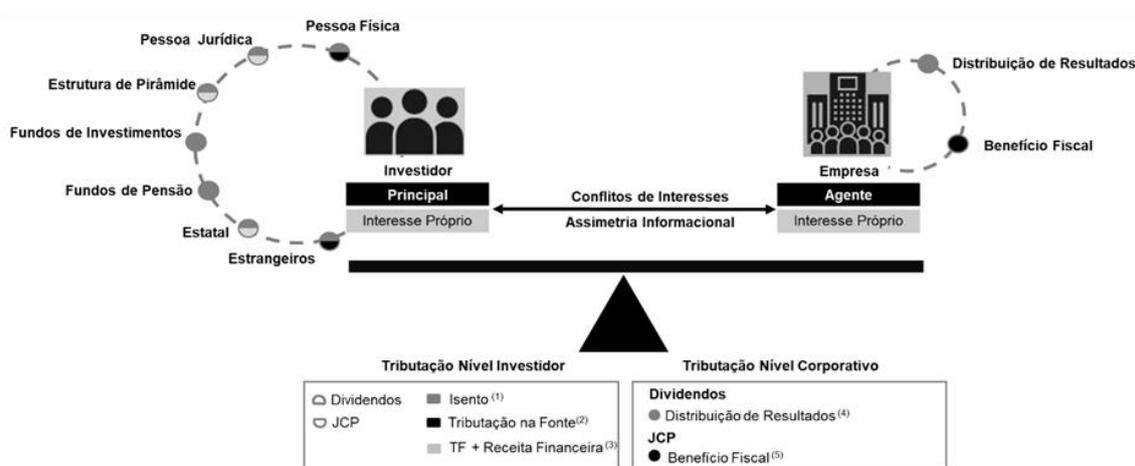


Figura 2: Trade-off: perfil tributário dos investidores versus interesses tributários das empresas

Notas: (1) As pessoas físicas, fundos de investimentos e fundos de pensão são isentos de imposto de renda (2) JCP com tributação na fonte de 15% que pode ser compensada para fins de empresas do Lucro real. (3) JCP com tributação na fonte de 15% que pode ser compensada para fins de empresas do Lucro real. Além disso, o JCP gera Receita Financeira que integra a base de cálculo de IRPJ/CSLL e PIS/COFINS; (4) O pagamento de dividendos é isento ao investidor, funcionando apenas como uma distribuição de resultado; (5) A empresa (nível corporativo) poderá deduzir, os juros sobre capital próprio pagos ou creditados, gerando um benefício fiscal para efeitos da apuração do lucro real.

Na Figura 2, apresenta um *trade-off*, delineado pelo perfil tributário dos investidores versus interesses tributários das empresas, buscou-se elencar a heterogeneidade de interesses 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, fatores que podem direcionar as escolhas contábeis das políticas de dividendos. A prerrogativa é discriminar as principais nuances para, a partir de tais características, discutir tanto os aspectos tributários ao nível corporativo (atribuídos à empresa), como também considerando o nível do investidor.

Bhattacharya (1979) afirma que os interesses dos investidores podem variar conforme o enquadramento jurídico destes. A natureza jurídica dos investidores abrange principalmente pessoa física, pessoa jurídica (inclusive, estrutura piramidal), fundos de investimentos e fundos de pensão.

Há uma presunção de predominância da vantagem tributária da empresa adotar os JCP até o limite legal, considerando os impostos a pagar pela empresa e retidos na fonte ao investidor (Boulton et al., 2012; Decourt & Procianny, 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 JCP 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 JCP integra a base de cálculo de tributação da contribuição aos acionistas 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, 2014). Nesse cenário, a tributação para o investidor pessoa jurídica advinda do PIS e COFINS pode tornar mais favorável a distribuição por meio de dividendos.

