

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

JANAINA FERNANDA BÓRMIO RUFFINI GARBIN

POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS E TRIBUTAÇÃO

SÃO PAULO – SP

2020

JANAINA FERNANDA BÓRMIO RUFFINI GARBIN

POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS E TRIBUTAÇÃO

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas

Campo de Conhecimento: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Richard Saito

SÃO PAULO – SP

2020

Garbin, Janaina Fernanda Bórmio Ruffini.

Política de distribuição de proventos e tributação / Janaina Fernanda Bórmio Ruffini Garbin. - 2020.

43 f.

Orientador: Richard Saito.

Dissertação (mestrado profissional MPA) – Fundação Getulio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Sistemas de bonificações. 2. Dividendos. 3. Empresas - Finanças. 4. Juros. 5. Impostos - Brasil. I. Saito, Richard. II. Dissertação (mestrado profissional MPA) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 658.155.2(81)

JANAINA FERNANDA BÓRMIO RUFFINI GARBIN

POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS E TRIBUTAÇÃO

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas, em cumprimento parcial dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Campo de Conhecimento: Finanças

Data da avaliação: 26/03/2020

Banca examinadora:

Prof. Dr. Richard Saito (Orientador)
FGV-EAESP

Prof. Dr. Arthur Ridolfo Neto
FGV-EAESP

Prof. Dr. Roy Martelanc
FEA-USP

Prof. Dr. Ricardo Matone
Membro do Mercado

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por ter me dado todas as condições para realizar este trabalho.

Agradeço ao meu esposo, Maurício, pela paciência, dedicação e parceria incomensuráveis e aos meus pais e minha irmã pelo apoio que sempre deram ao meu desenvolvimento.

Agradeço também ao meu orientador Richard Saito pelo tempo e conhecimento dispendidos, que foram fundamentais para a realização deste projeto.

RESUMO

As alterações da legislação tributária em meados da década de 1990 trouxeram algumas medidas de incentivo à retomada da economia brasileira, como a isenção tributária dos dividendos pagos por empresas e a instituição do mecanismo de Juros Sobre o Capital Próprio (“JSCP”). A partir da análise de empresas brasileiras do índice IBrX 100, acompanhamos a evolução do pagamento de proventos, o grau de utilização dos dividendos e JSCP, os impactos da utilização do JSCP nas alíquotas efetivas de imposto e estudamos os impactos no *payout* de proventos decorrentes de dois eventos que alteraram a tributação dos dividendos no Brasil e no México. Concluímos que: (i) o percentual de empresas que remuneram os acionistas via dividendos e JSCP vêm aumentando ao longo do tempo e, entre as empresas pagadoras de proventos, a forma de distribuição é bastante balanceada entre dividendos e JSCP; (ii) as empresas estudadas distribuem menos JSCP que o limite permitido, mas este percentual de utilização do limite disponível vem aumentando ao longo do tempo e o JSCP contribui para a redução da alíquota efetiva de imposto das empresas; (iii) houve aumento do capital social após as alterações da legislação tributária através das leis nº 9.249/1995 e nº 9.430/1996, beneficiando uma maior distribuição via JSCP; e (iv) como estuda-se a tributação dos dividendos no Brasil, analisamos as evidências dos momentos em que houve a isenção dos dividendos no Brasil a partir de 1996 e a tributação dos dividendos no México a partir de 2014 e concluímos que, em uma eventual tributação de dividendos, espera-se uma redução do *payout* das empresas, como ocorreu no México. Estes resultados contribuem para o debate político atual no Brasil sobre a tributação dos dividendos e a continuidade da existência do benefício de dedutibilidade do JSCP da base fiscal, pois fornecem indícios de que alterações na legislação tributária têm impacto direto na definição da política de proventos das empresas.

Palavras-chaves: Política de Proventos. Dividendos. Juros Sobre o Capital Próprio. Tributação. Alíquota Efetiva de Imposto.

ABSTRACT

The changes in tax legislation in the mid-90s brought some measures to promote the recovery of Brazilian economy, such as the tax exemption of dividends paid by companies and the creation of the Interest on Capital (“IOC”) mechanism. Based on the analysis of Brazilian companies that are part of the IBrX 100 index, we followed its evolution of dividends payment, we analyzed the degree of use of dividends and IOC and the impacts in the effective tax rates when IOC is paid by the companies, and we studied the impacts on the payout policy resulting from two events that changed the taxation of dividends in Brazil and Mexico. We conclude that: (i) the percentage of companies that remunerate shareholders via dividends and IOC has increased over time and, among the companies that have a payout policy, the form of distribution is quite balanced between dividends and IOC; (ii) the companies studied distribute less IOC than the permitted limit, but this percentage of utilization of the available limit has been increasing over time, and IOC contributes to the reduction of companies’ effective tax rate; (iii) there was an increase in the share capital of the companies after changes in tax legislation through Law 9,249/1995 and Law 9,430/1996, benefiting the distribution capacity of IOC; and (iv) as we study the taxation of dividends in Brazil, we analyzed the evidences of the tax exemption of dividends in Brazil in 1996 and the taxation of dividends in Mexico in 2014 and we concluded that, in a possible taxation of dividends in Brazil, it is expected a reduction in payout policy, as occurred in Mexico. These results contribute to the current political debate in Brazil on the taxation of dividends and the existence of the IOC tax base deductibility benefit, as they provide evidence that changes in tax legislation have a direct impact on payout policy definitions.

Key-words: Payout Policy. Dividend. Interest on Capital. Taxation. Effective Tax Rate.

LISTA DE FIGURAS E TABELAS

Figura 1 – Evolução da tributação dos Proventos no Brasil.....	15
Tabela 1 – Alíquotas de IRRF sobre Ganho de Capital (Lei nº 13.259/2016)	16
Tabela 2 – Método Diferenças-em-Diferenças.....	24
Tabela 3 – Evolução Payout de Proventos IBrX 100.....	26
Tabela 4 – Comparação Média Alíq Efetiva vs Média Alíq Efetiva sem JSCP das empresas IBrX 100.....	28
Tabela 5 – Estimativa da Redução da Arrecadação do Governo Federal.....	29
Tabela 6 – Testes Modelo e Diferença de Médias: Média PL, Média CS, Média RC e Média Aum PL.....	31
Tabela 7 – Testes Modelo e Diferença de Médias: Média <i>Payout</i>	32
Tabela 8 – Testes Modelo e DD <i>Payout</i> : México e Brasil, 2009-2013 vs 2014-2018.....	34
Tabela A.1 – Número de Empresas e Registros IBrX 100: Evolução <i>Payout</i> , JSCP e Impacto na Alíquota Efetiva.....	40
Tabela A.2 – Número de Empresas e Registros IBrX 100: Diferença de Médias <i>Payout</i> de Proventos, PL, CS, RC e Aumento PL	40
Tabela A.3 – Número de Empresas e Registros: DD Brasil (IBrX 100) e México (BMV).....	41

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

A/D	Antes/Depois
Alíq	Alíquota
Aum	Aumento
B3	B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão
BMV	Bolsa Mexicana de Valores
C/T	Controle/Tratamento
CS	Capital Social
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DD	Diferenças-em-diferenças
IBrX 100	Índice Brasil 100
ILL	Imposto sobre o Lucro Líquido
IOC	<i>Interest on Capital</i>
IQR	Amplitude Interquartil
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
IRRF	Imposto sobre a Renda Retido na Fonte
JSCP	Juros Sobre o Capital Próprio
LAIR	Lucro Antes do Imposto de Renda
LL	Lucro Líquido
PL	Patrimônio Líquido
RC	Reserva de Capital
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
vs	Versus

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
2	BREVE REVISÃO DE LITERATURA	14
2.1	LITERATURA SOBRE POLÍTICA DE PROVENTOS	14
2.2	EVOLUÇÃO DA LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA BRASILEIRA SOBRE GANHO DE CAPITAL, DIVIDENDOS E JSCP	17
2.3	TRIBUTAÇÃO DE DIVIDENDOS MÉXICO.....	18
3	METODOLOGIA DE PESQUISA	20
3.1	DADOS E AMOSTRA	22
3.2	DEFINIÇÃO DAS ANÁLISES E HIPÓTESES	23
3.2.1	Evolução <i>Payout</i> , JSCP e Impacto na Alíquota Efetiva – Brasil, de 1997 A 2018.....	23
3.2.2	Diferença de Médias Patrimônio Líquido - Brasil, 1994-1995 vs 1997-1998.....	24
3.2.3	Diferença de Médias <i>Payout</i> - Brasil, 1994-1995 vs 1997-1998.....	25
3.2.4	Diferenças-em-Diferenças de <i>Payout</i> – Brasil e México, 2009-2013 vs 2014-2019	25
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	28
4.1	EVOLUÇÃO DO <i>PAYOUT</i> DE 1997 A 2018	28
4.2	ANÁLISE DO EFEITO DO JSCP SOBRE A ALÍQUOTA TRIBUTÁRIA EFETIVA...	29
4.3	DIFERENÇA DE MÉDIAS PATRIMÔNIO LÍQUIDO	31
4.4	DIFERENÇA DE MÉDIAS <i>PAYOUT</i>	33
4.5	DIFERENÇAS-EM-DIFERENÇAS DE <i>PAYOUT</i> – BRASIL E MÉXICO	35
4.6	LIMITAÇÕES DO ESTUDO	36
5	CONCLUSÃO	37
	REFERÊNCIAS	39
	APÊNDICE A – DADOS DA AMOSTRA UTILIZADOS NOS ESTUDOS	42

1 INTRODUÇÃO

Após a implementação do Plano Real, em 1994, e a consequente estabilização da inflação, o legislador brasileiro adotou, a partir de 1996, com o advento da Lei 9.249/1995, algumas medidas de incentivo à retomada da economia, como a isenção tributária dos dividendos pagos por empresas e a instituição do mecanismo de Juros Sobre o Capital Próprio (“JSCP”), que prevê a dedutibilidade destes juros da base tributável pelo Imposto de Renda (“IRPJ”) e pela Contribuição Social do Lucro Líquido (“CSLL”), reduzindo o imposto pago pelas empresas. Tanto a exoneração tributária dos dividendos, quanto a dedutibilidade do JSCP, quando instituídos, visavam o estímulo ao investimento nas atividades produtivas do país. Além disso, o JSCP surgiu em uma tentativa de equiparar o tratamento fiscal do investimento de acionistas nas atividades produtivas ao endividamento com terceiros, vantagem essa que objetivava aumentar a competitividade das empresas brasileiras vis-à-vis a concorrência externa, gerando empregos e fomentando o crescimento da economia de forma sustentável (Exposição de Motivos da Lei nº 9.249/1995). Segundo Martins (2004), outro objetivo da criação do JSCP foi reduzir a iniquidade fiscal criada com a extinção da correção monetária dos balanços em 1995.

