

Dividendos ou Juros Sobre Capital Próprio: Estudo de caso em uma empresa do setor elétrico

Dividends or Interest on Equity: A case study in a company of energy sector

Ivan Fernandes da Cruz
ivanfernandes26@bol.com.br
Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais - CEFET-MG

João Eduardo Ribeiro
joaoribeiro.cco@gmail.com
Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG

Cláudia Faria Maciel
cfariam@gmail.com
Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais - CEFET-MG

Gabriel Augusto de Carvalho
ga09carvalho@gmail.com
Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais - CEFET-MG

Fabício Molica de Mendonça
fabriciomolica@yahoo.com.br
Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais - CEFET-MG

Recebido em 21/02/2019
Aprovado em 16/02/2020

Resumo: Este artigo tem como objetivo analisar os impactos dos principais mecanismos de distribuição de resultados utilizados no Brasil – dividendos e juros sobre capital próprio (JCP). Para tanto, foi realizado um estudo de caso descritivo e de abordagem quantitativa em uma empresa do setor elétrico, denominada Alfa, no período de 2010 a 2015, com foco na otimização tributária. O impacto tributário foi mensurado mediante a reprodução dos demonstrativos econômicos financeiros, realizando uma conjugação de dividendos e de JCP sob a ótica da empresa Alfa, do acionista e de ambos, simultaneamente (visão global). Considerando todos os encargos pagos quando realizada a distribuição de resultado por meio de JCP, a isenção fiscal ao utilizar os dividendos e o contexto global, conclui-se que os JCP devem ser considerados como uma alternativa de distribuição de resultados desde que a soma das alíquotas de Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), pagos sobre o resultado da empresa naquele ano sejam superiores à alíquota de tributação dos JCP; caso contrário, ocorrerá ineficiência fiscal.

Palavras-chave: Dividendos, Juros Sobre Capital Próprio, Tributação.

Abstract: This paper aims to analyze the impacts of the main payout policy decisions used by corporations in Brazil - Dividends and Interest on Equity (JCP). For that purpose, a descriptive case study and quantitative approach was carried out in a company of the energy sector, denominated “Alfa”, from 2010 to 2015, focusing on tax optimization. The tax impact was measured by reproducing the financial economic statements, combining dividends and JCP and considering the perspective of the company Alfa, of the shareholder and both simultaneously (global view). Considering all charges paid when dividends are distributed through JCP, the tax exemption when using dividends and the overall context, results show that, the JCP should be considered as an alternative of profits distribution, provided that the sum of the aliquots of Corporate Income Tax and Social Contribution on Net Income, paid on the result of the company in that year are higher than the tax rate of the JCP, otherwise fiscal inefficiency will occur.

Keywords: Dividends; Interest on Equity; Taxation.

1 Introdução

No Brasil, a decisão sobre a distribuição de resultados por meio de dividendos ou pagamento de juros sobre capital próprio (JCP) envolve um dos principais debates recentes sobre finanças corporativas. A distribuição de dividendos, de acordo com o art. 202 da Lei 6.404/76, corresponde à parcela do lucro apurado por uma sociedade anônima, distribuída aos acionistas por ocasião do encerramento do exercício social. O pagamento de JCP é entendido como outra forma de distribuição de resultado e é regulado pela Lei 9.249/95 e suas alterações.

Ambas as formas de distribuição de resultados apresentam similaridades, uma vez que são possibilidades de distribuição dos resultados das empresas permitidas pelas leis brasileiras. A distribuição de resultados por meio de tais mecanismos somente poderá ser realizada se houver lucro líquido do exercício apurado, lucros acumulados ou reservas de lucros conforme a Lei 6.404/76 e a Lei 9.249/95 e suas posteriores alterações.

Apesar de os mecanismos apresentarem similaridades conceituais, há diferenças quanto ao regime tributário e restrições em relação ao montante total que pode ser distribuído. Nesse sentido, é necessário refletir sobre o seguinte questionamento: *Qual das duas formas de distribuição de resultados é mais vantajosa para a empresa, para o acionista ou para ambos?* Para responder a tal questionamento, este estudo busca analisar os impactos da decisão pela distribuição de resultados via dividendos ou JCP, no contexto de uma empresa do setor elétrico listada na Brasil Bolsa Balcão (B3), com foco na otimização tributária e o intuito de expor uma

composição mais eficiente na distribuição de lucros, uma menor carga tributária e, conseqüentemente, propiciando mais eficiência e competitividade para a empresa.

Este trabalho se justifica pela importância da utilização adequada dos mecanismos de distribuição de lucros e pela análise dos impactos das diferentes decisões tomadas pelos gestores. Além disso, o contexto recente da economia brasileira de crise e queda nas receitas da maior parte das empresas faz com que tal decisão seja ainda mais significativa, principalmente pelo seu impacto na eficiência tributária e financeira da empresa. Conforme apresenta Rocha (2017), mesmo com uma queda de 15% em relação ao montante distribuído em 2015, no ano de 2016 as empresas listadas na B3 pagaram R\$ 68 bilhões em dividendos e JCP. A escolha de uma empresa pertencente ao setor elétrico deve-se ao fato deste possuir um histórico de bom pagador de dividendos em relação aos demais setores, conforme destacado por Decourt e Procianoy (2012).

A empresa utilizada na análise é uma sociedade anônima de grande porte, com ações negociadas na B3, do setor elétrico e da área de transmissão de energia. Em função de não haver tempo hábil para resposta da empresa em relação à permissão para utilização do seu nome e, por questões éticas, informações de identificação da empresa não serão mencionadas. Cumpre esclarecer que todos os dados e informações granjeados para a demonstração das simulações propostas são de domínio público e foram obtidas por fontes, tais como os *sites* da empresa e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Dessa forma, essa empresa é tratada neste estudo como empresa Alfa e o período analisado foi o de 2010 a 2015.

Este artigo está estruturado da seguinte forma: a seção 2 apresenta o referencial teórico, que aborda a distribuição de dividendos e os juros sobre o capital próprio. A seção 3 descreve a metodologia do estudo. Na seção 4, serão discutidos os resultados encontrados. E, por fim, a seção 5 irá destacar as conclusões.