Bortolon (2013) evidencia que é desvantajosa a distribuição mediante JCP 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 (JCP e/ou dividendos). Estudos apontam que estruturas mais simples convergem para os JCP, enquanto em estruturas de propriedades mais complexas, a distribuição via dividendos deve ser a escolha tributária mais adequada (Bortolon, 2013; Bortolon & Leal, 2010; Colombo, 2011).

Os acionistas enquadrados como fundos de investimento são isentos para fins de imposto de renda no que se refere às receitas provenientes dos JCP. 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 JCP, respeitado o limite legal, dada a isenção no nível investidor e o benefício fiscal em nível corporativo. A mesma dinâmica de tributação se aplica aos fundos de pensão.

Por fim, a natureza jurídica do investidor, seja pessoa física, jurídica, fundos de investimentos ou fundos de pensão, molda cenários com vantagens tributárias ou não, impactando os interesses dos investidores no recebimento por meio de dividendos ou JCP. 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 (Carvalho, 2012; 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 ilustra a Figura 1, 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.

Contudo, neste ciclo da estrutura conceitual da política dividendos no Brasil, abrem-se parênteses para o tipo de controlador, estatal ou privado, que, quando confrontados, retornam à 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 (Sarlo Neto, 2004). Essa diferenciação de controle privado e estatal é relevante, ao ponto em que pela literatura, as pesquisas sobre JCP 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.

V. Conclusão

Em síntese, o presente ensaio, a partir destas duas 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 JCP).

Ante ao exposto, a política de distribuição de resultado aos acionistas é resultado de um ciclo, ilustrado na Figura 1, 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); teoria dos dividendos (relevância/irrelevância dos proventos).

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

Neste estudo, as teorias elencadas convergem para a necessidade de explorar empiricamente o *trade-off* apresentado na Figura 2. Esse *trade-off* é potencialmente provocado pelo efeito da concentração de controle, à medida que a tomada das decisões compete aos acionistas majoritários, estes de acordo com seu perfil tributário e/ou tipo de controle podem agir com interesses-próprios, e assim, gerar conflitos de interesses com a empresa, consequentemente, ocasionar a expropriação dos acionistas minoritários. Neste intento, para mitigar esses possíveis problemas de agência, é fundamental mecanismos de governança, a serem oportunizados seja a nível

corporativo por meio de uma governança corporativa ou a nível de estado quanto a regulamentação fiscal da política de dividendos.

No cenário atual em que os representantes do poder público defendem a tributação dos dividendos e a extinção da dedutibilidade dos JCP (Senado Federal, 2019, 2021), 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 da relevância dos dividendos e teoria dos dividendos. Adicionalmente, as decisões da política adotada, exploradas pela teoria de agência, tem relação com a 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 JCP), 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.

Adiante, trata-se que, considerando a teoria dos dividendos quanto à relevância dos proventos no cenário brasileiro, o dualismo entre dividendos e JCP ainda merece apreciação científica. Habitualmente, as variáveis (JCP 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 à 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 (Carvalho, 2012; Lopes & Carvalho, 2001; Santana *et al.*, 2020), o que se converte em mais questionamentos e necessidade de pesquisas acerca 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 as suas consequências sobre as participações acionárias em um mercado marcado pela concentração de propriedade e controle.

Outro ponto a ser considerado é o fato de 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). Dada essa prerrogativa, Medeiros e Costa (2017) analisaram justamente o projeto de lei que propõe a extinção da dedutibilidade dos JCP, em que os argumentos se pautam em dois eixos: a suposta violação do princípio da capacidade produtiva; e o JCP ser 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 têm maior propensão ao pagamento de JCP e, por conseguinte, as justificações dos proponentes não estariam amparadas empiricamente, para sustentar seus argumentos. Não obstante, pesquisas adicionais são necessárias, visto que uma limitação da pesquisa corresponde ao período (1995 a 2008), assim, faz-se pertinentes pesquisas em um período mais recente, principalmente pós-implementação do IFRS.

Finalmente, analisaram-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 JCP, dado 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 a discussão sobre estrutura de propriedade, em relação à 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.