Nos anos que se seguiram, algumas pesquisas locais buscaram verificar se os incentivos conferidos pelo legislador impactaram de forma significativa a política de distribuição de proventos das empresas brasileiras. Paiva e Lima (2001) compararam o *payout* de proventos das empresas brasileiras antes das alterações na legislação tributária (1995) e após (de 1996 a 1998), mas os resultados do estudo não permitiram concluir se houve aumento significativo na distribuição de dividendos, porém indicaram uma sinalização de uso crescente do JSCP pelas empresas que compuseram a amostra. Em estudo mais recente, Brito, Lima e Silva (2009) concluíram que as mudanças na legislação tributária favoreceram o aumento da distribuição direta de proventos no período analisado (até 2003) e observaram o JSCP como principal mecanismo utilizado pelas empresas.

Poucos estudos recentes tratam sobre a utilização pelas empresas da remuneração via JSCP como mecanismo de redução da carga tributária até os limites de dedutibilidade previstos em lei. Mota (2007) conclui em seus estudos, que tratou de uma amostra de empresas listadas em bolsa no Brasil de 2002 a 2005, que os JSCP eram em geral pouco utilizados como forma de distribuição de proventos e que as empresas que optavam preferencialmente por este instrumento eram mais maduras, sofisticadas, com propriedade mais dispersa e altos *payouts*.

Pouco se sabe, no entanto, se os incentivos criados pelas leis nº 9.249/1995 e nº 9.430/1996 estão sendo utilizados de forma a produzir os efeitos esperados de aumento da competitividade das empresas brasileiras.

Ao mapear o comportamento das empresas brasileiras na decisão de suas políticas de distribuição de proventos, será possível verificar se estas buscam a alternativa mais eficiente do ponto de vista fiscal para a própria empresa e para os acionistas. Estas informações podem ajudar a traçar um perfil, conferindo previsibilidade ao investidor sobre um dos critérios utilizados na decisão de investimento em empresas, que é a eficiência fiscal. Além da ótica do investidor, um dos benefícios de se conhecer o comportamento das empresas brasileiras na política de distribuição de proventos é dar suporte às autoridades governamentais para definir se estes mecanismos de redução tributária continuam produzindo os efeitos que motivaram a sua existência, a ponto de continuar abrindo mão desta arrecadação que poderia ser direcionada para outros investimentos do governo.

Espera-se com este estudo, portanto, entender se as empresas brasileiras utilizam os incentivos instituídos em meados da década de 1990 para atrair investidores e se tornar mais competitivas através da redução da sua carga tributária na política de distribuição de proventos. Para este estudo, restringiremos as análises às companhias abertas ativas na B3 S.A. (“B3”) que fizeram parte do índice IBrX 100 no ano de 2018 e acompanharemos os seus históricos de distribuição de proventos após as alterações na legislação tributária, de 1997 a 2018. Mais especificamente, os tópicos abordados nesta pesquisa serão:

- Análise da evolução do *payout* de proventos após as alterações na legislação tributária em meados da década de 1990 até a atualidade e sua distribuição entre dividendos e JSCP;
- Análise da capacidade das empresas de pagamento de JSCP dentro dos limites de dedutibilidade da base fiscal previstos em lei. Verificaremos o percentual médio de JSCP distribuído pelas empresas de acordo com os seus limites máximos calculados para cada período e acompanharemos a evolução deste percentual ao longo do tempo (1997 a 2018);
- Análise do efeito do JSCP na alíquota tributária efetiva das empresas objeto deste estudo. A partir desta análise será possível verificar se o JSCP contribuiu para a redução da carga tributária efetiva das empresas ao longo do tempo;
- Análise do patrimônio líquido das empresas objeto de pesquisa antes e após a alteração da legislação, com o intuito de verificar se houve um movimento significativo de

aumento do investimento por meio de capital próprio de forma a maximizar a distribuição de JSCP por estas empresas;

- Análise dos efeitos das políticas fiscais do governo sobre a decisão de remuneração aos acionistas das empresas contempladas neste estudo. Subdividimos a análise em: (i) estudo dos impactos da isenção dos dividendos e criação do JSCP no *payout* de proventos das empresas brasileiras a partir da Lei nº 9.249/1995, buscando ratificar o estudo de Brito, Lima e Silva (2009), que já havia constatado um aumento do *payout* após os incentivos criados; e (ii) estudo dos impactos da tributação dos dividendos no México a partir de 2014, utilizando as empresas brasileiras objeto deste estudo como grupo de controle e comparando o *payout* das empresas mexicanas no período antes e após a mudança na legislação.

Com o objetivo de detalhar esta dissertação, abordaremos os principais estudos da literatura sobre o tema na seção Breve Revisão de Literatura, em seguida descreveremos a metodologia de pesquisa adotada para os estudos quantitativos da pesquisa, então passaremos à análise dos resultados e, por fim, à conclusão do estudo.

2 BREVE REVISÃO DE LITERATURA

2.1 LITERATURA SOBRE POLÍTICA DE PROVENTOS

Neste tópico, buscamos revisitar as teorias que tratam da remuneração dos acionistas que possam contribuir para os nossos estudos.

Uma das mais antigas teorias sobre dividendos, mas ainda bastante utilizada, a Teoria do Pássaro na Mão (ou Teoria Conservadora), abordada nos trabalhos de Lintner (1956 *apud* Martins e Famá, 2012, p. 2), Gordon (1959 *apud* Martins e Famá, 2012, p. 2), Brealey & Myers (1992 *apud* Martins e Famá, 2012, p. 2), expõe sobre a relação risco *versus* retorno relativo ao pagamento de dividendos aos acionistas. A teoria observa que quanto maior o pagamento de dividendos, menor será o retorno do acionista com aquele investimento, pois os dividendos seriam uma antecipação do retorno, o que diminui o risco assumido no investimento.

Em seguida, surgiu a Teoria do Efeito Clientela. Miller e Modigliani (1961) foram os precursores desta teoria e traduziram as suas conclusões em dois pontos de vista: (i) mercados perfeitos; e (ii) mercados imperfeitos. A primeira relata que a política de dividendos é irrelevante para o acionista em um mercado com taxas de juros iguais, sem tributos e sem custos de corretagem. Já a segunda, introduz imperfeições de mercado, como a tributação, e conclui que se houver diferenciação na tributação entre as formas de remuneração dos acionistas, estes preferirão a forma que possuir maior eficiência tributária. Após Miller e Modigliani, Elton e Gruber (1970 *apud* Martins e Famá, 2012, p. 4) demonstraram empiricamente que os tributos têm papel fundamental na decisão da política de proventos de uma companhia, uma vez que os investidores consideram os custos de tributação na mensuração do retorno do investimento.

Mais recentemente, Allen e Michaely (2003) analisaram o efeito Clientela em empresas americanas e concluíram que alíquotas diferentes de imposto para diferentes instrumentos (dividendos e ganho de capital na recompra de ações) afetam as decisões de investimento dos investidores e os preços das ações (pelo menos em torno da data ex-dividendos). No entanto, algumas imperfeições de mercado, como custos de transação e incapacidade de se proteger totalmente, podem inibir as transações puramente motivadas por fins fiscais. Além disso, não encontraram evidências de que alterações nos pagamentos de dividendos pelas empresas façam com que a curva de demanda pelo papel se altere significativamente. Estes efeitos indicam, na

opinião dos autores, que o Efeito Clientela puramente relacionado ao impacto fiscal dos dividendos não existe.

A partir dos estudos de Brennan (1970 *apud* Martins e Famá, 2012, p. 3) e Litzenberger e Ramaswamy (1979 *apud* Martins e Famá, 2012, p. 3) surge a Teoria da Preferência Tributária que, em linha de argumentação similar à Teoria da Clientela, conclui que existe uma preferência dos investidores americanos pela menor distribuição de dividendos possível, dado que a alíquota americana de imposto sobre os dividendos na época dos estudos era maior que a alíquota tributária sobre ganhos de capital, e que este fato reduz o preço das ações que pagam mais dividendos. Todavia, os estudos de Allen e Michaely (2003) refutaram os modelos de Brennan (1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979), pois não encontraram evidências significativas de que os investidores preferem a tributação do ganho de capital na venda das ações ao invés de dividendos exclusivamente pelo motivo da diferença de alíquota entre estes instrumentos. O argumento de Allen e Michaely (2003) é que a preferência do investidor pelo ganho de capital pode ocorrer devido ao momento em que o ganho é tributado, ou seja, no caso dos dividendos, o investidor sempre recolherá o imposto no momento do pagamento dos dividendos, o que significa uma antecipação de imposto com relação ao ganho de capital sobre a venda das ações.

No Brasil, os estudos de Brito, Lima e Silva (2009) buscaram identificar as razões pelas quais houve um aumento na remuneração dos acionistas no Brasil, comparando os períodos de 1991 a 1995 e 1996 a 2003. A conclusão do estudo foi que a redução tributária foi fator determinante para o aumento da distribuição de proventos das empresas brasileiras.

Jensen e Meckling (1976 *apud* Martins e Famá, 2012, p. 3) definiram a Teoria de Agência como o conflito entre acionistas e gestores na decisão da política de distribuição de proventos. Segundo esta teoria, o pagamento de dividendos reduz os recursos que os gestores têm à disposição para investimento na companhia, gerando o conflito entre estes agentes. Neste contexto, Saito e Novis (2003) concluíram em seus estudos que “as empresas que pagaram dividendos superiores ao mínimo obrigatório tiveram retornos anormais acumulados maiores” que as demais empresas. Dessa maneira, o pagamento de proventos, ao reduzir o fluxo de caixa livre das empresas, diminui também o conflito de agência entre executivos e acionistas, aumentando o valor da empresa.

