

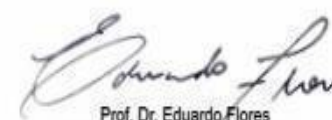
# CERTIFICADO

Certificamos que o trabalho N° 3076 – TÍTULO Política de Destinação de Resultados: Uma Análise no Nível de Evidenciação, na Representatividade e nas Características das Companhias de Capital Aberto Brasileiras de autoria de Alex Zimmer Machado; Máira Melo de Souza; foi APRESENTADO no 18º Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade realizado entre os dias 28, 29 e 30 de julho de 2021, na modalidade ON-LINE pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP).

São Paulo (SP), 30 de Julho de 2021.

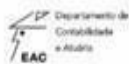


Prof. Dr. Valmor Slomski  
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária



Prof. Dr. Eduardo Flores  
Coordenador do 21º USP International Conference in Accounting e  
18º USP de Iniciação Científica em Contabilidade

Realização:



Patrocinadores:



Apoio:



## **Política de Destinação de Resultados: Uma Análise no Nível de Evidenciação, na Representatividade e nas Características das Companhias de Capital Aberto Brasileiras**

**ALEX ZIMMER MACHADO**

*Universidade Federal de Santa Catarina*

**MAÍRA MELO DE SOUZA**

*Universidade Federal de Santa Catarina*

### **Resumo**

A relação de agência é definida como o contrato em que o principal delega seu poder de tomada de decisão ao agente. Nas companhias, num contexto de separação da propriedade e administração, os agentes internos (*insiders*) detêm informações e influência sobre as decisões empresariais, de maneira que podem priorizar seus próprios interesses, em detrimento dos acionistas minoritários. Nesta concepção, a transparência contábil e a distribuição de dividendos podem ter o papel de atenuar esse conflito de interesses. No Brasil, as principais formas de destinação de lucros aos acionistas são por meio de dividendos e juros sobre capital próprio (JSCP). O presente estudo objetivou identificar características associadas com o nível de evidenciação e a representatividade da política de destinação de resultados nas companhias abertas brasileiras. Para isto, foi elaborada uma lista de verificação para o cálculo do índice de evidenciação e foram coletados os dados pertinentes à representatividade e as características corporativas estudadas. Foram analisadas todas as companhias de capital aberto brasileiras, com exceção das instituições financeiras, perfazendo uma amostra de 244 observações. O ano estudado foi 2018. Os resultados demonstraram que, em média, o nível de evidenciação foi maior nas companhias que adotam algum segmento diferenciado de governança corporativa, não possuem concentração de controle igual ou superior a 50%, são auditadas por uma *Big Four*, são listadas na *New York Stock Exchange* (NYSE) e não são controladas por empresas não financeiras. No que tange à representatividade, percebeu-se que as companhias optaram por distribuir lucros aos acionistas principalmente via dividendos. Entretanto, os JSCP tenderam a ser mais utilizados, em média, quando a companhia pertencia a segmento diferenciado de governança corporativa, não havia concentração de controle, era auditada por uma *Big Four*, listada na NYSE, possuía controle familiar e não era controlada por uma empresa não financeira.

**Palavras-chave:** Destinação de lucros, Dividendos, Juros sobre capital próprio, Evidenciação.

## 1 INTRODUÇÃO

As companhias abertas possuem uma importante característica quanto à sua forma de financiamento, já que são capazes de levantar recursos junto à diversidade de investidores do mercado de capitais. Ademais, a administração financeira de uma empresa é essencial para seu sucesso e consiste na gestão dos recursos necessários para financiar as oportunidades de investimento. Nesta concepção, a destinação dos resultados é uma das importantes decisões a serem tomadas pela administração financeira, uma vez que, se por um lado trata-se da remuneração dos acionistas, por outro, é reflexo de uma fonte de financiamento da empresa (Damodaran, 2014).