2 Fundamentação Teórica

A fundamentação teórica é apresentada em duas subseções. A primeira dedica-se à apresentação da distribuição de dividendos no Brasil. Na segunda, é abordado o conceito de juros sobre capital próprio, assim como os principais requisitos para sua distribuição nas empresas brasileiras.

2.1 A distribuição de dividendos

Requião (1995) define dividendos como sendo a fração de lucros que corresponde a cada ação. Em uma definição mais ampla, Sá e Sá (1990) afirmam que o dividendo é entendido como a porção do lucro da empresa designada a remunerar o capital do sócio ou do acionista. Os autores destacam que o estatuto de cada empresa, geralmente, fixará as normas de atribuição dos dividendos e as formas de pagamento. Nesse sentido, os dividendos representam uma destinação do lucro do exercício, dos lucros acumulados ou de reservas de lucros aos acionistas da companhia, e sua distribuição está entre os temas mais debatidos no campo das finanças corporativas (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010).

Para Speranzini (1994), até o início da década de 1960, acreditava-se que as empresas deveriam pagar dividendos generosamente. No Brasil, a Lei 6.404/76 faz distinção clara dos tipos e possibilidades de pagamento de resultados. Ressalta-se que, diferentemente de muitos outros países, dentre eles os Estados Unidos, a distribuição de dividendos é atualmente isenta de imposto de renda no País.

Segundo Futema, Basso e Kayo (2009), no Brasil, a tributação sobre os dividendos acontecia até o ano de 1995. De 1996 até a presente data (2018), os dividendos não passaram por tributações relativas ao imposto de renda. A Lei 6.404/76 deixa a cargo do estatuto a fixação de dividendo mínimo a ser distribuído. Mas, de acordo com o artigo 202, poderão ser distribuídos, no mínimo, 50% do lucro líquido com os acréscimos e deduções estabelecidos, sendo garantido o mínimo legal de 25% em caso de omissão do estatuto. No entanto, se a empresa for de capital fechado, a assembleia poderá deliberar, caso não haja oposição de qualquer acionista presente, a distribuição de dividendo menor do que 25% do lucro.

Conforme Iudícibus *et al.* (2010), existem divergências na interpretação do mínimo legal. Na visão dos autores, uma corrente jurídico-societária entende que a companhia constituída após o dispositivo não tem a obrigatoriedade citada. Os estatutos de 82,1% das companhias brasileiras de capital aberto apresentaram, no final de 2012, 25% de seu lucro líquido como dividendo obrigatório (PROCIANOY; VANCIN, 2016).

Analisando pela lente do mercado de capitais, a distribuição de dividendos tem outras implicações. Na perspectiva de Gordon e Shapiro (1956), os dividendos esperados são a principal variável de retorno com a qual os acionistas e os investidores determinam o valor da ação, representando, dessa maneira, uma fonte de fluxo de caixa para os acionistas, além de fornecerem informações sobre o desempenho atual e futuro da empresa. Nesse sentido, a política de dividendos tem forte impacto no comportamento do investidor. Para Gordon (1959), os dividendos nada mais são do que a forma de pagamento que os investidores esperam receber do que foi rendido por meio do capital investido na empresa. Gordon (1959) prevê, ainda, a existência de uma relação direta entre a política de dividendos da empresa e seu valor de mercado.

Dentre as principais teorias sobre dividendos, destaca-se a Teoria Residual dos Dividendos, que, assim como ressaltam Baker e Smith (2006), a empresa somente irá pagar dividendos se estes forem residuais. Ou seja, o pagamento ocorrerá apenas depois de cumpridas três etapas: (i) Definição de nível ótimo de custo de capital por meio da interseção de oportunidade de investimento e custo marginal do capital necessário; (ii) Definição da estrutura ideal de capital visando a suportar o item anterior; (iii) Utilização de lucros retidos para suportar o item “ii” desde que as fontes de financiamentos tenham custo superior; caso contrário, captação no mercado e distribuição do dividendo “residual” serão as melhores decisões. No caso do Brasil, essa teoria não se aplica muito em função da possibilidade de dedução fiscal das dívidas onerosas (SANVICENTE, 2017).

A Teoria da Irrelevância dos Dividendos é derivada em grande parte do trabalho de Modigliani e Miller (1961), que descrevem que a forma de financiamento da empresa não afeta seu valor. Sendo assim, sob essa ótica, a maneira como a empresa distribui dividendos não afeta

o preço da ação, pois a decisão de distribuição dos lucros também influencia aspectos da estrutura de capital das empresas, o que determina o valor da empresa. Desse modo, são o retorno e o risco de seus ativos.

A teoria de Modigliani e Miller (1961) é ainda determinada pelo efeito clientela, no qual os acionistas procuram empresas com determinado padrão de distribuição de dividendo. Conforme descrevem Loss e Sarlo Neto (2003), quando os investidores são capazes de encontrar ações com os padrões de dividendos de sua escolha, chega-se a um equilíbrio, no qual o valor de mercado não é afetado pela política de dividendos. Por outro lado, a Teoria da Relevância dos Dividendos, derivada dos trabalhos de Lintner (1956) e Gordon (1959), entende que a distribuição de dividendos tem total relação com o valor da empresa, utilizando o argumento de que “mais vale um pássaro na mão do que dois voando” é descrito que dividendos agora valem mais do que dividendos e ganhos no futuro.

Em um estudo seminal sobre o tema, Lintner (1956) desenvolveu um modelo que retrata o comportamento dos dividendos. Para Silva e Brito (2005), o modelo de Lintner (1956) possui três premissas importantes para a política de dividendos: (i) assume que para a administração da empresa a estabilidade dos dividendos deve ser privilegiada, porque isso é reconhecido pelo mercado; (ii) o determinante mais importante para qualquer mudança na distribuição de dividendos é o lucro; e (iii) a política de dividendos é decidida *a priori*, sendo as demais decisões tomadas após a definição dessa política (FUTEMA; BASSO; KAYO, 2007).