Ainda no Brasil, o conflito de agência foi abordado por Procianoy (1996), Silva (2004) e Bellato, Silveira e Savoia (2006), que traduziram para o contexto nacional na forma de conflito entre acionistas controladores e minoritários devido à maior concentração de controle

nas mãos de poucos acionistas, que tem o poder de definir a melhor forma e montante de proventos a serem distribuídos.

Derivada da Teoria de Agência, a Teoria da Assimetria Informacional trata da assimetria de informações existente entre gestores e acionistas, sendo que os primeiros possuem mais informações acerca da previsão de investimentos na empresa e da política que será recomendada para a remuneração dos acionistas, dada a necessidade de caixa pela empresa para estes investimentos.

A Teoria da Assimetria Informacional, quando trata da interação sobre investimento e política de distribuição de proventos, se desdobra em outros dois conceitos, a saber:

- Teoria da Hierarquia das Fontes (*Pecking order theory*): segundo esta teoria, existe uma hierarquia de preferência de fontes de recursos a serem utilizadas pelas empresas, que são lucros retidos em primeiro lugar, dívidas com terceiros em segundo lugar e, por último, emissão de novas ações.
- *Tradeoff* Estática: esta teoria pressupõe que, mantida a lucratividade constante, os custos de agência e benefícios fiscais induzem as companhias mais rentáveis a serem mais endividadas.

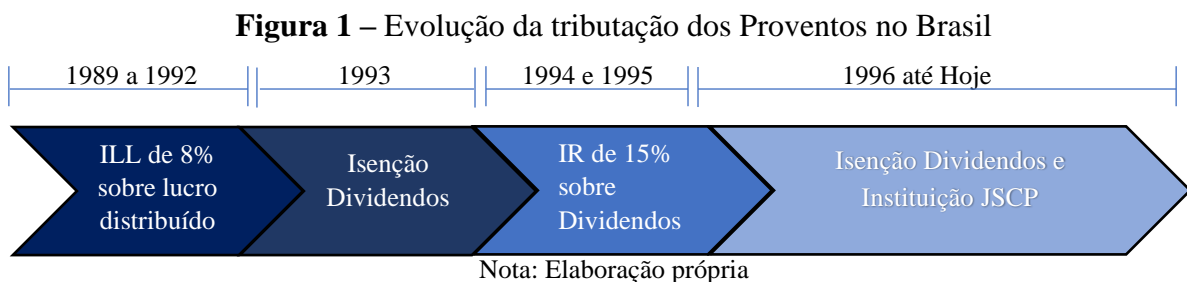
Estas teorias foram exploradas nos estudos de Famá e French (2002 *apud* Martins e Famá, 2012, p. 10), que inspirou alguns estudos no Brasil sobre o mesmo tema de Brito e Silva (2005) e Futema, Basso e Kayo (2009). Ambos concluíram que a lucratividade é o principal fator para o pagamento de dividendos.

Sobre o JSCP, Zani e Ness (2001) buscaram identificar os impactos da sua introdução para o valor da empresa e para a alteração da estrutura de capital. Neste estudo, concluíram que o JSCP agrega valor às empresas, mas não o suficiente para substituir o endividamento com terceiros e, por consequência, alterar a estrutura de capital adotada. Também foi concluído à época que as empresas não aproveitam em sua plenitude as oportunidades legais para reduzir o seu nível de tributação, embora reclamem da elevada carga tributária a que estão sujeitas.

2.2 EVOLUÇÃO DA LEGISLAÇÃO TRIBUTÁRIA BRASILEIRA SOBRE GANHO DE CAPITAL, DIVIDENDOS E JSCP

A legislação tributária brasileira acerca da distribuição de lucros sofreu diversas alterações nos últimos trinta anos, principalmente antes da estabilização econômica do país, e tem sido utilizada para incentivo à competitividade das companhias nacionais.

A seguir resumimos estas alterações:



Entre 1989 e 1992, os acionistas eram sujeitos ao Imposto de Renda Retido na Fonte de 8% sobre o Lucro Líquido apurado no encerramento do exercício. Este imposto ficou conhecido como ILL (Lei nº 7.713/1988, art. 35 e 36).

No ano calendário de 1993, a Lei nº 8.383/1991 (art. 75) isentou o recolhimento do ILL sobre os lucros apurados e distribuídos a pessoa física ou jurídica, residentes ou domiciliadas no país. Em 1994 e 1995, os lucros distribuídos a pessoas físicas ou jurídicas passaram a ser tributados pelo Imposto de Renda à alíquota de 15% (Lei 8.849/1994, art. 2º).

A partir de 1996, com os efeitos da Lei nº 9.249/1995 (art. 10º), os lucros apurados e distribuídos a pessoas físicas e jurídicas na forma de dividendos deixaram de ser tributados pelo Imposto de Renda. A isenção dos dividendos foi equiparada para a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, a partir de 1997, por meio da Lei nº 9.430/1996, mais tarde substituída pela Lei nº 12.973/2014.

A Lei nº 9.249/1995, em seu art. 9º, também instituiu a remuneração sobre o capital próprio, mais conhecido como JSCP, que prevê a dedução destes da apuração da base de imposto pelo regime de lucro real, quando pagos aos acionistas a título de remuneração do capital próprio. O JSCP é calculado sobre as contas do patrimônio líquido e limitado à variação da Taxa de Juros de Longo Prazo (“TJLP”). A dedutibilidade do pagamento do JSCP fica condicionada à existência de lucros em montante duas vezes superior à remuneração via JSCP

pretendida. A dedutibilidade para fins de CSLL veio também a partir de 1997 através da promulgação da Lei nº 9.430/1996. A seguir detalhamos o cálculo do JSCP e os seus limites de dedutibilidade:

Cálculo JSCP = Patrimônio Líquido * TJLP, no qual	
Patrimônio Líquido: composto pelas contas Capital Social, Reservas de Capital, Reservas de Lucros, Ações em Tesouraria e Prejuízos Acumulados	
TJLP: variação, pro rata dia	
Limites:	
▪	50% dos lucros do período computados antes da dedução do próprio JSCP, ou
▪	50% da Reserva de Lucros ou Lucros Acumulados

O JSCP recebido por pessoas físicas ou pessoas jurídicas não financeiras está sujeito à retenção de IR à alíquota de 15% (“IRRF”). As pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real deverão tributar o JSCP na apuração da base de IRPJ e CSLL e o IRRF retido será considerado como antecipação de imposto e poderá ser compensado quando da apuração do lucro fiscal pelo balanço.

Assim como o JSCP, o ganho de capital auferido por pessoa física ou jurídica está sujeito à mesma sistemática de tributação, ou seja, incidência de IRRF para pessoas físicas e pessoas jurídicas não financeiras e tributação pelo balanço das pessoas jurídicas tributados pelo lucro real, podendo realizar as devidas compensações do IR antecipado mediante retenção. As alíquotas, no entanto, podem variar conforme tabela progressiva abaixo:

Tabela 1 – Alíquotas de IRRF sobre Ganho de Capital (Lei nº 13.259/2016)

Ganho de Capital (R\$)	Aliquota
Até 5.000.000	15,0%
Acima de 5.000.000 e até 10.000.000	17,5%
Acima de 10.000.000 e até 30.000.000	20,0%
Acima de 30.000.000	22,5%

Nota: Elaboração própria

2.3 TRIBUTAÇÃO DE DIVIDENDOS MÉXICO

Até o final do ano de 2013, os dividendos recebidos no México não eram tributados pelo imposto sobre a renda. A partir de 2014, entrou em vigor nova legislação que criou *withholding tax* sobre dividendos à alíquota de 10% para investidores não residentes ou residentes

individuais¹. A nova normal fiscal não onerou investidores corporativos, que continuaram isentos, desde que os lucros distribuídos tenham sido previamente tributados na apuração do balanço das empresas. A forma de tributação adotada evita a tributação em cascata dos lucros, na qual estes são tributados pelo mesmo imposto à medida em que vão sendo pagos a cada nível da cadeia societária, como acontece, por exemplo, em empresas que tem *holdings* em sua estrutura.

As alíquotas de imposto sobre ganho de capital não foram alteradas e permaneceram em 10% (*withholding tax*) para pessoas físicas e sem tratamento especial para pessoas jurídicas, que tributam à alíquota corporativa vigente (30%).

¹ Deloitte, International Tax. Mexico Highlights 2019.

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

O objetivo central desta pesquisa será estudar se as companhias brasileiras na B3 e que fazem parte do índice IBrX 100² utilizam as suas políticas de distribuição de proventos para reduzir a sua carga tributária e se tornarem mais competitivas.

Para este estudo, seguiremos a linha de pesquisa quantitativa e a abordagem pós-positivista. Segundo Creswell (2010), o pós-positivismo defende uma filosofia determinística – identificação das causas que determinam os resultados estudados – e reducionista – as ideias são reduzidas a variáveis e hipóteses a serem testadas. Esta abordagem também é baseada na observação e mensuração objetiva através de medidas numéricas e utiliza teorias para fundamentar as suas análises.

Para acompanhar a evolução do pagamento de proventos após as alterações na legislação brasileira, foi realizada a média anual dos dados das empresas selecionadas na amostra que tinham condições de pagar dividendos de 1997 a 2018.

Adicionalmente, utilizamos como metodologias para análise dos dados a diferença de médias e o método de diferenças-em-diferenças³ (“DD”), realizando para ambos a regressão de dados em painel. A diferença de médias será utilizada para comparar os dados de *payout* de proventos, patrimônio líquido (“PL”), capital social (“CS”), reserva de capital (“RC”) e um índice calculado para verificar o aumento do PL, que chamamos de “Aumento PL”, das empresas brasileiras nos períodos antes e após as alterações na legislação tributária brasileira (1994-1995 vs 1997-1998)

Já o método de diferenças-em-diferenças é bastante utilizado para análise de experimentos naturais, como mudanças em políticas governamentais que produziram impactos em determinada população. Assim, para a análise DD é necessário que se tenha grupos de controle e tratamento bem definidos. Neste estudo, utilizamos esta abordagem para estudar o evento da tributação dos dividendos no México com vigência a partir de 2014, que servirá não somente para a comparação das diferenças entre os períodos antes e após a tributação, como também para comparar os grupos de controle e tratamento, que serão definidos como Brasil e México, respectivamente. Com esta análise, espera-se traçar um paralelo com a realidade brasileira, caso os dividendos venham a ser tributados no Brasil.