A política de dividendos pode ser discutida com base em diversas teorias (Gomes, Takamatsu, & Machado, 2015). De acordo com Vancin e Procianoy (2016), divergências têm ocorrido desde as primeiras discussões, como entre os estudos acerca da relevância da política de dividendos. Lintner (1956) e Gordon (1959) argumentaram em favor da relevância dos dividendos e ficaram conhecidos pela “teoria do pássaro na mão”, por sugerirem que os acionistas geralmente são avessos ao risco. Em sequência, Miller e Modigliani (1961) sugeriram que os dividendos eram irrelevantes, sendo mais importante o retorno obtido pelos investimentos da empresa.

No Brasil, de acordo com Gomes *et al.* (2015), as principais formas de distribuição de lucros são por meio dos dividendos e Juros Sobre Capital Próprio (JSCP). Em relação aos dividendos, a Lei n.º 6.404/1976 permite ao estatuto social das companhias definir a parcela do lucro a ser destinado. No entanto, sendo o estatuto omissivo, a companhia deve distribuir 50% do lucro ajustado como dividendo obrigatório. Adicionalmente, se o estatuto for omissivo e posteriormente, por assembleia geral, desejar-se alterá-lo para disciplinar a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (Lei n. 6.404, 1976).

Já os JSCP são um instituto particular brasileiro, criado pela Lei n.º 9.249/1995, e que podem ser imputados ao dividendo obrigatório. Conforme Gelbcke, Santos, Iudícibus e Martins (2018), a criação dos JSCP objetivou atenuar o impacto tributário causado pela não correção das demonstrações, proibida na mesma lei que os instituíram. Isso porque é possível deduzir os JSCP do lucro real tributável. Entretanto, apesar dos benefícios tributários dos JSCP, o estudo de Sousa, Marquezine, Jordão e Pinheiro (2014) mostrou que muitas empresas não os utilizaram por inteiro, em razão de conflitos de agência entre os acionistas minoritários e controladores.

Neste contexto, a política de dividendos também pode ser estudada através da teoria da agência. De acordo com Jensen e Meckling (1976), a relação de agência é definida pelo contrato em que o principal delega poder de tomada de decisão para o agente. Nesta relação, os interesses do principal e do agente podem não convergir. Em se tratando de uma companhia, as decisões de agentes internos podem não ser aquelas que visam maximizar a riqueza dos acionistas. Nesse caso, a política de dividendos pode ser um mecanismo para mitigar o conflito de agência, ao reduzir o montante de recursos discricionários ao gestor e, ao mesmo tempo, forçando-o a prospectar fundos junto ao mercado e submetendo-o ao maior escrutínio dos credores (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Outro fator a destacar sobre a teoria da agência é que existe outra linha de estudos que vem sendo realizada ao longo das últimas décadas, sendo representada pelo conflito de interesses entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários. Conforme Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999), em países menos desenvolvidos, a concentração acionária é frequentemente presente. Em ambientes de pouca proteção ao investidor e de governança corporativa pouco difundida, o acionista controlador tem enorme poder sobre a empresa e pode utilizá-lo em benefício próprio, expropriando os demais investidores.

No caso supracitado, a política de dividendos pode ser uma forma de os acionistas minoritários pressionarem os controladores a prover algum fluxo de caixa para eles (Porta,

Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000a). Nessa linha de pesquisa, Santos, Penedo e Pereira (2020) encontraram relação negativa entre o pagamento de dividendos e a concentração acionária entre companhias abertas brasileiras. Já Briano-Turrent, Li e Peng (2020) mostraram que empresas familiares cujo gestor executivo tinha relações com a família controladora pagavam menos dividendos, ao passo que a governança corporativa apresentou influência positiva na distribuição desses proventos, no ambiente latino-americano.

Diante do exposto, visando contribuir com essa temática no Brasil, elaborou-se o seguinte problema de pesquisa: Quais características são associadas com o nível de evidenciação e a representatividade da política de destinação de resultados nas companhias de capital aberto brasileiras? O objetivo desta investigação é identificar características associadas com o nível de evidenciação e a representatividade da política de destinação de resultados nas companhias de capital aberto brasileiras.