Por fim, destaca-se que há uma lacuna teórica nas pesquisas que envolvem o agente governo, oportunidades de pesquisas podem surgir com abordagem do papel do governo na regulação fiscal do país, especificamente na política de distribuição dos dividendos. Estudos nessa linha podem contribuir com o diagnóstico da relevância da aplicação de mecanismos de governança na política fiscal governamental.

Referências

- [1] Ambrozini, M. A. (2011). Políticas De Dividendos No Brasil: Um Modelo De Apoio À Decisão [Phd Thesis]. Universidade De São Paulo.
- [2] Bernardo, H. P., & Ikeda, A. A. (2013). O Enigma Dos Dividendos E O Risco Sistemático. *Revista Universo Contábil*, 9(1), 104–120. [Http://Www.Spell.Org.Br/Documentos/Ver/9666/O-Enigma-Dos-Dividendos-E-O-Risco-Sistematico](http://www.spell.org.br/documentos/ver/9666/O-Enigma-Dos-Dividendos-E-O-Risco-Sistematico)
- [3] Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, And “The Bird In The Hand” Fallacy. *Bell Journal Of Economics*, 10(1), 259–270.
- [4] Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal Of Portfolio Management*, 2(2), 5–8.
- [5] 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.
- [6] Blume, M. E. (1980). Stock Returns And Dividend Yields: Some More Evidence. *The Review Of Economics And Statistics*, 567–577.
- [7] 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.
- [8] 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. [Http://Bibliotecadigital.Fgv.Br/Ocs/Index.Php/Ebf/10ebf/Paper/View/1974](http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/10ebf/paper/view/1974)
- [9] 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.
- [10] Brennan, M. J. (1970). Taxes, Market Valuation And Financial Policy. *National Tax Journal*, 23, 417–429.
- [11] Brito, R., Lima, M., & Silva, J. (2009). O Crescimento Da Remuneração Direta Aos Acionistas No Brasil: Economia De Impostos Ou Mudança De Características Das Firmas? *Brazilian Business Review*, 6(1), 62–81. [Http://Www.Spell.Org.Br/Documentos/Ver/7774/O-Crescimento-Da-Remuneracao-Direta-Aos-Acionistas-No-Brasil-Economia-De-Impostos-Ou-Mudanca-De-Caracteristicas-Das-Firmas-](http://www.spell.org.br/documentos/ver/7774/O-Crescimento-Da-Remuneracao-Direta-Aos-Acionistas-No-Brasil-Economia-De-Impostos-Ou-Mudanca-De-Caracteristicas-Das-Firmas-)
- [12] Bueno, A. F. (2002). Os Dividendos Como Estratégia De Investimentos Em Ações. *Revista Contabilidade & Finanças*, 13(28), 39–55.
- [13] Carvalhal, A. (2012). Do Shareholder Agreements Affect Market Valuation?: Evidence From Brazilian Listed Firms. *Journal Of Corporate Finance*, 18, 919–933. [Https://Doi.Org/10.1016/J.Jcorpfin.2012.04.003](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.003)
- [14] Carvalhal Da Silva, A. L. (2004). Governança Corporativa, Valor, Alavancagem E Política De Dividendos Das Empresas Brasileiras. Em *Revista De Administração (Vol. 39, Número 4, P. 348–361)*. [Http://Www.Spell.Org.Br/Documentos/Ver/16821/Governanca-Corporativa-Valor-Alavancagem-E-Politica-De-Dividendos-Das-Empresas-Brasileiras](http://www.spell.org.br/documentos/ver/16821/Governanca-Corporativa-Valor-Alavancagem-E-Politica-De-Dividendos-Das-Empresas-Brasileiras)
- [15] 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.
- [16] 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.