² Definição IBrX 100 disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm

³ CPS - FGV. Metodologia de Diferenças-em-Diferenças, 2010

Tanto para análise dos testes de diferença de médias como do DD adotamos como modelo estatístico a regressão de dados em painel. Principalmente no caso de análise de grupos de países diferentes, a regressão de dados em painel é útil, pois permite controlar os efeitos de variáveis características de cada indivíduo ou unidade da amostra, mas que são de difícil mensuração⁴. A regressão de dados em painel combina o uso de séries de tempo com cortes seccionais (*cross-sections*), fazendo com que a estimação dos modelos econométricos seja mais eficiente e robusta.

O modelo de regressão de dados em painel apresenta algumas variações para estimação da variável constante (α)⁵:

- Modelos Agrupados – os parâmetros α e β são comuns para todos os indivíduos da amostra;
- Modelos de Efeitos Fixos – a constante α é fixa para cada indivíduo, mas diferente de indivíduo para indivíduo;
- Modelos de Efeitos Aleatórios – assume-se que os coeficientes α são termos aleatórios não observáveis, na qual a heterogeneidade dos indivíduos é introduzida no termo de erro da equação.

Para saber qual o melhor modelo a ser utilizado para cada análise nos utilizamos dos testes de efeitos fixos/aleatórios⁶: (i) Teste F (*Redundant Fixed Effects – Likelihood Ratio* no *software eviews*), que compara modelos agrupados (H0) e Modelos de Efeito Fixo (H1) e se o *p-value* for significativo, rejeita-se a hipótese nula e o modelo de efeito fixo será mais apropriado para o teste; (ii) Teste de Breusch-Pagan (*Omitted Random Effects – Lagrange Multiplier* no *software eviews*), no qual o Modelo Agrupado (H0) e o Modelo de Efeitos Aleatórios (H1) são comparados e se o *p-value* for significativo, rejeita-se a hipótese nula e o modelo mais adequado para o teste será o Modelo de Efeitos Aleatórios; e (iii) Teste de Hausman (*Correlated Random Effects* no *software eviews*), que compara os Modelos de Efeito Aleatório (H0) e Fixo (H1) e se o *p-value* do teste for significativo, rejeita-se a hipótese nula e o Modelo de Efeitos Fixos trará mais consistência para o teste.

⁴ Mais detalhes em Duarte, Lamounier e Takamatsu, 2007.

⁵ Mais detalhes em Duarte, Lamounier e Takamatsu, 2007 e Menezes, 2020.

⁶ Mais detalhes em Menezes, 2020.

3.1 DADOS E AMOSTRA

Para as análises realizadas neste estudo, utilizamos a base de dados da Economatica e para verificação dos dados utilizamos os sites de Relações com Investidores de algumas empresas da amostra. Os dados extraídos da Economatica compreenderam o período de 1994 a 2018 para as companhias abertas brasileiras listadas na B3 e para as companhias abertas mexicanas listadas na Bolsa Mexicana de Valores (“BMV”) o período abrangido foi de 2009 a 2018. No caso dos dados do Brasil, selecionamos as empresas que compõem atualmente o Índice IBrX 100, devido à sua representatividade e negociabilidade. Para os testes de 1994 a 1998 foram utilizadas 40 empresas do IBrX 100 e para os testes de 2009 a 2018 a amostra contou com dados de 93 empresas. No caso do México, o número de empresas constantes na amostra foi de 147. O número de empresas e de registros que fizeram parte da amostra está detalhado no Apêndice A deste trabalho (Tabelas A.1 a A.3).

No caso dos testes de diferença de médias e DD, a base foi balanceada para fins da regressão de dados em painel, ou seja, as mesmas empresas foram mantidas em todos os períodos de análise. As empresas que não apresentaram dados para determinado período permaneceram na base com registros vazios.

Para fins deste estudo, foram excluídos da base registros extraídos da Economatica que apresentaram: (i) ausência de dados de número de ações emitidas ou registros igual a zero; (ii) ausência de dados de patrimônio líquido ou registros igual a zero; (iii) empresas em situação de suspensão pela CVM; e (iv) registros de empresas em que a soma do lucro líquido, reserva de lucros e lucros acumulados fossem menor ou igual a zero, impossibilitando assim a distribuição de proventos pela empresa naquele período.

A identificação e remoção dos *outliers* foi realizada através do método baseado na amplitude interquartil¹ (“IQR”), que avalia a dispersão dos dados da amostra e calcula limites inferior e superior para determinação dos dados que serão considerados *outliers*.

Amplitude Interquartil

$$\text{IQR} = Q3 - Q1$$

Limites Inferior e Superior

$$\text{Linf} = \text{média} - 1,5 \times \text{IQR}$$

$$\text{Lsup} = \text{média} + 1,5 \times \text{IQR}$$

¹ Mais detalhes em Lima, 2016.

3.2 DEFINIÇÃO DAS ANÁLISES E HIPÓTESES

3.2.1 Evolução *Payout*, JSCP e impacto na alíquota efetiva – Brasil, de 1997 a 2018

Iniciamos as análises segregando a amostra entre empresas pagadoras de proventos, que tiveram *payout* maior que zero, e empresas não pagadoras de proventos, que tinham lucros para pagamento de proventos, mas tiveram *payout* igual a zero.

O cálculo do *payout* foi dado pela divisão do total de dividendos e JSCP pagos por ação pelo lucro líquido por ação calculado de cada empresa em cada período:

$$\text{Payout (\%)} = \text{Total Dividendos e JSCP por ação} / \text{Lucro Líquido por ação}$$

Dentro do rol de empresas pagadoras, calculamos os percentuais médios anuais que foram destinados à remuneração dos acionistas via dividendos e via JSCP e acompanhamos a sua evolução após as alterações na legislação tributária brasileira até a atualidade (de 1997 a 2018).

Segregando ainda as empresas pagadoras de proventos e que distribuíram JSCP em algum período da amostra, foi possível calcular a média da capacidade de distribuição das empresas e o percentual efetivamente distribuído dada a capacidade calculada, conforme segue:

- | | |
|-----------------|--|
| Passo 1: | Cálculo do JSCP = PL final do exercício * TJLP |
| Passo 2: | Limite 1 = Lucro Líquido do período antes do JSCP * 50% |
| | Limite 2 = (Reserva de Lucros + Lucros Acumulados) * 50% |
| Passo 3: | Definição do limite geral por empresa com base nos cálculos dos passos 1 e 2 |
| Passo 4: | Comparação do limite definido no passo 3 com o JSCP efetivamente distribuído |
| | % Distribuição com relação ao limite = JSCP / Limite Geral |
| Passo 5: | Cálculo da média anual do % de distribuição calculado no passo 4 |

Após estimar o percentual médio de JSCP distribuído vis-à-vis a capacidade de pagamento médio das empresas, passamos a investigar o efeito do JSCP na redução da alíquota efetiva de imposto das empresas da amostra no período avaliado. Para isso, calculamos a alíquota efetiva de IRPJ/CSLL das empresas que destacaram JSCP e recalculamos a mesma alíquota eliminando o efeito do JSCP, através do recálculo do Lucro Antes do Imposto de Renda

e Contribuição Social (“LAIR”) somando novamente o JSCP pago e recálculo da despesa de IRPJ/CSLL desconsiderando o crédito fiscal (“*tax shield*”) do JSCP distribuído.

$$\text{Aliq. Efetiva (\%)} = \text{Despesas de impostos} / \text{LAIR}$$

$$\text{Aliq. Efetiva sem Efeito JSCP (\%)} = (\text{Despesas de impostos} - \text{tax shield JSCP}) / (\text{LAIR} + \text{JSCP})$$

3.2.2 Diferença de Médias Patrimônio Líquido - Brasil, 1994-1995 vs 1997-1998

A segunda parte do projeto se propõe a estudar se as empresas da amostra alteraram o seu patrimônio líquido e/ou as suas contas de patrimônio líquido (capital social e reserva de capital) após as mudanças na legislação tributária brasileira, o que poderia indicar uma maximização da sua capacidade de distribuição de JSCP, dado que estes juros remuneratórios são calculados com base no patrimônio líquido da companhia limitados à variação da TJLP (conforme descrito anteriormente no item 2.2 deste trabalho).

Além de verificar se houve aumento no patrimônio líquido das empresas selecionadas no teste anterior, tentamos descobrir se este aumento foi deliberado pela própria companhia, segregando e testando as contas de capital social e reservas de capital que compõem o PL. Adicionalmente, criamos um quarto teste sobre um índice calculado que chamamos de “Aumento PL”. O índice tem por objetivo medir o aumento das contas de capital social e de reserva de capital somadas com relação ao patrimônio líquido total e se dá através da seguinte fórmula:

$$\text{Aumento PL (\%)} = (\text{CS} + \text{RC}) / \text{PL}$$

Para estas análises, definimos a hipótese abaixo e realizamos os testes pela metodologia de diferença de médias por meio da regressão de dados em painel, anualmente e por empresa:

Hipótese 1 – As empresas brasileiras do IBrX 100 tiveram o seu patrimônio líquido (ou “PL”) alterado após a criação do JSCP com o advento das leis nº 9.249/1995 e nº 9.430/1996.

H1.a Diferença de Médias PL = Média PL Depois (1997/1998) - Média PL Antes (1994/1995)

H1.b Diferença de Médias CS = Média CS Depois (1997/1998) - Média CS Antes (1994/1995)

H1.c Diferença de Médias RC = Média RC Depois (1997/1998) - Média RC Antes (1994/1995)

H1.d Diferença de Médias Aum. PL = Média Aum. PL Depois (1997/1998) - Média Aum. PL Antes (1994/1995)

3.2.3 Diferença de Médias *Payout* - Brasil, 1994-1995 vs 1997-1998

Para fins deste projeto, buscamos verificar se houve alteração na política de distribuição de proventos das empresas, neste estudo traduzida pelos *payouts* anuais. Dessa maneira, definimos a Hipótese 2 (“H2”) a seguir e aplicamos os testes pela metodologia de diferença de médias por meio da regressão de dados em painel, anualmente e por empresa:

Hipótese 2 - O *payout* de proventos das empresas brasileiras que compõem o IBrX 100 se alterou após as mudanças trazidas pelas leis nº 9.249/1995 e nº 9.430/1996.