O Brasil se caracteriza por ser um mercado emergente, em que há alta concentração acionária nas companhias (Damodaran, 2014; Crisóstomo & Brandão, 2016). Destaca-se também a forte dependência do mercado de capitais para financiamento por parte das companhias brasileiras (Vancin & Procianoy, 2016). Há, ainda, outras especificidades no país, como as decorridas de fatores tributários, os quais vêm sendo debatidos. Uma notícia do jornal O Globo, do dia 30/03/2019, na seção Economia, relata que, dada a crise econômica e fiscal, está sendo discutida no Brasil a tributação dos dividendos, num contexto de alta taxa sobre os lucros das companhias. Hoje, os dividendos não são tributados quando pagos aos acionistas (Ventura, Setti, & Ordoñez, 2019). A notícia demonstra que o tema é atual e possui relevância de cunho econômico e social.

Deste modo, o ambiente brasileiro mostra-se propício para pesquisas na área, que venham a contribuir com a discussão. Para Zagonel, Terra e Pasuch (2018), mudanças tributárias na distribuição de resultados tendem a afetar as políticas das companhias brasileiras. Em seu estudo, os referidos autores constataram que as companhias eram mais propensas a pagar dividendos em períodos de isenção de tributação. Já Berzins, Bøhren e Stacescu (2019) verificaram que o efeito das mudanças na tributação sobre os dividendos na Noruega foi menor para empresas mais propensas a enfrentarem conflitos de agência.

Considerando o exposto, diante da relevância desta temática no Brasil, a presente pesquisa apresenta uma análise sobre a evidenciação e a representatividade da política de destinação de resultados nas companhias abertas brasileiras em relação as suas características em um contexto atualizado, justificando a importância desta investigação.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO (JSCP)**

A distribuição de resultados é o meio pelo qual a companhia remunera o investimento dos acionistas. Entre as espécies de proventos, os dividendos e os JSCP são os mais utilizados no Brasil (Gomes *et al.*, 2015). Geralmente, na linha do tempo da distribuição dos resultados do período, a primeira data é marcada pelo anúncio do conselho de administração do valor a ser pago por ação (Damodaran, 2014).

No Brasil, a respeito dos dividendos, é importante destacar a existência de duas principais classes de ações, dispostas no artigo 15, da Lei n.º 6.404/1976. Dentre elas, está a preferencial, a qual confere certas vantagens ao seu detentor, como a prioridade na distribuição de dividendos, fixo ou mínimo, não podendo esta ser afetada por retenções de lucros, exceto pela reserva legal. A outra classe é denominada de ação ordinária, que possui como principal característica o direito de voto conferido ao seu detentor. A companhia pode emitir ações preferenciais, sem direito a voto, até o limite de 50% do total de ações emitidas (Lei n. 6.404, 1976).



Dessa forma, a legislação confere aos acionistas preferenciais a prioridade na distribuição dos dividendos. Nesse contexto, é possível distinguir, quanto à participação em lucros remanescentes, o dividendo fixo e o mínimo. Em regra, o dividendo fixo implica em o acionista não ter direito de participação no lucro excedente. Já o dividendo mínimo possibilita a participação nos lucros remanescentes em igualdade de condições com os acionistas ordinários, depois de assegurado a estes também o mínimo (Gelbcke *et al.*, 2018).