Com intuito de demonstrar a participação das políticas de dividendos no gerenciamento dos resultados das empresas, Rodrigues Sobrinho, Rodrigues e Sarlo Neto (2014) estudaram as empresas brasileiras de capital aberto. Os achados indicaram que as empresas que realizam maiores pagamentos de dividendos estão associadas a maiores níveis de gerenciamento de resultados. Melo e Fonseca (2015), por sua vez, pesquisaram as relações entre divulgação de fato relevante pelas empresas e as suas respectivas distribuições de lucro, na forma de dividendos ou JCP, e concluíram que, independentemente dessa divulgação, existe o retorno anormal com a aplicação de estudo de evento, evidenciando mudança no comportamento das ações com base nas informações divulgadas.

Após exposição do panorama legal e mercadológico sobre dividendos, é imprescindível que sejam mencionadas as principais restrições e/ou limitações que afetam a política de dividendos. A figura 1 expõe essas restrições/limitações.

Figura 1 – Restrições e/ou limitações que afetam a política de dividendos

Restrições legais e restrições contratuais
Restrições internas – falta de caixa
Perspectivas de crescimento – taxa de crescimento alta requer financiamento alto; desse modo, pode ocorrer redução de distribuição e empresas maduras com baixa taxa de crescimento podem distribuir mais dividendos e, geralmente, têm mais acesso ao mercado
Percepção do mercado sobre o padrão de pagamento de dividendo (GITMAN, 1984)

Fonte: Elaborado pelos autores.

2.2 Juros sobre o Capital Próprio

Os JCP é um mecanismo brasileiro de remuneração dos resultados, usado para distribuir os lucros para sócios, acionistas e titulares de uma determinada organização, conforme definido na Lei 9.249/95 e suas alterações posteriores. Os JCP permitem dedução fiscal, uma vez que são entendidos pela legislação como um empréstimo dos sócios à empresa. Nesse sentido, têm tratamento similar ao de uma dívida onerosa dentro dos limites legais.

Os JCP são regulados pela Lei 9.249/95, artigo 9º, e tratados, segundo a legislação tributária, como despesa financeira para a empresa que os declarar, fazendo com que haja uma redução no lucro tributável, constituindo, então, um benefício, uma vez que reduz a base de cálculo e, consequentemente, o valor a ser pago de Imposto de Renda e Contribuição Social.

Cabe aqui ressaltar que, conforme a Lei 6.404/76, os JCP têm tratamento similar ao de dividendos quanto à forma e montante a ser distribuído. De acordo com a Lei 6.404/76, o pagamento de JCP pode ser deduzido do valor do dividendo mínimo obrigatório. Segundo a Lei 9.249/95, o teto a ser utilizado como pagamento de JCP é o resultado da aplicação, *pro rata die*, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) sobre o patrimônio líquido, porém o montante passível de dedução para efeitos de determinação do lucro real e da base de cálculo da contribuição social limita-se ao maior dos seguintes valores:

I - 50% do lucro líquido do exercício antes da dedução desses juros;

II - 50% do somatório dos lucros acumulados e reserva de lucros sem computar o resultado do período em curso.

Para os efeitos do limite referido no item “I”, o lucro líquido do exercício será aquele após a dedução da contribuição social sobre o lucro líquido e antes da dedução da provisão para o imposto de renda sem computar, porém, os juros sobre o patrimônio líquido.

Os requisitos para distribuição de JCP se equivalem aos dos dividendos descritos no artigo 201 da Lei 6.404/76, o qual preconiza que as companhias somente poderão pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do artigo 17. O pagamento de JCP está sujeito à incidência de imposto sob a alíquota de 15% retido na fonte. Essa Lei criou um incentivo fiscal equivalente ao benefício dos impostos sobre dívida normalmente vigentes em outros lugares do mundo. Para o cálculo de JCP, são excluídas a Reserva de Correção Monetária Especial e as Reservas de Reavaliação de bens ainda não realizados como mencionado na Lei 8.200/1991.

Existe, também, a viabilidade de utilização do valor creditado líquido do imposto incidente na fonte para aumento de capital na empresa, o que não exclui o direito de dedutibilidade da despesa da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) conforme previsão da Instrução Normativa SRF nº 41, de 22 de abril de 1998, e do § 9º do artigo 9º da Lei 9.249/95. Além disso, para pessoa jurídica investidora tributada pelo lucro real, o Imposto

de Renda – Pessoa Jurídica (IRPJ) poderá ser compensado valendo-se do Imposto sobre a Renda Retido na Fonte (IRRF) no recebimento dos JCP, ou seja, com o valor retido por ocasião do pagamento ou crédito de juros a título de remuneração de capital. A Lei faculta, ainda, a possibilidade de utilização do JCP, que é para o aumento do capital social, conforme faculta o transcrito:

[...] § 9º À opção da pessoa jurídica, o valor dos juros a que se refere este artigo poderá ser incorporado ao capital social ou mantido em conta de reserva destinada a aumento de capital, garantida sua dedutibilidade, desde que o imposto de que trata o § 2º, assumido pela pessoa jurídica, seja recolhido no prazo de 15 dias contados a partir da data do encerramento do período-base em que tenha ocorrido a dedução dos referidos juros, não sendo reajustável a base de cálculo nem dedutível o imposto pago para fins de apuração do lucro real e da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido...

Entretanto, verifica-se que, normalmente, as empresas não utilizam essa ferramenta por desconhecimento. Mas os JCP apresentam-se como mais uma alternativa na busca de eficiência em estrutura tributária excessiva do Brasil. Estudos como os de Brito, Lima e Silva (2009) e Gouveia e Afonso (2013) sugerem que a atual estrutura tributária brasileira favorece a remuneração aos sócios por JCP, tornando as empresas mais propensas a tal.

Em um estudo sobre JCP, Decourt e Procianoy (2012) realizaram um *survey* com *Chief Financial Officers* (CFOs) de empresas listadas na B3, em dezembro de 2008, com a finalidade de conhecer o processo decisório da distribuição de lucros dessas empresas. Os autores identificaram que os principais fatores que são analisados para a definição dos dividendos são o lucro líquido do exercício e a geração de caixa do período. Foi constatado também que o uso do JCP é adotado pela maioria das empresas respondentes, devido ao benefício fiscal que essa forma de distribuição de resultados proporciona.