- [17] Correio, D. B. C. V. J., Marques, D. B., Domingos, S. R. M., & Ponte, V. M. R. (2017). A Influência Da Política De Dividendos Sobre O Valor De Mercado: Evidências Em Empresas Brasileiras. *Contabilidade, Gestão E Governança*, 20(2), 175–195. [Http://Dx.Doi.Org/10.21714/1984-3925_2017v20n2a1](http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2017v20n2a1)
- [18] Corso, R. M., Kassai, J. R., & Lima, G. A. F. S. (2012). Distribuição De Dividendos E De Juros Sobre O Capital Próprio Versus Retorno Das Ações. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade*, 6(2), 154–169. [Http://Www.Spell.Org.Br/Documentos/Ver/17884/Distribuicao-De-Dividendos-E-De-Juros-Sobre-O-Capital-Proprio-Versus-Retorno-Das-Acoes](http://www.spell.org.br/documentos/ver/17884/Distribuicao-De-Dividendos-E-De-Juros-Sobre-O-Capital-Proprio-Versus-Retorno-Das-Acoes)
- [19] 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. [Http://Www.Spell.Org.Br/Documentos/Ver/21592/A-Concentracao-Do-Controle-Acionista-E-A-Politica-De-Dividendos-Das-Empresas-Listadas-Na-Bovespa-Uma-Abordagem-Exploratoria-A-Luz-Da-Teoria-De-Agencia](http://www.spell.org.br/documentos/ver/21592/A-Concentracao-Do-Controle-Acionista-E-A-Politica-De-Dividendos-Das-Empresas-Listadas-Na-Bovespa-Uma-Abordagem-Exploratoria-A-Luz-Da-Teoria-De-Agencia)
- [20] Deangelo, L. E. (1986). Accounting Numbers As Market Valuation Substitutes: A Study Of Management Buyouts Of Public Stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), 400.
- [21] Decourt, R. F., & Procianny, 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.
- [22] 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.
- [23] Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations Of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- [24] 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. [Https://Doi.Org/10.1590/S0034-75902012000500002](https://doi.org/10.1590/S0034-75902012000500002)
- [25] Fonteles, I. V., Peixoto Júnior, C. A., Vasconcelos, A. C., & Luca, M. M. M. (2012). Política De Dividendos Das Empresas Participantes Do Índice Dividendos Da Bm&Fbovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(3), 173–204. [Http://Www.Spell.Org.Br/Documentos/Ver/9888/Politica-De-Dividendos-Das-Empresas-Participantes-Do-Indice-Dividendos-Da-Bm-Fbovespa](http://www.spell.org.br/documentos/ver/9888/Politica-De-Dividendos-Das-Empresas-Participantes-Do-Indice-Dividendos-Da-Bm-Fbovespa)
- [26] Forti, C. A. B., & Freitas, K. S. (2020). Relação Entre Os Dividendos E A Classificação De Rating De Empresas Brasileiras. *Revista Contemporânea De Contabilidade*, 17(42), 120–137. [Https://Doi.Org/10.5007/2175-8069.2020v17n42p120](https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n42p120)
- [27] Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Fatores Determinantes Do Pagamento De Dividendos No Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças - Usp*, 26(68), 167–180. [Https://Doi.Org/10.1590/1808-057x201512260](https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260)
- [28] 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.
- [29] 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.
- [30] 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.
- [31] Galvão, K. S., Santos, J. F. D., & Araujo, J. M. (2018). Dividendos, Juros Sobre Capital Próprio E Níveis De “Payout”: Um Estudo Investigativo Sobre A Política De Distribuição De Dividendos Adotada Pelas Empresas Listadas Na Bm&Fbovespa. *Revista Contemporânea De Contabilidade*, 15(36), 3–30. [Http://Dx.Doi.Org/10.5007/2175-8069.2018v15n36p3](http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n36p3)