Existe ainda a figura do dividendo mínimo obrigatório, que se trata de um mecanismo de proteção do investidor trazido à época pela Lei n.º 6.404/1976, como Gelbcke *et al.* (2018) externam. Sua obrigatoriedade alcança tanto os acionistas preferenciais quanto os ordinários. Para ilustrar, é possível estabelecer uma hierarquia da destinação do resultado, passando pelos dividendos, como está exposto na Figura 1.

| Destinação  | Art. da Lei n.º 6.404/1976 |
|---|----------------------------|
| Prejuízos acumulados e provisão dos tributos sobre o lucro              | 189                        |
| Participações estatutárias  | 190                        |
| Lucro líquido do exercício (=)  | 191                        |
| Reserva legal   | 193                        |
| Dividendos fixo/mínimo prioritários preferencial, inclusive cumulativos | 203                        |
| Reserva de contingências e reserva para incentivos fiscais              | 195 e 195-A                |
| Reserva especial para dividendos não distribuídos                       | 202 (§§ 4º e 5º)           |
| Reserva de lucros a realizar  | 197 e 202, inc. II         |
| Dividendo mínimo obrigatório  | 202                        |
| Reserva de retenção de lucros e reserva estatutária                     | 194, 196 e 198             |

Figura 1: Destinação Hierárquica do Resultado do Exercício  
Fonte: Adaptado de Gelbcke *et al.* (2018) e da Lei n.º 6.404/1976.

Como é possível observar na Figura 1, para chegar à base de cálculo do dividendo obrigatório, parte-se do lucro líquido do exercício e diminui-se a destinação para reserva legal, reserva de contingência (ou soma-se a sua reversão, se houver) e de incentivos fiscais. É permitido limitar o valor destinado ao dividendo obrigatório na hipótese de haver lucro não realizado financeiramente, registrando-se a diferença em reserva de lucros a realizar. Também é possível não o distribuir no exercício social em que for ele incompatível com a situação financeira da companhia, nos termos do parágrafo 4º do artigo 202 (Lei n. 6.404, 1976).

Ainda há os Juros Sobre Capital Próprio (JSCP), que se tratam, na verdade, de outra maneira de distribuir lucros, cuja principal distinção é sua dedutibilidade fiscal (Colombo & Caldeira, 2018). Define a Lei n.º 9.249/1995 que, para deduzir o seu valor da base de cálculo dos tributos sobre o lucro real, é necessário que se aplique a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) sobre as contas do patrimônio líquido. Porém, esse montante dedutível fica limitado ao maior valor entre: I) 50% do lucro líquido do exercício antes da dedução dos JSCP e do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e após a dedução da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL); ou II) 50% do somatório dos lucros acumulados e reservas de lucros (Lei n. 9.249, 1995).

Há de se destacar também o efeito tributário dos JSCP na fonte recebedora. Se o recebedor é pessoa jurídica não imune ou não isenta, o Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) incidente é de 15%, mas esse valor pode ser compensado posteriormente pelo recebedor. Adicionalmente, os JSCP são considerados como receitas financeiras quando distribuídos a pessoas jurídicas e ficam sujeitos às contribuições previdenciárias incidentes sobre estas, além da tributação de IRPJ e CSLL, no caso de contribuinte pelo regime de lucro

real. Por outro lado, se o destinatário desses proventos for fundo de investimentos ou de pensão, há isenção de tributação do IRRF. Quando o receptor é pessoa física, nacional ou estrangeiro, a tributação é definitiva e feita à alíquota de 15% (Colombo & Caldeira, 2018).

Em contrapartida, os dividendos são isentos, para pessoas físicas e jurídicas (Zagonel *et al.*, 2018). Nesse sentido, Gomes *et al.* (2015) afirmam que, de maneira geral, os JSCP são preferíveis aos dividendos, do ponto de vista tributário. Isto é, o lucro que dá origem aos dividendos geralmente é tributado à alíquota de 34%, porém os dividendos são isentos do IRRF. Os JSCP, por sua vez, são dedutíveis da base de cálculo dos tributos incidentes sobre o lucro, porém são tributados pelo IRRF à 15%. Em seu trabalho, os autores encontraram relação positiva entre o pagamento de JSCP e o *market to book*, indicando sua apreciação pelo mercado.