Gomes, Takamatsu e Machado (2015) procuram observar os principais fatores que levam as empresas a decidir entre dividendos e JCP na distribuição de seus resultados. A amostra selecionada englobou 115 empresas de capital aberto listadas na B3, que distribuíram algum tipo de proventos no ano de 2012. O estudo utilizou de uma técnica de regressão logística para explicar os determinantes da política de distribuição de proventos e os resultados mostram que empresas do setor de construção e transporte tendem a distribuir dividendos, enquanto empresas com alto valor de mercado priorizam o pagamento de JCP. Dessa forma, os autores sugerem que, uma vez que o uso de JCP é mais vantajoso em relação a benefícios fiscais, o mercado tende a valorizar empresas que utilizam dessa forma de distribuição de resultados, aumentando seu valor de mercado.

Em um estudo mais recente, Fagundes e Petri (2017) analisam as vantagens do JCP como forma distribuição de resultados, a fim de alcançar o benefício fiscal sem que as empresas atuem na informalidade. Os autores afirmam que as empresas brasileiras acabam praticando a informalidade, com o propósito de diminuir a carga tributária e assim, obter vantagens competitivas em seus custos. Para tanto, foram analisados os demonstrativos contábeis das

Revista de Finanças e Contabilidade da UNIMEP – REFICONT – v. 6, n. 2, Jul/Dez – 2019 Página 42

empresas GOL e LATAM, no período de 2010 a 2015. Como não foi feito uso do JCP por nenhuma das empresas da amostra, os autores elaboraram uma simulação com o intuito de verificar qual seria a economia caso tivessem optado por essa forma de distribuição de resultados. As conclusões finais apontam que ambas obteriam um ganho financeiro de R\$ 38 milhões, confirmando a premissa inicial do estudo.

3 Método de Pesquisa

Este estudo é de carácter descritivo e de abordagem quantitativa, segundo Gil (2010), pois as informações podem ser extraídas, analisadas e classificadas a partir de dados numéricos. Quanto ao método de pesquisa, foi utilizado o estudo de caso, que, na perspectiva de Yin (2001), é uma investigação empírica, a qual pesquisa um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real. Ou seja, o fenômeno a ser investigado, o “caso”, deve estar inserido em um contexto concomitante ao momento em que se deseja realizar a investigação. O estudo de caso pode ser entendido ainda como uma observação detalhada de um contexto ou indivíduo (BALOGUN; HUFF; JOHNSON, 2003).

Para Decourt e Procianoy (2012), o setor elétrico se diferenciou dos demais setores por uma participação relevante no pagamento de dividendos, sendo reconhecido como bom pagador de resultados pelo mercado. As informações utilizadas são de uma companhia aberta, do setor elétrico, mais especificamente da área de transmissão de energia, com ações negociadas na B3, cujos dados estão disponíveis no *site* da CVM, bem como no *site* da própria empresa. O período analisado é de 2010 a 2015. A delimitação do período justifica-se por ser um tempo no qual houve um grande volume de pagamento de distribuição de lucro pela empresa.

Conforme já convencionado, a empresa será nomeada como empresa Alfa. A seleção da empresa Alfa foi em função de o setor ser reconhecido como bom pagador de dividendos. As demonstrações financeiras estão disponíveis, bem como o grande volume de distribuição dos resultados no período. Os principais dados utilizados são encontrados no Balanço Patrimonial (BP) e nas Demonstrações de Resultado da Empresa (DRE).

Os dados para o desenvolvimento desse estudo foram obtidos das demonstrações financeiras consolidadas dessas empresas, disponíveis no próprio site da B3. Por meio das informações disponíveis nas demonstrações financeiras, propõe-se a inserção de pagamentos de distribuição de resultado compostos por JCP e dividendos, buscando a melhor opção para a redução da carga tributária. Dessa forma, serão analisados os impactos fiscais sob a ótica da empresa Alfa, do acionista e de ambos conjuntamente (visão global). A operacionalização das variáveis foi realizada por meio do *software Excel 2016*.

Foram utilizados apenas extratos da DRE e do BP, contemplando apenas as contas necessárias para o estudo. Outro ponto relevante é que, para explicitar o ganho e/ou a perda tributária, foram deduzidos dos lucros líquidos os dividendos. O objetivo é demonstrar o ganho ou a perda tributária ao final do período após o pagamento de todas as obrigações da empresa, inclusive com os sócios. Assim sendo, foram desconsiderados os regimes de competência e de caixa apenas para análise didática do impacto tributário na escolha da composição do portfólio de distribuição de resultados.

No tocante ao componente fundamental no cálculo de JCP, a TJLP (Figura 2), a qual representa o custo básico dos financiamentos concedidos pelo BNDES, que foi instituído pela Medida Provisória nº 684, de 31/10/94, tem período de vigência de um trimestre-calendário e é calculada a partir de parâmetros-meta da inflação estabelecida pelo Conselho Monetário acrescida do prêmio de risco. No caso concreto, foi calculada a taxa média da TJLP a.a.

Figura 2 – Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)

2010		2013	
Janeiro - Março	6%	Janeiro - Março	5%
Abril - Junho	6%	Abril - Junho	5%
Julho - Setembro	6%	Julho - Setembro	6%
Outubro - Dezembro	6%	Outubro - Dezembro	6%
2011		2014	
Janeiro - Março	6%	Janeiro - Março	5%
Abril - Junho	6%	Abril - Junho	5%
Julho - Setembro	6%	Julho - Setembro	6%
Outubro - Dezembro	6%	Outubro - Dezembro	6%
2012		2015	
Janeiro - Março	6%	Janeiro - Março	6%
Abril - Junho	6%	Abril - Junho	6%
Julho - Setembro	6%	Julho - Setembro	7%
Outubro - Dezembro	6%	Outubro - Dezembro	7%

Fonte: BNDES, 2017 (adaptado pelos autores).

4 Análise dos Resultados

4.1 Cálculo de JCP

Conforme a Lei 9.249/95, o valor de JCP é obtido pelo resultado da multiplicação da TJLP pelo patrimônio líquido da empresa, sendo que, do patrimônio líquido, são excluídas as reservas de reavaliações. No entanto, para o cálculo de JCP da empresa em estudo, foram excluídos também os dividendos adicionais propostos, haja vista que, diante do princípio da prudência, entende-se que estes representam um compromisso estabelecido da empresa para com os sócios; isto é, encontram-se no patrimônio líquido apenas momentaneamente.