- [32] Galvão, K. S., Santos, J. F. D., & Araujo, J. M. (2019). Política De Distribuição De Dividendos: Uma Análise Dos Fatores Relacionados Ao Pagamento De Dividendos E Do “Payout” Incremental Pelas Empresas Brasileiras. *Enfoque Reflexão Contábil*, 38(3), 57–75. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i3.42438>
- [33] 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 (3ª Edição)*. Atlas.
- [34] Gitman, L. J. (2010). *Princípios De Administração Financeira*. (12ª Edição). Pearson Prentice Hall.
- [35] Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment And Financing Policy. *The Journal Of Finance*, 18(2), 264–272.
- [36] Holanda, A. P., & Coelho, A. C. D. (2012). Dividendos E Efeito Clientela: Evidências No Mercado Brasileiro. *Revista De Administração De Empresas*, 52(4), 448–463. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/7910/dividendos-e-efeito-clientela-evidencias-no-mercado-brasileiro>
- [37] 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.
- [38] In Rfb Nº 1700—2017. (S.D.J.). Recuperado 17 De Junho De 2021, De <http://normas.receita.fazenda.gov.br/Sijut2consulta/link.action?IDATO=81268&VISAO=ANOTADO>
- [39] Iquiapaza, R. A., Lamounier, W. M., & Amaral, H. F. (2008). Assimetria De Informações E Pagamento De Dividendos Na Bovespa. *Advances In Scientific And Applied Accounting*, 1(1), 1–15. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/14484/assimetria-de-informacoes-e-pagamento-de-dividendos-na-bovespa>
- [40] 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.
- [41] 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.
- [42] 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.
- [43] Lei No 6.404, De 15 De Dezembro De 1976. Dispõe Sobre As Sociedades Por Ações. (1976). Dispõe Sobre As Sociedades Por Ações http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm
- [44] Lei No 9.249, De 26 De Dezembro (1995). http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm
- [45] Lei Nº 9.718, De 27 De Novembro De 1998. Altera A Legislação Tributária Federal. (1998). http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9718compilada.htm
- [46] 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 - Csl, À Contribuição Para O Pis/Pasep E À Contribuição Para O Financiamento Da Seguridade Social - Cofins. (2014). http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/lei/L12973.htm#art117
- [47] Lintner, J. (1956). Distribution Of Incomes Of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, And Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- [48] 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.
- [49] 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. <https://bdpi.usp.br/item/001204744>
- [50] Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2003). Política De Dividendos, Na Prática, É Importante? *Revista Contabilidade & Finanças*, 14(Spe), 39–53.
- [51] Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2006). O Inter-Relacionamento Entre Políticas De Dividendos E De Investimentos: Estudo Aplicado Às Companhias Brasileiras Negociadas Na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças - Usp*, 17(40), 52–66. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/24250/o-inter-relacionamento-entre-politicas-de-dividendos-e-de-investimentos-estudo-aplicado-as-companhias-brasileiras-negociadas-na-bovespa>
- [52] Marques, M. T., Canassa, B. J., Silva, W. A. M., Lima, J. M., Lima, F. G., & Dalmácio, F. Z. (2019). O Impacto Da Escolha Contábil Dos Dividendos No Valor Das Empresas: Evidências Iniciais. *Enfoque Reflexão Contábil*, 38(2), 1–13. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i2.41799>
- [53] Martínez, A. L. (2001). *Gerenciamento Dos Resultados Contábeis: Estudo Empírico Das Companhias Abertas Brasileiras*. [Phd Thesis]. Universidade De São Paulo.
- [54] Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O Que Revelam Os Estudos Realizados No Brasil Sobre Política De Dividendos? *Revista De Administração De Empresas*, 52(1), 24–39. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/7055/o-que-revelam-os-estudos-realizados-no-brasil-sobre-politica-de-dividendos>
- [55] Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1978). Dividends And Taxes. *Journal Of Financial Economics*, 6(4), 333–364.
- [56] Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends And Taxes: Some Empirical Evidence. *Journal Of Political Economy*, 90(6), 1118–1141.
- [57] Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, And The Valuation Of Shares. *The Journal Of Business*, 34(4), 411–433.
- [58] 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.
- [59] 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.
- [60] 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).
- [61] Novaes, P. V. G., Sarlo Neto, A., Almeida, A. A., & Louzada, L. C. (2015). Efeito Clientela: Uma Análise Da Relação Entre Book-Tax Differences E Dividendos Extraordinários Das Empresas Com Ações Listadas Na Bovespa. *Revista Contemporânea De Contabilidade*, 12(26), 3–22. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2015v12n26p3>
- [62] Novis Neto, J. A., & Saito, R. (2003). Pagamentos De Dividendos E Persistência De Retornos Anormais Das Ações: Evidência Do Mercado Brasileiro. São Paulo, 9.
- [63] 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.