H2 Diferença de Médias *Payout* de Proventos = Média *Payout* Depois (1997 a 1998) - Média *Payout* Antes (1994 a 1995)

3.2.4 Diferenças-em-Diferenças de *Payout* – Brasil e México, 2009-2013 vs 2014-2019

No intuito de verificar ainda se alterações na legislação tributária afetam diretamente a remuneração dos acionistas quando incidirem sobre dividendos, elaboramos um teste adicional considerando alteração recente realizada na legislação tributária do México, que passou a tributar os dividendos pagos a beneficiário final à alíquota de 10%, a partir de 2014.

Sendo assim, elaboramos uma terceira hipótese (Hipótese 3, ou “H3”) a ser testada pelo método de diferenças-em-diferenças através da regressão de dados em painel, por ano e por

empresa, utilizando como grupo de controle empresas brasileiras e avaliando um período de 5 anos antes e 5 anos após a nova legislação.

Hipótese 3 - O *payout* de proventos das empresas mexicanas listadas em bolsa de valores (BMV) se alterou após as alterações na legislação fiscal do México no final de 2013.

H3 Dif-em-Dif <i>Payout</i> de Proventos = Média <i>Payout</i> Depois (2014 a 2018) - Média <i>Payout</i> Antes (2009 a 2013)
--

Para este teste, segregamos as empresas brasileiras e mexicanas selecionadas em quatro grupos:

- Grupo de Controle (C): Empresas brasileiras listadas em bolsa de valores e que fazem parte do IBrX 100 no período de 2009 a 2013;
- Grupo de Controle (C'): Empresas brasileiras listadas em bolsa de valores e que fazem parte do IBrX 100 no período de 2014 a 2018;
- Grupo de Tratamento (T): Empresas mexicanas listadas em bolsa de valores no período de 2009 a 2013;
- Grupo de Tratamento (T'): Empresas mexicanas listadas em bolsa de valores no período de 2014 a 2018.

A partir da análise dos grupos de Controle e Tratamento antes e após a alteração na legislação tributária do México, aplicaremos o DD, conforme tabela abaixo:

Tabela 2 – Método Diferenças-em-Diferenças

Dif-em-Dif	<i>Payout</i> de 2009 a 2013	<i>Payout</i> de 2014 a 2018	Diferenças
Controle	C	C'	C'-C
Tratamento	T	T'	T'-T
Diferenças	T-C	T'-C'	(T'-T) - (C'-C) ou (T-C) - (T'-C')

Nota: Elaboração própria

A regressão das diferenças-em-diferenças pretende explicar os impactos no *payout* de proventos após a alteração da legislação no grupo de tratamento, ou seja, se as alterações promovidas pela nova legislação desincentivaram o pagamento de proventos via dividendos, pois estes passaram a ser mais onerosos para os acionistas.

A equação desta regressão pode ser traduzida da seguinte maneira:

$$Y = \alpha + \beta * Db + \gamma * D2 + \delta * Db * D2, \quad \text{na qual}$$

Y = variável dependente, que representa o *payout* de proventos esperado

α : constante, igual ao grupo de Controle antes da alteração da legislação (C)

β : representa a diferença entre o *payout* médio de proventos do grupo de tratamento e do grupo de controle antes da alteração da legislação (T-C)

γ : representa a diferença entre o *payout* médio de proventos do grupo de controle antes e após a alteração da legislação (C'-C)

δ : representa a diferença das diferenças, conforme demonstrado na tabela acima ((T'-T) - (C'-C) ou (T-C) - (T'-C'))

Db: variável *Dummy* definida como 0 para grupo de Controle e 1 para grupo de Tratamento

D2: variável *Dummy* definida como 0 para o período de tempo considerado antes da alteração da legislação e 1 para o período de tempo considerado após a alteração da legislação.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 EVOLUÇÃO DO PAYOUT DE 1997 A 2018

Ao segregar as empresas pagadoras de proventos, que tiveram *payout* maior que zero, das empresas não pagadoras de proventos, que tiveram *payout* igual a zero, verificamos que o percentual de empresas pagadoras de proventos (“%Pagadores”) aumentou ao longo do tempo. Com base na tabela abaixo, é possível notar que em períodos de crise econômica o percentual de empresas que remuneraram os acionistas é menor, como, por exemplo, os anos de 2004 e 2016, que tiveram queda de respectivamente 13% e 7% com relação ao número de empresas que remunerou os acionistas no ano anterior.

Tabela 3 – Evolução *Payout* de Proventos IBrX 100

Ano	Total Empresas	% Não Pagadores	% Pagadores	Média <i>Payout</i>	Média %Dividendos	Média %JSCP	Média %Dist JSCP
1997	32	25,0%	75,0%	13,5%	74,1%	25,9%	10,6%
1998	37	27,0%	73,0%	23,4%	44,5%	55,5%	8,2%
1999	35	28,6%	71,4%	43,5%	51,5%	48,5%	10,9%
2000	38	29,0%	71,1%	24,1%	47,6%	52,4%	14,4%
2001	40	30,0%	70,0%	17,6%	44,4%	55,6%	11,4%
2002	33	30,3%	69,7%	29,7%	57,2%	42,8%	11,0%
2003	42	26,2%	73,8%	37,0%	59,2%	40,8%	18,6%
2004	53	39,6%	60,4%	21,8%	57,8%	42,2%	19,4%
2005	58	31,0%	69,0%	22,5%	59,7%	40,3%	19,3%
2006	66	33,3%	66,7%	39,1%	51,4%	48,6%	46,5%
2007	71	28,2%	71,8%	27,5%	55,9%	44,1%	37,7%
2008	72	19,4%	80,6%	31,9%	56,8%	43,2%	44,9%
2009	74	16,2%	83,8%	30,1%	49,4%	50,6%	50,4%
2010	77	15,6%	84,4%	40,6%	54,1%	45,9%	48,4%
2011	78	16,7%	83,3%	44,0%	57,0%	43,0%	47,2%
2012	75	17,3%	82,7%	54,2%	60,8%	39,2%	50,9%
2013	79	17,7%	82,3%	48,9%	57,4%	42,6%	57,1%
2014	81	17,3%	82,7%	53,9%	65,5%	34,5%	56,3%
2015	74	17,6%	82,4%	50,2%	64,8%	35,2%	56,8%
2016	81	24,7%	75,3%	60,8%	52,0%	48,0%	55,8%
2017	83	19,3%	80,7%	46,6%	49,2%	50,8%	66,2%
2018	87	12,6%	87,4%	49,2%	52,8%	47,2%	66,4%

A tabela apresenta a evolução do pagamento de proventos pelas empresas da base (“Total Empresas”) de 1997 a 2018, ou seja, das 32 empresas analisadas em 1997, que possuíam lucros para distribuir proventos, 75% tiveram *payout* maior que zero (“% Pagadores”) e 25% tiveram *payout* igual a zero (“% Não Pagadores”), e assim por diante. A tabela nos mostra ainda a média anual do *payout* efetuado pelas empresas pagadoras da amostra (“Média *Payout*”) e a segregação do *payout* médio anual das empresas pagadoras entre dividendos e JSCP, como por exemplo em 1997, entre as empresas que distribuíram proventos, a média de distribuição de dividendos (“Média %Dividendos”) foi de 74,1% e de JSCP (“Média %JSCP”) foi de 25,9%. Adicionalmente, também é possível acompanhar a evolução do percentual médio anual de JSCP distribuído ao longo do tempo vis-à-vis a capacidade total de JSCP calculada por empresa. Tomando como exemplo 1997, o percentual de JSCP efetivamente distribuído com relação a capacidade total de distribuição (“Média %Dist JSCP”) foi de 10,6%.

Fonte: Economatica

Nota: Elaboração própria

Considerando as empresas pagadoras da amostra, calculamos o *payout* médio anual (“Média *Payout*”), o percentual do *payout* total distribuído via dividendos (“Média %Dividendos”) e o percentual do *payout* total distribuído via JSCP (“Média %JSCP”) e verificamos que o JSCP foi a forma predominante de remuneração aos acionistas de 1998 a 2001 e que, mais recentemente, houve um equilíbrio entre as duas formas de remuneração. Praticamente desde 2002, a forma de pagamento de proventos mais utilizada pelas empresas selecionadas na amostra são os dividendos.

Com base no item 3.2.1, calculamos os limites gerais para distribuição de JSCP por empresa em cada período e comparamos com o montante distribuído efetivamente, o que resultou nos percentuais de distribuição médios anuais (“Média %Dist JSCP”) indicados na Tabela 3. A partir desta análise, foi possível notar que o percentual médio de JSCP distribuído do limite disponível para pagamento não é plenamente utilizado pelas empresas, como observado por Zani e Ness (2001). No entanto, este percentual aumentou ao longo do tempo, chegando em 66,4% em 2018, o que indica uma melhora no aproveitamento deste instrumento pelas empresas.

4.2 ANÁLISE DO EFEITO DO JSCP SOBRE A ALÍQUOTA TRIBUTÁRIA EFETIVA

Nesta análise selecionamos as empresas que pagaram JSCP no período compreendido da amostra e, a partir do cálculo da média da alíquota tributária efetiva anual das empresas (“Média Alíq Efetiva”) e do seu recálculo eliminando o efeito do JSCP pago (“Média Alíq Efetiva sem JSCP”), podemos notar que o JSCP reduziu, em média, anualmente, 1,9% a alíquota tributária efetiva das empresas estudadas.

Quando segregamos empresas financeiras, que inclui “Finanças e Seguros” na classificação da Economatica, das demais empresas, o percentual de economia chega a 2,9% para financeiras e a 1,6% para não financeiras. Ferreira, Lorandi e Poluceno (2011) fizeram também um estudo sobre a utilização do JSCP para redução da carga tributária por empresas financeiras e constataram a sua ampla utilização como instrumento de planejamento tributário por companhias deste setor.