A Tabela 1 traz o valor de JCP máximo que a empresa poderia pagar. Todavia, como poderá ser verificado nas Tabelas 2 e 3, a vantagem de se utilizarem os JCP como possibilidade de dedutibilidade tributária também encontra limite na legislação.

Tabela 1 – Extrato do Balanço Patrimonial da Empresa Alfa

Patrimônio Líquido (Valores expressos em milhares de reais)						
Período	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Capital Social	1.312.536	1.312.536	3.042.035	3.042.035	3.042.035	3.042.035
Reserva de Capital	594.507	594.507	594.507	594.507	594.507	594.507
Reserva de Lucros	345.429	345.429	201.059	522.833	333.333	417.864
Dividendos Adicionais	-	-	-	-	-	-
Patrimônio Líquido	2.252.472	2.252.472	3.837.601	4.159.375	3.969.875	4.054.406
TJLP	6,00%	6,00%	5,75%	5,00%	5,00%	6,25%
Cálculo JCP	135.148	135.148	220.662	207.969	198.494	253.400

Fonte: CVM, 2017 (adaptado pelos autores).

4.2 Tributação dos dividendos e JCP

O conceito, inscrito no artigo 202 da Lei 6.404/76, de dividendo também é abarcado pelos JCP. Atualmente, a distribuição de dividendos é isenta de tributação. Os JCP, por sua vez, são tributados em 15% de imposto de renda retido na fonte sobre o valor a ser distribuído. Dessa forma, a cada R\$100,00 distribuídos por meio de JCP, apenas R\$85,00 chegarão ao bolso do acionista e R\$15,00 ficarão retidos para pagamento de impostos.

Dentro dos limites legais, o valor de JCP é entendido pela legislação como um empréstimo dos sócios à empresa. Dessa maneira, tem tratamento tributário diferenciado, permitindo que seja incluído na despesa financeira da empresa e reduzindo, assim, o lucro tributável. Desse modo, os JCP proporcionam um pagamento de imposto de renda e contribuição social menor dentro de limites e/ou restrições.

A primeira restrição apontada é o regime tributário utilizado pela empresa. Nesse caso, apenas empresas que apuram o lucro pelo regime tributário lucro real podem utilizar o benefício. Além disso, há os limites legais definidos para alcance do benefício fiscal, que, conforme já mencionado, limitam-se ao maior dos seguintes valores de acordo com a legislação vigente:

I - 50% do lucro líquido do exercício antes da dedução desses juros;

II - 50% do somatório dos lucros acumulados e reserva de lucros sem computar o resultado do período em curso.

No caso da empresa Alfa, tem-se:

Tabela 2 – Extrato da Demonstração de Resultados da Empresa Alfa

Resultados do Período (Valores expressos em milhares de reais)						
Período	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Resultados Antes das Despesas Financeiras	-22.533	843.182	688.974	1.004.092	1.149.545	1.206.434
Equivalência Patrimonial	446.785	27.721	249.307	261.937	346.351	308.358
Receitas Financeiras	10.228	50.965	120.644	94.177	52.297	52.189
Despesas Financeiras	-56.090	-213.108	-340.460	-352.310	-219.316	-331.837
Imposto de Renda e Contribuição Social	50.240	-213.361	-129.283	50.395	-219.861	-153.147
Lucro Líquido	428.630	495.399	589.182	1.058.291	1.109.016	1.081.997
Cálculo JCP - limite 50% (I)	214.315	247.700	294.591	529.146	554.508	540.999

Fonte: CVM, 2017 (adaptado pelos autores).

Tabela 3 – Extrato do Balanço Patrimonial da Empresa ALFA

Patrimônio Líquido (Valores expressos em milhares de reais)						
Período	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Capital Social	1.312.536	1.312.536	3.042.035	3.042.035	3.042.035	3.042.035
Reserva de Capital	594.507	594.507	594.507	594.507	594.507	594.507
Reserva de Lucros	345.429	345.429	201.059	522.833	333.333	417.864
Dividendos Adicionais						
Patrimônio Líquido	2.252.472	2.252.472	3.837.601	4.159.375	3.969.875	4.054.406
Cálculo JCP - limite 50% (II)	172.715	172.715	100.530	261.417	166.667	208.932

Fonte: CVM, 2017 (adaptado pelos autores).

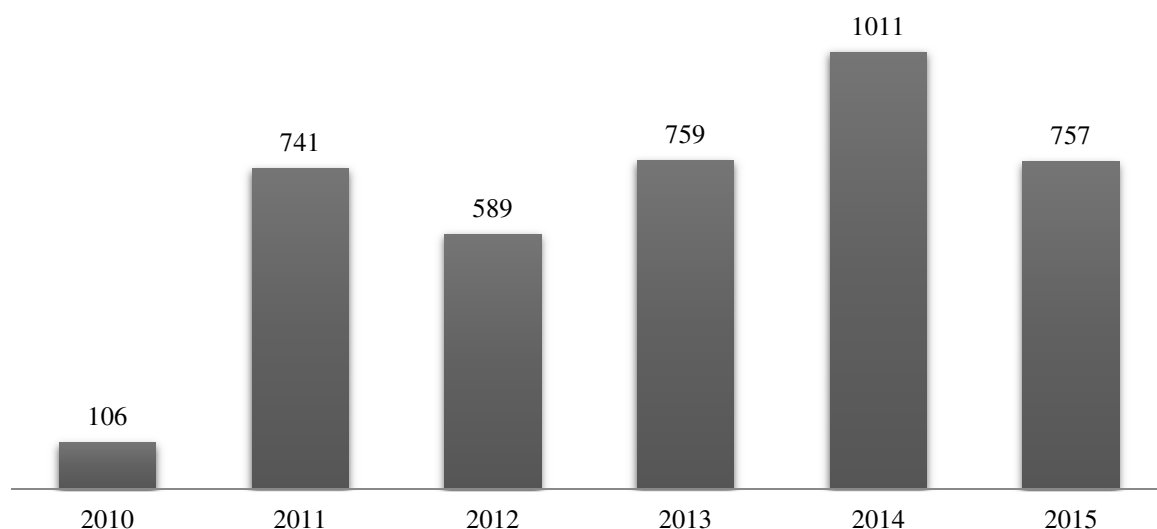
Observa-se que a conta lucros acumulados não consta no patrimônio da empresa Alfa. Com o advento da Lei 11.638/2007, as sociedades por ações devem destinar totalmente o saldo de lucro acumulados por proposta da administração da companhia ao final do período. Desse modo, a única conta utilizada no cálculo da Tabela 3 foi reserva de lucro. Na comparação entre os valores mencionados, verifica-se que o inciso I reflete o maior valor e será o considerado para efeito das simulações.