Sousa *et al.* (2014) analisaram a distribuição de resultados e a estrutura acionária das 100 maiores companhias no ano de 2013 e verificaram que elas utilizavam principalmente os dividendos, com poucos casos de JSCP. Tal constatação foi atribuída ao conflito de agência existente entre os acionistas controladores e minoritários. Já Colombo e Caldeira (2018) examinaram o efeito da Lei n.º 11.053/2004, que isentou os fundos de investimentos e de pensão de tributos sobre o recebimento dos JSCP. Os resultados indicaram que as companhias que eram controladas por esses fundos aumentaram significativamente a distribuição de JSCP após a lei.

Isto posto, é possível externar que, além de outros aspectos, o modo como se desenhou a distribuição de resultados no Brasil, ao longo do tempo, pode propiciar a existência de conflitos de agência entre acionistas nas companhias. Especificamente, a diferenciação de tributação entre os tipos de proventos pode causar conflito de interesses.

## 2.2 TEORIA DA AGÊNCIA E EVIDENCIAÇÃO CONTÁBIL (*DISCLOSURE*)

Partindo de uma conjuntura histórica, Baker (2009) expõe que a história e evolução dos dividendos são diretamente ligados ao desenvolvimento das companhias como forma de negócio. Estas, em seus moldes modernos, têm sua origem na Europa no final da idade média. Eram sociedades voltadas às expedições marítimas e que se encerravam ao final do empreendimento, procedendo-se a total liquidação de ativos e lucros entre os investidores. Ainda que pouco eficiente, era uma forma de distribuição de lucros que evitava fraudes. Ao longo do tempo, surgiram organizações de prazo indeterminado e já naquela época os gestores se preocupavam com a política de dividendos em relação a satisfação dos investidores.

Dessa forma, percebe-se que a preocupação com dividendos remonta longa data. A partir de elementos de outras teorias existentes, a teoria da agência foi aplicada e desenvolvida no trabalho de Jensen e Meckling em 1976. Segundo eles, a relação de agência decorre de contratos em que o principal delega ao agente competência para tomar decisões em seu lugar. O conflito ocorre quando o agente começa a tomar decisões em prol de seus próprios interesses em detrimento dos interesses do principal (Jensen & Meckling, 1976).

A respeito dos conflitos de agência, Porta *et al.* (1999) explicam que a ideia de grandes corporações, com incontáveis acionistas e gestão profissional, em que o conflito de agência essencial é aquele apurado entre os investidores e o gestor, é aferida apenas em países mais desenvolvidos. Em seu estudo, mesmo as maiores companhias demonstravam concentração acionária, com controladores tendo forte influência sobre a gestão. Nesse momento, a separação entre propriedade e administração é verificada não somente entre gestores e acionistas, mas também entre acionistas majoritários e minoritários. Por outro lado, os agentes internos (*insiders*) são personificados também pelos acionistas controladores, os quais podem expropriar os minoritários, prática chamada na literatura de *tunneling*.

Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (2000b) relatam que os conflitos de agência podem ser graves especialmente em países de fraca proteção ao investidor e governança corporativa pouco desenvolvida. Nesses ambientes, com direitos de controle concentrados e

direitos de dividendos diluídos, o prêmio pelo controle torna-se uma parte substancial do valor da firma.

Nesta concepção, Porta *et al.* (2000a) buscaram verificar a relação entre os dividendos e o ambiente de proteção dos investidores. A primeira hipótese identificava os dividendos como sendo resultado de um ambiente de maior proteção aos investidores. Isto é, em tais condições, os investidores teriam direitos legais que os permitiriam influenciar a política de distribuição de resultados da companhia e evitar a sua expropriação pelos agentes internos. A segunda hipótese era a de que os dividendos funcionariam como substitutos ao ambiente adequado de proteção ao investidor, em que as companhias pagariam dividendos para atrair investidores e conseguir se financiar no mercado de capitais. A primeira hipótese prevaleceu.