Tabela 4 – Comparação Média Alíq Efetiva vs Média Alíq Efetiva sem JSCP das empresas IBrX 100

Ano	Total			Financeiras			Não Financeiras		
	Média Alíq Efetiva	Média Alíq Efetiva sem JSCP	Diferença	Média Alíq Efetiva	Média Alíq Efetiva sem JSCP	Diferença	Média Alíq Efetiva	Média Alíq Efetiva sem JSCP	Diferença
1997	23,6%	24,6%	-1,1%	15,0%	16,0%	-0,9%	26,5%	27,7%	-1,1%
1998	17,0%	15,7%	1,3%	6,0%	8,0%	-2,3%	19,5%	17,5%	2,1%
1999	10,5%	13,9%	-3,4%	-8,0%	-4,0%	-4,1%	14,9%	18,1%	-3,2%
2000	19,5%	20,6%	-1,1%	16,0%	17,0%	-0,7%	20,2%	21,4%	-1,2%
2001	15,3%	16,4%	-1,1%	16,0%	16,0%	-0,5%	15,2%	16,4%	-1,2%
2002	15,5%	15,7%	-0,2%	23,0%	23,0%	-0,1%	13,0%	13,3%	-0,3%
2003	19,6%	20,3%	-0,7%	33,0%	33,0%	-0,5%	16,4%	17,1%	-0,7%
2004	26,3%	26,7%	-0,4%	25,0%	25,0%	-0,3%	26,6%	27,0%	-0,4%
2005	25,8%	26,2%	-0,4%	30,0%	30,0%	-0,1%	25,1%	25,6%	-0,5%
2006	23,3%	25,6%	-2,4%	19,0%	20,0%	-1,0%	24,0%	26,7%	-2,6%
2007	24,6%	25,7%	-1,1%	7,0%	11,0%	-3,9%	28,1%	28,6%	-0,5%
2008	29,3%	31,5%	-2,2%	12,0%	16,0%	-4,4%	32,5%	34,3%	-1,8%
2009	25,4%	27,0%	-1,7%	30,0%	32,0%	-1,6%	24,1%	25,7%	-1,7%
2010	25,6%	26,5%	-0,8%	28,0%	29,0%	-1,6%	25,1%	25,7%	-0,6%
2011	21,5%	23,3%	-1,9%	15,0%	19,0%	-3,8%	23,1%	24,5%	-1,3%
2012	19,8%	22,4%	-2,7%	11,0%	16,0%	-4,3%	22,3%	24,4%	-2,2%
2013	20,0%	22,3%	-2,3%	25,0%	27,0%	-1,7%	18,7%	21,1%	-2,4%
2014	20,6%	22,5%	-1,9%	25,0%	27,0%	-2,4%	19,8%	21,6%	-1,8%
2015	16,3%	20,5%	-4,2%	0,0%	10,0%	-10,5%	20,4%	23,0%	-2,6%
2016	22,9%	26,2%	-3,3%	35,0%	38,0%	-2,8%	18,8%	22,3%	-3,4%
2017	15,2%	21,5%	-6,3%	12,0%	23,0%	-10,8%	16,3%	21,1%	-4,8%
2018	20,2%	23,6%	-3,4%	22,0%	27,0%	-5,0%	19,6%	22,4%	-2,8%
Total Geral	20,8%	22,7%	-1,9%	18,1%	20,9%	-2,9%	21,4%	23,0%	-1,6%

A tabela apresenta a comparação entre a média anual do cálculo da alíquota efetiva de imposto (“Média Alíq Efetiva”) das empresas que distribuíram JSCP entre 1997 e 2018 e a média anual da alíquota efetiva eliminando o efeito do JSCP na base fiscal e na despesa de imposto (“Média Alíq Efetiva sem JSCP”), conforme mencionado no item 3.2.1 deste estudo. O efeito do JSCP na carga tributária é dado pela diferença (“Diferença”) entre as duas alíquotas calculadas. Nesta tabela ainda representamos o cálculo do total das empresas da amostra e a visão segregada do total entre empresas financeiras e não financeiras.

Fonte: Economatica

Nota: Elaboração própria

Segundo nossas estimativas, o percentual médio anual de redução da alíquota tributária de 1,9% mencionado na tabela acima representa uma economia média anual para as empresas de aproximadamente R\$ 6,5 bilhões ao longo de todo o período da amostra. Se considerarmos a média dos últimos 5 anos (2014-2018) para as empresas selecionadas, a economia com impostos é ainda maior – aproximadamente R\$ 15 bilhões.

Por outro lado, considerando que os beneficiários finais tiveram retenção na fonte de imposto de 15% sobre o JSCP pago (“IRRF 15% Beneficiário”), observamos que a arrecadação média anual foi menor para o governo em aproximadamente R\$ 3,6 bilhões ao longo do período da amostra (“Arrecadação Governo”). Já a arrecadação média dos últimos 5 anos foi reduzida em ~R\$ 8,6 bilhões por ano. É importante ressaltar que não nos aprofundamos no cálculo financeiro da redução na arrecadação do governo neste estudo e que estes números são somente uma estimativa, pois a tributação do JSCP pode variar de acordo com o tipo de beneficiário, como por exemplo, as instituições financeiras que tributam o JSCP pelo Lucro Real e acabam

sendo oneradas pelas alíquotas vigentes de IRPJ e CSLL, que são maiores que a alíquota do IRRF.

Tabela 5 – Estimativa da Redução da Arrecadação do Governo Federal (R\$ milhões)

Ano	IRPJ/CSLL com Efeito JSCP	IRPJ/CSLL sem Efeito JSCP	Economia Empresas	IRRF 15% Beneficiário	Arrecadação Governo
1997	1.153,2	1.375,8	-222,6	76,2	-146,4
1998	2.200,5	2.718,5	-518,0	204,6	-313,4
1999	522,5	792,1	-269,6	102,5	-167,1
2000	6.674,1	7.108,2	-434,2	191,5	-242,6
2001	6.641,2	7.267,0	-625,9	276,1	-349,7
2002	7.529,7	8.066,8	-537,1	251,6	-285,5
2003	15.847,6	16.537,5	-689,8	304,3	-385,5
2004	21.273,1	22.167,2	-894,1	394,5	-499,6
2005	28.778,8	30.496,7	-1.718,0	768,2	-949,8
2006	28.890,4	32.096,1	-3.205,7	1.395,0	-1.810,7
2007	42.850,8	47.117,1	-4.266,4	1.840,9	-2.425,5
2008	12.179,5	19.855,2	-7.675,6	3.368,7	-4.306,9
2009	47.706,7	54.266,8	-6.560,1	3.058,8	-3.501,3
2010	51.072,5	61.651,2	-10.578,7	4.472,5	-6.106,2
2011	43.536,2	55.945,1	-12.409,0	5.266,8	-7.142,2
2012	28.575,3	38.417,9	-9.842,5	4.502,9	-5.339,6
2013	31.878,8	39.821,1	-7.942,3	4.559,7	-3.382,6
2014	26.638,0	34.051,9	-7.413,8	5.765,8	-1.648,0
2015	-20.192,3	-8.472,1	-11.720,2	4.523,0	-7.197,2
2016	54.436,4	67.070,0	-12.633,6	4.932,7	-7.700,9
2017	39.035,5	57.085,2	-18.049,8	6.818,3	-11.231,5
2018	49.931,0	75.193,1	-25.262,1	9.961,4	-15.300,7
Total	527.159,4	670.628,4	-143.469,0	63.036,0	-80.433,0
Média Total			-6.521,3	2.865,3	-3.656,0
Média 2014-2018			-15.015,9	6.400,2	-8.615,7

A estimativa da redução de arrecadação (“Economia Empresas”) trazida pela tabela é dada pela diferença entre a despesa de impostos trazida pela base da Economatica (“IRPJ/CSLL com Efeito JSCP”), que já tem o efeito do JSCP pago pelas empresas, e a despesa de impostos recalculada eliminando o efeito do JSCP pago (“IRPJ/CSLL sem Efeito do JSCP”). Adicionalmente, calculamos o imposto de renda retido na fonte à alíquota de 15% pelos beneficiários do JSCP (“IRRF 15% Beneficiário”) e deduzimos do montante economizado pelas empresas para chegar na estimativa de arrecadação do governo (“Arrecadação Governo”), considerando o efeito do JSCP pago.

Fonte: Economatica

Nota: Elaboração própria

4.3 DIFERENÇA DE MÉDIAS PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Com o objetivo de avaliar se o patrimônio líquido e as contas de capital social e reserva de capital das empresas se alteraram significativamente após a criação do JSCP, realizamos o teste de diferença de médias, conforme mencionado no item 3.2.2:

Hipótese 1 – As empresas brasileiras do IBrX 100 tiveram o seu patrimônio líquido (ou “PL”) alterado após a criação do JSCP com o advento das leis nº 9.249/1995 e nº 9.430/1996.

Considerando a hipótese acima dividimos as hipóteses nulas (H0) e alternativas (Ha) dos testes conforme segue:

H1.a Média Patrimônio Líquido

H0: A média do PL das empresas não alterou após as alterações na legislação

Ha: A média do PL das empresas alterou após as alterações na legislação

H1.b Média Capital Social

H0: A média do CS das empresas não alterou após as alterações na legislação

Ha: A média do CS das empresas alterou após as alterações na legislação

H1.c Média Reserva de Capital

H0: A média da RC das empresas não alterou após as alterações na legislação

Ha: A média da RC das empresas alterou após as alterações na legislação

H1.d Média do Percentual de Aumento PL

H0: A média do % de Aumento PL das empresas não alterou após as alterações na legislação

Ha: A média do % de Aumento PL das empresas alterou após as alterações na legislação

Assim, temos como variáveis que pretendemos testar (variáveis dependentes) a Média PL, a Média CS, a Média RC e a Média Aum PL e como variável independente o tempo, traduzido na *Dummy* Antes/Depois, definida como “0” e “1”, no qual “0” foi atribuído aos períodos 1994 e 1995 e “1” foi atribuído para os períodos de 1997 e 1998.

Para definição do modelo a ser utilizado na regressão de dados em painel, realizamos o Teste F, que indicou o Modelo de Efeitos Fixos como mais apropriado para os testes deste tópico, se comparado com o Modelo Agrupado. Em seguida, realizamos o Teste de Breusch-Pagan e o Modelo de Efeitos Aleatórios prevaleceu sobre o Modelo Agrupado. Finalmente, para definir se deveríamos adotar o Modelo de Efeitos Fixos ou o Modelo de Efeitos Aleatórios, realizamos o Teste de Hausman e os resultados indicaram que o Modelo de Efeitos Aleatórios seria mais apropriado.