A restrição para a distribuição dos resultados tanto para dividendos como para JCP é a insuficiência de caixa, pois o fato de obter lucro não quer dizer que existe caixa para pagamento de distribuição. A decisão quanto ao instrumento financeiro utilizado para distribuição de lucros da empresa, muitas vezes, está definida em estatuto. Nesse caso, para empresas S.A., a alteração de estatuto requer assembleia geral. Além disso, há acionistas que preferem receber dividendos com a devida isenção de imposto agora do que ter que pagar 15% de imposto para obter um aproveitamento tributário.

4.3 Histórico de distribuição de resultados

De acordo com seu estatuto social, a empresa Alfa deve distribuir pelo menos 50% do seu lucro líquido. A companhia teve uma distribuição de resultados bem expressiva. A Figura 3 mostra o histórico de pagamento de dividendos da empresa em milhões de reais desde 2010.

Figura 3 – Dividendos distribuídos de 2010 a 2015



Fonte: Sites da empresa Alfa e da CVM.

4.4 Reprodução e comparação

A proposta do estudo é realizar a reprodução com dados da empresa Alfa visando a demonstrar que a distribuição de lucros por meio de JCP pode ser mais benéfica para a empresa do ponto de vista tributário. Inicialmente, calculou-se o máximo de JCP que poderia ser pago pela empresa no período de 2010 a 2015. Em seguida, foi calculado o valor total de JCP que poderia ser alcançado pelo benefício fiscal conforme a Tabela 4.

Tabela 4 – Limite de dedutibilidade

Período	2010	2011	2012	2013	2014	2015
JCP	135.148	135.148	220.766	207.968	198.493	253.340
Cálculo de JCP - Limite 50% (I)	214.315	247.700	529.463	327.743	554.508	540.999

Fonte: CVM, 2017 (adaptado pelos autores).

Verifica-se que, em todos os anos, poderia ter sido pago o valor máximo de JCP e que este poderia ser utilizado para dedução do imposto de renda e de contribuição em sua totalidade. A Tabela 5 apresenta o extrato da DRE contemplando a dedução dos dividendos.

Foram considerados os dividendos pagos pela empresa de forma que se simulou apenas a composição entre dividendos e JCP. Outro ponto relevante é o fato de que a empresa Alfa, em função do mercado no qual está inserida, tem isenções fiscais específicas e créditos fiscais que já permitiam o pagamento inferior a 34% referente ao imposto de renda e contribuição social.

Na Tabela 5, não foram consideradas as distribuições de resultado via JCP; incorporaram-se apenas as distribuições por dividendos. Cabe ressaltar que, conforme mencionado anteriormente, o tratamento dispensado aos JCP é o mesmo de uma dívida onerosa para a empresa. Assim sendo, o valor relativo aos JCP será incluso na despesa financeira deduzindo-se a base de cálculo para o pagamento de imposto de renda e contribuição.

Tabela 5 – Extrato de demonstração de resultado da empresa Alfa

Resultados Antes das Despesas Financeiras (Valores expressos em milhares de reais)						
Período	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Resultados Antes das Despesas Financeiras	-22.533	843.182	688.974	1.004.092	1.149.545	1.206.434
Equivalência Patrimonial	446.785	27.721	249.307	261.937	346.351	308.358
Receitas Financeiras	10.228	50.965	120.644	94.177	52.297	52.189
Despesas Financeiras	-56.090	-213.108	-340.460	-352.310	-219.316	-331.837
Resultado Antes do IRPJ e CSLL	378.390	708.760	718.465	1.007.896	1.328.877	1.235.144
IRPJ e CSLL	50.240	-213.361	-129.283	-50.395	-219.861	-153.147
Lucro Líquido	428.630	495.399	589.182	957.501	1.109.016	1.081.997
Dividendos Pagos	-106.000	-741.000	-589.000	-759.000	-1.011.000	-757.000

Saldo Líquido	322.630	- 245.601	182.000	198.501	98.016	324.997
---------------	----------------	------------------	----------------	----------------	---------------	----------------

Fonte: CVM, 2017 (adaptado pelos autores).

As Tabelas 6 e 7 trazem a simulação do ganho tributário decorrente da utilização de dividendos e JCP e a composição total de dividendos e JCP, respectivamente.

Tabela 6 – Simulação de Custo Evitado

Extrato Demonstração de Resultados Alfa						
Resultados Antes das Despesas Financeiras (Valores expressos em milhares de reais)						
Período	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Resultados Antes das Despesas Financeiras	-22.533	843.182	688.974	1.004.092	1.149.545	1.206.434
Equivalência Patrimonial	446.785	27.721	249.307	261.937	346.351	308.358
Receitas Financeiras	10.228	50.965	120.644	94.177	52.297	52.189
Despesas Financeiras	-56.090	-348.256	-561.226	-560.279	-417.810	-585.178
Resultado Antes do IRPJ e CSLL	378.390	573.612	497.699	799.927	1.130.383	981.803
IRPJ e CSLL	50.240	-172.677	-89.558	-39.996	-187.020	-121.735
Lucro Líquido	428.630	400.935	408.141	759.931	943.363	860.068
Dividendos Pagos	-106.000	-605.852	-368.234	-551.031	-812.506	-503.659
Saldo líquido	322.630	-204.917	39.907	208.900	130.857	356.409
Ganho Tributário	-	40.684	39.725	10.399	32.841	31.412

Fonte: CVM, 2017 (adaptado pelos autores).

Tabela 7 – Composição de dividendos e JCP

Período	2010	2011	2012	2013	2014	2015
JCP	-	135.148	220.766	207.969	198.494	253.341
Dividendos	106.000	605.852	368.234	551.031	812.596	503.659
Total	106.000	741.000	589.000	759.000	1.011.090	757.000

Fonte: Simulação realizada pelos autores.