Isto posto, Porta *et al.* (2000b) ainda discutiram reformas legais para aperfeiçoar os direitos legais dos investidores, sendo um dos objetivos o de melhorar a transparência contábil (*disclosure*) das empresas. Os autores enfatizam que as regulações no mercado financeiro ao redor do mundo que foram bem-sucedidas tiveram um ponto em comum, qual seja o de melhorar e ampliar a divulgação obrigatória de informações financeiras e a precisão pela qual essa é aplicada. Eles afirmam que, embora o *disclosure*, por si só, possa não ser suficiente, é elemento chave para aprimorar o ambiente de proteção aos investidores.

Em suma, depreende-se que a disponibilização de todas as informações que possam influenciar a tomada de decisão do investidor parece ser de grande importância para o desenvolvimento do mercado de capitais. A falta de transparência pode agravar os conflitos de agência, à medida que os agentes internos detêm informações não conhecidas pelos acionistas externos, gerando custos e ineficiência econômica para as companhias.

### 2.3 ESTUDOS SIMILARES

Como parâmetro para levantamento das pesquisas semelhantes foi realizada uma busca nas Bases *Scientific Periodicals Electronic Library* (SPELL), Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) e no Google Acadêmico, utilizando as seguintes palavras-chave: Destinação de Lucros (*Dividend Policy*), Dividendos (*Dividends*), Juros sobre Capital Próprio (*Interest on Equity Capital*) e Evidenciação (*Disclosure*). A pesquisa resultou em 7 artigos semelhantes ao presente estudo, os quais estão demonstrados na Figura 2.

| <b>Autores</b>                         | <b>Objetivo e Período Analisado</b>  | <b>Resultados</b>   |
|--|--|---|
| Gonzalez, Molina, Pablo e Rosso (2017) | Verificar o efeito da concentração acionária e sua composição na política de dividendos, na América Latina. O período analisado foi 2007-2014.         | Quando havia alta concentração acionária e o segundo maior acionista da empresa era um indivíduo, o nível de dividendos pagos era menor. Tal evidência indicou o efeito do monitoramento exercido pelo segundo maior acionista, em benefício dos demais acionistas, que poderiam, portanto, exigir um menor pagamento de dividendos da empresa. |
| Jory, Ngo e Sakaki (2017)              | Investigar o efeito da estabilidade dos investidores institucionais como acionistas sobre a política de dividendos. O período analisado foi 1980-2013. | Os autores encontraram relação entre o pagamento de dividendos e altas proporções de investidores institucionais. Maiores <i>payouts</i> eram associados com maior estabilidade da presença de acionistas institucionais e a alta volatilidade das suas proporções acionárias indicava alta oscilação nos níveis de dividendos.                 |
| He e Li (2018)                         | Examinar os efeitos da primeira regulação do mundo do tipo "cumprir-ou-explicar" na China. O período analisado foi 2009-2014.                          | Foi reportado aumento no número de empresas que distribuíam <i>payout</i> acima de 30%, o mínimo exigido pela regulação. Empresas estatais ou com fundos gestores como acionistas eram mais propensas a cumprir a legislação, para não ter de explicar a utilização do lucro não distribuído.   |