- [64] Procianny, J. L. (1996). Dividendos E Tributação: O Que Aconteceu Após 1988-1989. *Revista De Administração*, 31(2), 7–18. [Http://Www.Spell.Org.Br/Documentos/Ver/18475/Dividendos-E-Tributacao-O-Que-Aconteceu-Apos-1988-1989](http://www.spell.org.br/documentos/Ver/18475/Dividendos-E-Tributacao-O-Que-Aconteceu-Apos-1988-1989)
- [65] Procianny, J. L., & Verdi, R. D. S. (2003). O Efeito Clientela No Mercado Brasileiro: Será Que Os Investidores São Irracionais? Em *Revista Brasileira De Finanças* (Vol. 1, Número 2, P. 217–217). [Http://Www.Spell.Org.Br/Documentos/Ver/23376/O-Efeito-Clientela-No-Mercado-Brasileiro-Sera-Que-Os-Investidores-Sao-Irracionais-](http://www.spell.org.br/documentos/Ver/23376/O-Efeito-Clientela-No-Mercado-Brasileiro-Sera-Que-Os-Investidores-Sao-Irracionais-)
- [66] Rodrigues, D. R., Fodra, M., Ribeiro, K. C. S., & Cruz, A. F. (2019). Determinantes Da Distribuição De Dividendos No Brasil: Uma Análise Entre Flexibilidade Financeira E Política De Distribuição De Resultados. *Contabilidade Vista & Revista*, 30(2), 84–112. [Https://Doi.Org/10.22561/Cvr.V30i2.4800](https://doi.org/10.22561/Cvr.V30i2.4800)
- [67] Rodrigues Sobrinho, W. B., Rodrigues, H. S., & Sarlo Neto, A. (2014). Dividendos E Accruals Discricionários: Um Estudo Sobre A Relação Entre A Política De Distribuição De Dividendos E A Qualidade Dos Lucros. *Revista Contemporânea De Contabilidade*, 11(24), 3–24. [Http://Www.Spell.Org.Br/Documentos/Ver/35500/Dividendos-E-Accruals-Discricionarios-Um-Estudo-Sobre-A-Relacao-Entre-A-Politica-De-Distribuicao-De-Dividendos-E-A-Qualidade-Dos-Lucros](http://www.spell.org.br/documentos/Ver/35500/Dividendos-E-Accruals-Discricionarios-Um-Estudo-Sobre-A-Relacao-Entre-A-Politica-De-Distribuicao-De-Dividendos-E-A-Qualidade-Dos-Lucros)
- [68] Ross, S. A., Westerfield, R. J., & Jaffe, J. (2002). *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 2 Ed.
- [69] Santana, C. V. S., Santos, L. P. G. Dos, Carvalho Júnior, C. V. De O., & Martinez, A. L. (2020). Investor Sentiment And Earnings Management In Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(83), 283–301. [Https://Doi.Org/10.1590/1808-057x201909130](https://doi.org/10.1590/1808-057x201909130)
- [70] Santos, J. L. Dos, & Schmidt, P. (2002). *Contabilidade Societária: Atualizado Pela Lei N. 10.303-01*. Atlas.
- [71] 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.
- [72] 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]. [Https://Doi.Org/10.11606/T.12.2009.Tde-22042009-143539](https://doi.org/10.11606/T.12.2009.Tde-22042009-143539)
- [73] Senado Federal. (2019). Projeto De Lei N° 1952, De 2019—Senado Federal—Senador Eduardo Braga. [Https://Www25.Senado.Leg.Br/Web/Atividade/Materias-/Materia/136117](https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/136117)