Apenas no ano de 2010, não foi feita a distribuição de resultados por meio de JCP, uma vez que a empresa apresentava crédito fiscal e, nesse caso, o instrumento seria ineficiente. Todavia, nos demais anos, verificou-se que o menor custo evitado foi de R\$10.398 milhões em

2013 e o total de benefício fiscal no período analisado foi superior a R\$150 milhões de reais. Vale ressaltar que essa é uma visão exclusiva do ponto vista da empresa. Apesar da tributação dos JCP, o valor relativo ao pagamento de imposto seria desembolsado de qualquer forma pela empresa. Mas se fossem utilizados os dividendos, a empresa não teria o ganho tributário indicado.

4.5 Visão do acionista e visão global

Até o momento, a análise foi desenvolvida apenas sob o ponto de vista da empresa, que a princípio desembolsará o mesmo valor para pagamento de distribuição seja por meio de JCP ou dividendos. Dessa forma, considerando que os JCP são tributados em 15% de IRPJ, o valor recebido pelo acionista será inferior conforme indicado na Tabela 8.

Em uma situação hipotética em que a empresa Alfa tenha apenas um acionista e este resolva avaliar o planejamento tributário em relação ao JCP, visando à menor carga tributária para ambos, conjuntamente, constata-se que a utilização em todos os anos gerou uma ineficiência tributária em 2013 e 2015. Nos anos de 2013 e 2015, observa-se, pela DRE, que, em função de isenções e/ou subsídios obtidos pela empresa Alfa, a tributação de IRPJ e CSLL foi inferior a 15%. Nessas situações, considerando a menor carga tributária global (acionista e empresa ao mesmo tempo), os JCP são ineficientes.

Desse modo, considerando o panorama global (acionista e empresa conjuntamente), a eficiência tributária máxima seria de cerca de R\$30 milhões de reais; ou seja: a utilização de JCP apenas nos anos em que o valor da CSLL e do IRPJ for superior a 15%. Caso contrário, gera uma ineficiência quando analisadas as cargas tributárias totais pagas pela empresa e pelo acionista.

Tabela 8 – Visão Fiscal do Acionista e Visão Global

Período	2010	2011	2012	2013	2014	2015
JSCP Rec	-	114876	187651	176773	168720	215340
Dividendos	106000	605852	368234	551031	812506	503659
Total	106000	720728	555885	727805	981226	718999
Ganho Tributário	-	40684	39725	10398	32840	31412
IRRJ JSCP	-	20272	33115	31195	29774	38001
Eficiência Tributária	-	20412	6610	-20797	3066	-6589

Fonte: elaborado pelos autores, 2017.

Tabela 9 – Planejamento Tributário Global

Período	2010	2011	2012	2013	2014	2015
JSCP Rec.	-	114876	187651	-	168720	-
Dividendos	106000	605852	368234	759000	812506	503659
Total	106000	720728	555885	759000	981226	757000
Ganho Tributário	-	40684	39725	-	32840	-
IRRJ JSCP	-	20272	33115	-	29774	-
Eficiência Tributária	-	20412	6610	-	3066	-

Fonte: BNDES, 2017 (adaptado pelos autores).

Dessa forma, por meio das análises foi possível observar que o uso de JCP como forma de distribuição de resultados, em detrimento do pagamento de dividendos e obedecendo aos seus limites legais, pode gerar notáveis ganhos para as empresas, corroborando com o apontado nos estudos de Malaquias et al. (2007) e Fagundes e Petri (2017).

5 Conclusão

Este estudo buscou, inicialmente, esclarecer as principais diferenças entre as formas de distribuição de resultados aplicadas no Brasil, com foco específico em dividendos e juros sobre capital próprio. Observa-se que, perante a legislação, elas apresentam similaridades conceituais, porém trazem diferenças quanto ao regime de tributação em que estão inseridas.

Os JCP são entendidos como uma dívida da empresa para com os sócios. Nesse caso, é possível utilizá-los para dedução do lucro líquido. Cabe ressaltar que foi realizada a escolha de uma empresa, a qual apresentou uma crescente distribuição de resultados no período de 2010 a 2015. O cálculo para aplicação de JCP não apresenta complicação, mas há que se discernir a diferença entre possibilidade de utilização de JCP como distribuição de resultado e o limite de dedutibilidade. O primeiro é um cálculo realizado sobre contas do patrimônio líquido conforme já descrito. O segundo, o limite de dedutibilidade apresentado no cálculo simplificado, é o máximo que empresa poderá utilizar para dedução do lucro e, consequentemente, obter o benefício com a redução da base cálculo do imposto de renda e da contribuição social. Nesse caso, percebe-se que o limite para dedutibilidade da empresa Alfa é muito superior ao valor máximo que a empresa poderia pagar de JCP.

O estudo concentra-se no impacto da carga tributária quando da utilização diversificada do portfólio de instrumentos de distribuição de resultados, especificamente de uma composição entre dividendos e JCP da empresa Alfa no período de 2010 a 2015, comparando os seus resultados obtidos sob três óticas – a da empresa Alfa, a do acionista e a da visão global, na qual é analisada a menor carga tributária considerando tanto o acionista como a empresa. Na visão da empresa, verifica-se que, todas as vezes em que se utilizou a composição entre dividendos e JCP, constatou-se que houve ganho para a empresa, uma vez que sempre ocorre o achatamento da base de cálculo do imposto de renda e contribuição social

em função da possibilidade de inclusão integral de JCP como despesa financeira, fazendo com que o lucro líquido seja reduzido. Porém, essa é uma visão unidimensional, haja vista que não existe preocupação com o acionista, mas apenas com a empresa. Quando o foco do estudo é apenas o acionista, percebe-se que ocorre uma redução dos resultados recebidos pelo acionista, o que representa novamente uma visão unidimensional do acionista. Isso se deve ao fato de que os JCP são tributados pelo imposto de renda em 15%, que é retido na fonte.