Entre os testes realizados, apenas os testes referentes à média do patrimônio líquido e do capital social tiveram *p-values* significativos e rejeitaram a hipótese nula, ou seja, houve mudanças no capital social e no patrimônio líquido das empresas após a nova legislação tributária trazida pelas leis nº 9.249/1995 e nº 9.430/1996.

Com isso, podemos concluir, com 5% de significância estatística, que o patrimônio líquido e o capital social das empresas aumentaram após a nova legislação, possibilitando às empresas distribuir mais JSCP. Este resultado positivo pode sugerir também que as companhias realizaram o aumento deliberado do seu capital social para se beneficiar das alterações promovidas pela referida legislação.

Os demais testes – Média RC e Aumento PL – não tiveram *p-values* significativos em até 5% e, portanto, não rejeitaram as hipóteses nulas.

Tabela 6 – Testes Modelo e Diferença de Médias: Média PL, Média CS, Média RC e Média Aum PL

Testes Modelo - Regressão de Dados em Painel				
<i>P-value</i>	Média PL	Média CS	Média RC	Média Aum PL
<i>F Test (Cross-section)</i>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
<i>Breusch-Pagan (Cross-section)</i>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
<i>Hausman Test (Cross-section)</i>	0,4781	0,5814	0,5969	0,7435
Efeito	Aleatório	Aleatório	Aleatório	Aleatório

Testes Diferença de Médias				
Variáveis Dependentes: Média PL, Média CS, Média RC e Aum PL				
Método: Regressão de Dados em Painel				
Período Amostra: 1994, 1995, 1997, 1998				
Resultados	Média PL	Média CS	Média RC	Aum PL
<i>Coefficiente Intercept</i>	4.172.186,00	1.514.937,00	1.625.956,00	0,67
<i>Coefficiente Dummy Antes/Depois</i>	564.012,70	380.130,40	-517.548,30	0,00
<i>P-value Intercept</i>	0,0221	0,0097	0,0552	0,0000
<i>P-value Dummy Antes/Depois</i>	0,0484**	0,0002*	0,0587	0,9827
<i>R-squared</i>	0,0336	0,1126	0,0311	0,0000
<i>Adjusted R-squared</i>	0,0257	0,1054	0,0232	-0,0083

Nível de Significância: *1% / **5%

Fonte: Economatica

Notas: Elaboração própria

4.4 DIFERENÇA DE MÉDIAS *PAYOUT*

Realizamos o teste de diferença de médias e a regressão de dados em painel para verificar se houve alteração no *payout* das empresas no período definido como “depois” (1997 e 1998), conforme hipótese definida anteriormente:

Hipótese 2 - O *payout* de proventos das empresas brasileiras que compõem o IBrX 100 se alterou após as mudanças trazidas pelas leis nº 9.249/1995 e nº 9.430/1996, no qual

H0: A média do *payout* de proventos das empresas não alterou após as alterações na legislação brasileira

Ha: A média do *payout* de proventos das empresas alterou após as alterações na legislação brasileira

A variável dependente do teste é a Média *Payout* e a variável independente é a *Dummy* Antes/Depois, definida respectivamente como “0” e “1”, no qual “0” foi atribuído aos períodos 1994 e 1995 e “1” foi atribuído para os períodos de 1997 e 1998.

Para definição do modelo a ser utilizado, realizamos os testes F, Breusch-Pagan e Hausman que indicaram que o modelo mais adequado para o teste em questão é o modelo de Efeitos Aleatórios.

Ao realizar o teste de diferença de médias, verificamos que os valores de *p-value* foram significativos e a hipótese nula foi rejeitada. Portanto, podemos afirmar, com 1% de significância estatística, que o *payout* das empresas brasileiras elencadas na amostra se alterou após as mudanças impostas pela legislação tributária, mostrando um aumento pelo coeficiente de +3,03%.

Tabela 7 – Testes Modelo e Diferença de Médias: Média *Payout*

Testes Modelo - Regressão de Dados em Painel	
<i>P-value</i>	Média <i>Payout</i>
<i>F Test (Cross-section)</i>	0,0000
<i>Breusch-Pagan (Cross-section)</i>	0,0002
<i>Hausman Test (Cross-section)</i>	0,1749
Efeito	Aleatório

Testes Diferença de Médias	
Variável Dependente: Média <i>Payout</i>	
Método: Regressão de Dados em Painel	
Período Amostra: 1994, 1995, 1997, 1998	
Resultados	Média <i>Payout</i>
Coeficiente <i>Intercept</i>	0,018794
Coeficiente <i>Dummy</i> Antes/Depois	0,030368
<i>P-value Intercept</i>	0,0086
<i>P-value Dummy</i> Antes/Depois	0,0000*
<i>R-squared</i>	0,1418
<i>Adjusted R-squared</i>	0,1342

Nível de Significância: *1%

Fonte: Economatica

Notas: Elaboração própria

4.5 DIFERENÇAS-EM-DIFERENÇAS DE *PAYOUT* – BRASIL E MÉXICO

A partir do teste de DD, buscamos evidências de alterações no *payout* das empresas mexicanas listadas em bolsa após a tributação dos dividendos, analisando o período de 5 anos antes da tributação de dividendos (2009 a 2013) e 5 anos após a entrada em vigor da legislação que tributou os dividendos (2014 a 2018). Para fins desta análise, utilizamos as empresas brasileiras listadas em bolsa que compõem o IBrX 100 como grupo de controle não afetado pela mudança na legislação tributária mexicana. A hipótese definida para o teste é a que segue:

Hipótese 3 - O *payout* de proventos das empresas mexicanas listadas em bolsa de valores (BMV) se alterou após as alterações na legislação fiscal do México no final de 2013, na qual

H0: A média do *payout* de proventos das empresas não alterou após as alterações na legislação mexicana

Ha: A média do *payout* de proventos das empresas alterou após as alterações na legislação mexicana

Como variáveis do teste, utilizamos as seguintes:

- Variável dependente: Média *Payout*.
- Variáveis independente:
 - *Dummy* Controle/Tratamento (*Dummy C/T*), definida respectivamente como “0” e “1”, no qual “0” foi atribuído ao grupo de Controle (empresas brasileiras) e “1” foi atribuído ao grupo de Tratamento (empresas mexicanas);
 - *Dummy* Antes/Depois (*Dummy A/D*), definida respectivamente como “0” e “1”, no qual “0” foi atribuído aos períodos de 2009 a 2013 e “1” foi atribuído para os períodos de 2014 a 2018;
 - *Dummy* diferenças-em-diferenças (*Dummy DD*), definida pela multiplicação das *dummies* anteriores ($Dummy DD = Dummy C/T * Dummy A/D$);
 - Média do Lucro Líquido das empresas (Média LL), inserida como variável de controle relativa ao lucro líquido de cada empresa nos períodos do teste.

Utilizamos a regressão de dados em painel e, segundo os testes F, Breusch-Pagan e de Hausman realizados, o Modelo de Efeitos Fixos é o mais aplicável para o caso. No entanto, devido à forte correlação entre as *dummies* do modelo, só foi possível utilizar Efeitos Fixos após excluir do teste a variável *dummy* designada para diferenciar os grupos de controle e tratamento, que apresentou forte colinearidade com a variável de diferenças-em-diferenças (“*Dummy DD*”).

Adicionalmente, incluímos a variável “Média Lucro Líquido” como variável de controle com a finalidade de isolar o efeito da *performance* das empresas nos períodos da amostra.

O teste apresentou um *p-value* significativo com 1% de significância estatística, sendo passível de rejeição da hipótese nula, ou seja, os *payouts* das empresas mexicanas se alteraram após a tributação dos dividendos. O coeficiente o DD indicou queda no *payout* de proventos de aproximadamente 6,54% após as alterações da legislação tributária mexicana que passou a tributar os dividendos recebidos por beneficiários finais.

Tabela 8 – Testes Modelo e DD *Payout*: México e Brasil, 2009-2013 vs 2014-2018

Testes Modelo - Regressão de Dados em Painel	
<i>P-value</i>	Média <i>Payout</i>
<i>F Test (Cross-section)</i>	0,0000
<i>Breusch-Pagan (Cross-section)</i>	0,0000
<i>Hausman Test (Cross-section)</i>	0,0000
Efeito	Fixo

Testes Diferença-em-Diferenças	
Variável Dependente: Média <i>Payout</i> DD Brasil x México	
Método: Regressão de Dados em Painel	
Período Amostra: 2009 a 2018	
Resultados	Média <i>Payout</i>
<i>Coefficiente Intercept</i>	0,172760
<i>Coefficiente Dummy Antes/Depois</i>	0,095015
<i>Coefficiente Dummy DD</i>	-0,065420
<i>Coefficiente Média Lucro Líquido</i>	5,13E-09
<i>P-value Intercept</i>	0,0000
<i>P-value Dummy Antes/Depois</i>	0,0000*
<i>P-value Dummy DD</i>	0,0013*
<i>P-value Média Lucro Líquido</i>	0,0011*
<i>R-squared</i>	0,5521
<i>Adjusted R-squared</i>	0,4726

Nível de Significância: *1%

Fonte: Economatica

Notas: Elaboração própria

4.6 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

Este estudo não teve por objetivo se aprofundar em outros fatores que podem ter influência no *payout* de proventos das empresas, como fatores econômicos, regulatórios e de sinalização de expectativa de *performance* futura das empresas. Desta maneira, os impactos tributários não devem ser interpretados como causa exaustiva dos resultados deste projeto, mas sim como um dos fatores que contribuiu para os cenários encontrados.

5 CONCLUSÃO

Após as análises realizadas neste trabalho, a principal conclusão é que existem indícios de que a tributação impacta na política de distribuição de proventos das empresas. Sendo assim, caso os dividendos venham a ser tributados novamente no Brasil, podemos esperar que haja uma redução no *payout* de proventos via dividendos. Os resultados deste estudo corroboram o entendimento trazido pelas teorias do Efeito Clientela e da Preferência Tributária de que as políticas de proventos são impactadas pelos efeitos fiscais e as empresas as utilizam como forma de atrair o investidor, que busca maximizar os seus investimentos através de uma alíquota menor de imposto ou da valorização das ações de empresas que buscam a otimização de sua carga tributária.