- [74] Senado Federal. (2021). Projeto De Lei N° 2337/2021—Senado Federal. [Https://Www.Camara.Leg.Br/Proposicoesweb/Fichadetramitacao?Idproposicao=2288389](https://www.camara.leg.br/proposicoesweb/fichadetramitacao?idproposicao=2288389)
- [75] Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The Link Between Dividend Policy And Institutional Ownership. *Journal Of Corporate Finance*, 8(2), 105–122.
- [76] Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., & Tonani, R. (2016). A Relevância Do Dividendo Adicional Proposto. Em *Revista Contemporânea De Contabilidade* (Vol. 13, Número 29, P. 179–202). [Http://Dx.Doi.Org/10.5007/2175-8069.2016v13n29p179](http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2016v13n29p179)
- [77] Simon, M. L. A., Procianny, J. L., & Decourt, R. F. (2019). Fatores Determinantes Da Política De Dividendos Das Instituições Financeiras Brasileiras. *Revista Brasileira De Finanças*, 17(2), 87–116. [Http://Dx.Doi.Org/10.12660/Rbfin.V17n2.2019.77956](http://dx.doi.org/10.12660/Rbfin.V17n2.2019.77956)
- [78] Souza, D. H. O., Peixoto, F. M., & Santos, M. A. D. (2016). Efeitos Da Governança Corporativa Na Distribuição De Dividendos: Um Estudo Em Empresas Brasileiras. *Advances In Scientific And Applied Accounting*, 9(1), 58–79. [Http://Dx.Doi.Org/10.14392/Asaa.2016090104](http://dx.doi.org/10.14392/Asaa.2016090104)
- [79] Vancin, D. F., & Procianny, J. L. (2016a). Índices Contábeis E A Decisão Do Pagamento De Dividendos. *Revista Contemporânea De Contabilidade*, 13(28), 57–80. [Http://Dx.Doi.Org/10.5007/2175-8069.2016v13n28p57](http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2016v13n28p57)
- [80] Vancin, D. F., & Procianny, J. L. (2016b). Os Fatores Determinantes Do Pagamento De Dividendos: O Efeito Do Obrigatório Mínimo Legal E Contratual Nas Empresas Brasileiras. *Revista Brasileira De Finanças*, 14(1), 89–123. [Http://Www.Spell.Org.Br/Documentos/Ver/40909/Os-Fatores-Determinantes-Do-Pagamento-De-Dividendos-O-Efeito-Do-Obrigatorio-Minimo-Legal-E-Contratual-Nas-Empresas-Brasileiras](http://www.spell.org.br/documentos/Ver/40909/Os-Fatores-Determinantes-Do-Pagamento-De-Dividendos-O-Efeito-Do-Obrigatorio-Minimo-Legal-E-Contratual-Nas-Empresas-Brasileiras)
- [81] Viana Junior, D. B. C., Marques, D. B., Domingos, S. R. M., & Ponte, V. M. R. (2017). A Influencia Da Política De Dividendos Sobre O Valor De Mercado: Evidências Em Empresas Brasileiras. 20, 175–194. [Https://Scholar.Google.Com.Br/Scholar?Hl=Pt-Br&As_Sdt=0%2c5&Q=A+Influencia+Da+Politica+De+Dividendos+Sobre+O+Valor+De+Mercado&Btng=](https://scholar.google.com.br/scholar?hl=pt-br&as_sdt=0%2c5&q=A+Influencia+Da+Politica+De+Dividendos+Sobre+O+Valor+De+Mercado&btnq=)
- [82] Viana Júnior, D. B. C., & Ponte, V. M. R. (2016). Políticas De Dividendos: Um Estudo Comparativo Entre Empresas Brasileiras E Norte-Americanas. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 25–44. [Https://Doi.Org/10.4270/Ruc.2016102](https://doi.org/10.4270/Ruc.2016102)