Ao realizar a análise conjunta com visão global observando todos os impactos dos pontos de vista da empresa Alfa e do acionista, busca-se minimizar ao máximo a carga tributária paga por ambos. Nesta análise, nota-se que existe vantagem em utilizar os JCP, porém não de forma indiscriminada. Então, observa-se que, nos anos de 2013 e 2015, a utilização foi ineficiente. Mesmo com as limitações legais e/ou operacionais, a isenção tributária dos dividendos e a dedução fiscal possibilitada pelos JCP proporcionam um custo evitado superior de R\$150 milhões na ótica apenas da empresa. Por outro lado, houve uma redução significativa nos dividendos recebidos pelos acionistas em função da tributação de 15% conforme já mencionada.

Diante dos resultados, conclui-se que a utilização de JCP do ponto de vista global é indicada quando as alíquotas totais de IRPJ e CSLL forem superiores à de JCP. Em uma terceira análise, em que se propõe a não utilização de JCP no período de 2013 a 2015, obtém-se ainda um custo evitado em torno de R\$30 milhões de reais. Ante ao exposto, ratifica-se a necessidade do planejamento tributário na análise das opções de distribuição de lucros, considerando todo o contexto tributário no qual a empresa está inserida, com intuito de permitir que as empresas obtenham ganhos tributários e possam utilizá-los como vantagem competitiva.

Os resultados encontrados não podem ser generalizados, uma vez que se trata de um estudo de caso. No entanto, este estudo contribui para a discussão acerca da distribuição de resultados das empresas brasileiras. Nesse sentido, propõe-se, para pesquisas futuras, a análise com amostra composta por empresas com regime tributário similar e diferenciado com o objetivo de verificar se o resultado permanecerá inalterado.

Referências

BAKER, H. K.; SMITH, D. M. In search of a residual dividend policy. **Review of Financial Economics**, v. 15, n. 1, p. 1-18, 2006.

BALOGUN, J.; HUFF, A. S.; JOHNSON, P. Three responses to the methodological challenges of studying strategizing. **Journal of Management Studies**, v. 40, n. 1, p. 197-224, 2003.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/>>. Recuperado em: 15 maio 2016.

BRASIL. **Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995**. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/>>. Recuperado em: 15 maio 2016.

BRASIL. **Lei n. 9.430, de 27 de dezembro de 1996**. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/>>. Recuperado em: 15 maio 2016.

BRASIL. **Regulamento do Imposto de Renda – RIR 1999**, de 26 de março de 1999. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/>>. Recuperado em: 15 maio 2016.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R.; SILVA, J. C. O Crescimento da Remuneração Direta aos Acionistas no Brasil: Economia de Impostos ou Mudança de Características das Firms? **BBR-Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 62-81, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação CVM n. 207**, de 1996. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Recuperado em: 15 maio 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa CVM n. 247, de 1996**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Recuperado em: 15 maio 2016.

DECOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. O Processo Decisório sobre a Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 4, p. 461-498, 2012.

FAGUNDES, Caio; PETRI, Sérgio Murilo. Juros sobre capital próprio: um estudo da contribuição no resultado tributário nas empresas GOL E LATAM. **Revista da UNIFEBE**, v. 1, n. 22, p. 55-86, 2017.

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. A estrutura de capital, os dividendos e os juros sobre o capital próprio: evidências empíricas no caso brasileiro de 1995 a 2004. 2006. **ENANPAD**, XXXI. Rio de Janeiro, 2007.

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo: USP, v. 20, n. 49, p. 44-62, 2009.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GITMAN, L. J. **Princípios da administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Harbra, 1984.

GOMES, P. H. C. P. N.; TAKAMATSU, R. T.; MACHADO, E. A. Determinantes da Política de Remuneração do Capital Próprio: Dividendos versus Juros sobre Capital Próprio. **Reunir: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 5, n. 2, 2015.

GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. **The review of economics and statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.

GORDON, M. J.; SHAPIRO, E. Capital equipment analysis: the required rate of profit. **Management Science**, v. 3, n. 1, p. 102-110, 1956.

GOUVEIA, F. H. C.; AFONSO, L. E. Uma análise das formas de remuneração dos sócios por meio do planejamento tributário. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 2, p. 70-98, 2013.

IUDÍCIBUS, S. D.; SANTOS, A.; GELBCKE, E. R.; MARTINS, E. Manual de contabilidade societária: aplicada a todas as sociedades – de acordo com as normas internacionais e do CPC. São Paulo: Atlas, 2010.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **The American Economic Review**, v. 46, p. 97-103, May 1956.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo: USP, Edição Comemorativa, p. 39-53, out. 2003.

MALAQUIAS, R. F.; GIACHERO, O. S.; COSTA, B. E.; LEMES, S. Juros sobre o capital próprio: uma análise envolvendo a empresa pagadora e o acionista recebedor. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 10, n. 2, 2009.

MELO, F. J.; FONSECA, M. W. Política de dividendos no Brasil: uma análise na reação do mercado a anúncios de distribuição de dividendos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 12, n. 27, p. 137-164, 2015.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, v. 34, p. 411-433, 1961.

REQUIÃO, R. **Curso de direito falimentar**. 1. ed., São Paulo: Saraiva, 1995. 286 p.

ROCHA, D. Com lucros em queda, empresas reduzem distribuição de dividendos. **Revista Exame**, 27 jul. 2017. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/revista-exame/com-lucros-em-declinio-empresas-reduzem-distribuicao-de-dividendos/>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

RODRIGUES SOBRINHO, W. B.; RODRIGUES, H. S; SARLO NETO, A. 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**, v. 11, n. 24, p. 3-24, 2014.

SÁ, A. L.; SÁ, A. M. L. **Dicionário de contabilidade**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 1990.

SANVICENTE, A. Z. Teoria residual da política de dividendos: um experimento natural. **Working Paper 446**, FGV, 2017. Disponível em <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/18015/TD%20446%20-%20Antonio.pdf>>. Acesso em: 11 dez. 2017.

SPERANZINI, M. M. **Efeito da política de dividendos sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais**. 1994. Tese (Doutorado em Administração)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1994.

SILVA, J. C.; BRITO, R. D. Testando as previsões de *trade-off* e *pecking order* sobre dividendos e dívida para o Brasil. **Finance Lab Working Paper**, v. 35, n. 1, p. 37-79, 2005.

VANCIN, F. D.; PROCIANOY, J. L. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, p. 89-123, 2016.

YIN, R. K. **Estudo de caso**: Planejamento e Métodos. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.