As evidências levantadas pelos testes aplicados com base nos dados dos períodos de transição da legislação tributária no Brasil e no México foram:

- Houve aumento no capital social e, por consequência, no patrimônio líquido das empresas brasileiras nos períodos de 1997 e 1998. A alteração em conta de capital social pode indicar que houve um aumento deliberado por parte das empresas, beneficiando a capacidade de distribuição de JSCP destas;
- Houve aumento do *payout* de proventos logo após a entrada em vigor da nova legislação em meados da década de 1990. Neste caso, podemos concluir que há indícios de que este aumento tenha sido impulsionado pelos benefícios fiscais instituídos pela nova norma;
- Houve queda no *payout* de proventos das empresas mexicanas listadas em bolsa após a tributação de dividendos em 2014, indicando que a tributação produziu impactos na política de proventos das empresas.

Além disso, verificamos que as empresas brasileiras não utilizam na totalidade o benefício da dedutibilidade do JSCP conferido pela legislação, mas este uso vem aumentando ao longo do tempo, chegando em 2018 a um uso de aproximadamente 66% do total de limite disponível para pagamento. Da parcela utilizada, verificamos que estes benefícios conferem uma redução relevante das despesas com impostos para as companhias que distribuem JSCP, o que por outro lado impacta negativamente a arrecadação do governo federal. Estima-se que o pagamento de JSCP pelas empresas analisadas reduziu a alíquota tributária efetiva em aproximadamente 1,9% na média anual do período analisado (1997 a 2018), ou seja, existe uma

redução de fato da carga tributária das empresas decorrente da utilização deste instrumento. Se segregarmos apenas as empresas financeiras, este impacto é ainda maior, chegando a uma redução anual média de 2,9%.

A partir da análise da evolução do *payout* de proventos das empresas brasileiras listadas que compõem o IBrX 100, foi possível notar um crescimento do percentual de empresas que remuneram os seus acionistas via dividendos e/ou JSCP, chegando a 87% em 2018. Dentre as empresas consideradas pagadoras de proventos verificamos que a distribuição da forma de pagamento entre dividendos e JSCP tem sido bastante equilibrada nos períodos mais recentes, porém com leve predominância dos dividendos.

Sugerimos para o futuro, estudos que incluam a análise de dados de recompra de ações de modo a confirmar se ocorre a substituição por este instrumento no caso de existirem vantagens fiscais em termos de alíquota ou temporalidade da tributação. Adicionalmente, recomendamos estudos que tenham por objetivo identificar os principais fatores que afetam a decisão de pagamento de JSCP pelas empresas e os motivos pelos quais não há a utilização da sua capacidade total de distribuição.

REFERÊNCIAS

- ALLEN, F.; MICHAELY, R. Payout Policy. *Handbook of the Economics of Finance*, Chapter 7, 2003, p. 337-429.
- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES. Evolução histórica da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/taxa-juros-longo-prazo-tjlp>. Acessado em: 02/03/2019.
- BELLATO, L. L. N; SILVEIRA, A. D. M; SAVOIA, J. R. F. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, Salvador, 2006. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-2274.pdf>. Acessado em 02/03/2019.
- BRITO, R.D; SILVA, J. C. G. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 35, n. 1, p. 37-79, 2005.
- BRITO, R. D.; LIMA, M. R.; SILVA, J. C. O crescimento da remuneração direta aos acionistas no Brasil: economia de impostos ou mudança de característica das firmas? *Brazilian Business Review*, v. 6, n. 1, p. 062-081, 2009. Acessado em: 03/12/2018.
- CARVALHO, A. X. Y; GÓES, G. S. Introdução à Regressão Linear com Dados de Painel. Repositório Escola Nacional de Administração Pública (ENAP). Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/1268684/mod_resource/content/1/Econometria%20II%20-%20resumo%205.pdf. Acessado em: 23/02/2020.
- CPS-FGV. Metodologia de Diferenças-em-Diferenças, 2010. Disponível em: https://www.cps.fgv.br/cps/pesquisas/Políticas_sociais_alunos/2010/20100512/PDF/BES_Diferen%C3%A7asemDiferen%C3%A7as.pdf. Acessado em: 07/04/2019.
- CRESWELL, J. W. Projeto de Pesquisa: Métodos Qualitativo, Quantitativo e Misto. 3ª edição. Porto Alegre: Artmed, 2010, p. 296.
- DELOITTE, International Tax. Mexico Highlights 2019. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-mexicohighlights-2019.pdf>. Acessado em: 02/11/2019.
- DIÁRIO DO CONGRESSO NACIONAL, Seção 1, 7/9/1995, Página 21485. Exposição de motivos da Lei 9.249/1995. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1995/lei-9249-26-dezembro-1995-349062-exposicaodemotivos-149781-pl.html>. Acessado em: 03/03/2019.
- DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. Modelos Econométricos para Dados em Painel: Aspectos Teóricos e Exemplos de Aplicação à Pesquisa em Contabilidade e Finanças. Congresso USP de Iniciação Científica, 2007. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/176819/mod_resource/content/1/Artigo%20-%20Modelos%20em%20Painel.pdf. Acessado em: 18/02/2020.

FERREIRA, L. F.; LORANDI, J. A.; POLUCENO, A. C. Redução do custo tributário em instituições financeiras nacionais por meio da utilização dos juros sobre o capital próprio. XVIII Congresso Brasileiro de Custos, Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/624>. Acessado em: 26/02/2020.

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 e Finanças USP*, v. 20, n. 49, p. 44-62, 2009. Acessado em: 03/03/2019.

GÓMEZ, R. Mexico: New Withholding Tax On Dividends In Mexico, Jones Day. Disponível em: <https://www.mondaq.com/mexico/Tax/313344/New-Withholding-Tax-On-Dividends-In-Mexico>. Acessado em: 16/01/2020.

JACOB, M.; JACOB M. Taxation, Dividends, and Share Repurchases: Taking Evidence Global. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48, No. 4, pp. 1241–1269, 2013.

LAURETTO, M. S. Estatística descritiva básica: Medidas de dispersão. Escola de Artes, Ciência e Humanidades – USP, p. 6. Disponível em: https://web.archive.org/web/20170222113358/http://www.each.usp.br/lauretto/ACH0021_2015/aula06.pdf. Acessado em: 01/02/2020.

LIMA, R. H. P. Identificação de Outliers em Conjunto de Dados. Blog Aprendendo Gestão, 2016. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=LuWNAMEfndc>. Acessado em: 16/01/2020.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O Que Revelam os Estudos Realizados no Brasil sobre Política de Dividendos? *RAE São Paulo*, v. 52, n. 1, p. 024-039, 2012. Acessado em: 08/10/2018.

MARTINS, E. Um pouco da história dos Juros sobre o capital próprio. *Temática contábil e balanços – IOB*, Bol. 49/2004.

MENEZES, G.; Dados de Painel no EViews (Versão preliminar 01). FURG, 2020. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/312490823_Dados_de_Painel_no_EViews/link/5e5d3bb292851cefa1d68a89/download. Acessado em: 05/03/2020.

MILLER, M. H; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MOTA, D. C. Dividendos, Juros Sobre o Capital Próprio e Recompra de Ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. FGV-EAESP, 2007. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2311/113230.pdf?sequence=2&isAllowed=y>. Acessado em: 03/03/2019.

PAIVA, J. W. M.; LIMA, A. V. A influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras. ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 1, 2010. *Anais eletrônicos*, SBFIN, 2001. Disponível em: <http://www.sbfm.org.br>. Acessado em: 09/10/2018.

PROCIANOY, J. L. Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. *RAUSP-Revista de Administração*, v. 31, n. 2, p. 7-18, 1996. Acessado em: 05/03/2019.

REGULAMENTO DO IMPOSTO DE RENDA. Decreto nº 9.580/2018, artigos 355 a 357. Juros sobre o Capital Próprio. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2018/Decreto/D9580.htm#art4. Acessado em: 02/03/2019.

SAITO, R.; NOVIS, J. A. N. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. RAUSP- Revista de Administração, v.38, n.2, p.135-143, abr./maio/jun. 2003. Acessado em: 25/02/2020.

SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. RAUSP- Revista de Administração, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004. Acessado em: 05/03/2019.

SILVA, E. M.; SILVA, E. M.; GONÇALVES, V.; MUROLO, A. C. Estatística. São Paulo: Atlas. p. 89, 1999.

ZANI, J; NESS, W. L. J. Os Juros sobre o Capital Próprio Versus a Vantagem Fiscal do Endividamento. RAUSP, São Paulo v.36, n.2, p.89-102, abril/junho 2001. Acessado em: 26/02/2020.

APÊNDICE A – DADOS DA AMOSTRA UTILIZADOS NOS ESTUDOS

Tabela A.1 – Número de Empresas e Registros IBrX 100: Evolução *Payout*, JSCP e Impacto na Alíquota Efetiva

Brasil (IBrX 100)		
Ano	Nº Empresas	Nº Registros
1997	32	52
1998	37	62
1999	35	56
2000	38	65
2001	40	62
2002	33	45
2003	42	62
2004	53	82
2005	58	88
2006	66	94
2007	71	102
2008	72	95
2009	74	101
2010	77	113
2011	78	112
2012	75	108
2013	79	108
2014	81	108
2015	74	82
2016	81	106
2017	83	114
2018	87	118
Total		1935

Fonte: Economatica
Nota: Elaboração própria

Tabela A.2 – Número de Empresas e Registros IBrX 100: Diferença de Médias *Payout* de Proventos, PL, CS, RC e Aumento PL

Brasil (IBrX 100)				
Ano	Nº Empresas	Nº Registros		
		Payout	PL, CS e RC	Aum PL
1994	40	52	52	52
1995	40	52	53	53
1997	40	50	56	55
1998	40	55	63	62
Total		209	224	222

Fonte: Economatica
Nota: Elaboração própria

Tabela A.3 – Número de Empresas e Registros: DD Brasil (IBrX 100) e México (BMV)

Ano	Brasil (IBrX 100)		México (BMV)	
	Nº Empresas	Nº Registros	Nº Empresas	Nº Registros
2009	93	104	147	78
2010	93	113	147	93
2011	93	115	147	97
2012	93	107	147	101
2013	93	110	147	95
2014	93	109	147	105
2015	93	98	147	108
2016	93	109	147	111
2017	93	118	147	115
2018	93	118	147	122
Total		1101		1025

Fonte: Economatica
Nota: Elaboração própria