|                                |  |  |
|--------------------------------|--|--|
| Galvão, Santos e Araújo (2018) | Estudar a distribuição de lucros, quando foram distribuídos, se através de dividendos e/ou JSCP e os níveis de <i>payout</i> adotados, no Brasil. O período analisado foi 2002-2013. | Foi encontrado que 89% das empresas adotavam <i>payout</i> mínimo de 25%, o que sugeriu-se ser efeito do parágrafo 1º, Art. 152, da Lei 6.404/1976, que somente admite aos administradores participarem nos lucros se o <i>payout</i> mínimo for maior ou igual a 25%. Ademais, a maioria das companhias distribuía os lucros via dividendos ou dividendos e JSCP, sendo a utilização de apenas JSCP menos verificada. |
| Crisóstomo e Brandão (2018)    | Verificar se os dividendos são ajustados conforme a presença de empresas não financeiras como acionistas controladores no Brasil. O período analisado foi 1996-2012.                 | A presença de empresas não financeiras controladoras apresentava relação positiva com as mudanças nos níveis de distribuição de dividendos. Isso foi atribuído ao monitoramento feito por essas empresas, uma vez que possuem informações suficientes para evitar que o caixa ocioso seja mal utilizado pelos gestores das companhias controladas.   |
| Zagonel <i>et al.</i> (2018)   | Examinar o efeito tributário e da governança corporativa sobre a preferência dos dividendos no Brasil. O período analisado foi 1986-2011.  | Companhias com melhor governança corporativa eram mais propensas a pagar dividendos, enquanto as de controle estatal eram menos. Ainda, as que distribuíram JSCP eram mais propensas a distribuir dividendos também, e a propensão de pagar dividendos para as ações ordinárias era menor. Foi encontrado que a probabilidade do pagamento de dividendos em períodos de menor (maior) taxação era maior (menor).       |
| Galvão, Araújo e Santos (2019) | Investigar os fatores relacionados ao pagamento de dividendos e JSCP e de <i>payout</i> incremental (acima do estatutário) no Brasil. O período analisado foi 2002-2013.             | Firmas com maior proporção de caixa, cujo acionista majoritário possuía maior percentual de ações ordinárias e as inseridas nos níveis diferenciados de governança corporativa tinham maior probabilidade de distribuir <i>payout</i> incremental. De acordo com os achados, foi sugerido que os dividendos eram utilizados com o objetivo de mitigar os conflitos de agência.   |

Figura 2: Estudos Similares  
Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme é possível observar na Figura 2, algumas pesquisas anteriores mencionaram a possível existência de conflitos de agência relacionados à destinação de resultados. Zagonel, Terra e Pasuch (2018) e Galvão, Araújo e Santos (2019) verificaram o efeito da governança corporativa e da concentração acionária sobre a distribuição de lucros.

Galvão, Santos e Araújo (2018) ressaltaram o possível efeito dos interesses de administradores sobre a distribuição de resultados e a menor utilização de JSCP para distribuição de lucros aos acionistas. Além disso, He e Li (2018) encontraram evidências de que conflitos de agência estavam presentes na decisão de pagar um dividendo mínimo, conforme a legislação, ou detalhar a utilização dos lucros não distribuídos, na China. Esses trabalhos trataram de duas peculiaridades presentes no Brasil, os JSCP e o dividendo mínimo obrigatório.

Por fim, outros trabalhos, como os de Crisóstomo e Brandão (2018), Gonzalez *et al.* (2017) e Jory, Ngo e Sakaki (2017), demonstraram a necessidade de se levar em conta a natureza da concentração acionária para se estudar o seu efeito sobre a política de distribuição de resultados.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

#### 3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

O presente trabalho pode ser definido como descritivo, já que objetiva descrever as características observadas da amostra, de acordo com um método padronizado. Quanto à abordagem do problema, o estudo pode ser enquadrado como qualitativo, uma vez que os procedimentos analíticos de análise são de natureza qualitativa. No que diz respeito à obtenção dos dados, a pesquisa é documental, porque vale-se da obtenção de dados reestruturados de acordo com os objetivos da pesquisa (Gil, 2008).



Desse modo, para a análise da evidenciação e representatividade da política de dividendos, foram obtidos dados a partir das demonstrações contábeis e notas explicativas das companhias constantes na amostra, referentes ao exercício social de 2018.

## 3.2 INSTRUMENTO DE PESQUISA

### 3.2.1 Instrumento de pesquisa para análise da evidenciação

Visando analisar o nível de evidenciação política de destinação de resultados das companhias, foi elaborada uma Lista de Verificação com base na Lei n.º 6.404/1976, conforme está demonstrado na Figura 3.

| Lista de Verificação da Destinação de Resultados   |
|--|
| 1. Informação sobre a utilização de Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) para a remuneração dos acionistas.  |
| 2. Informação sobre o percentual mínimo obrigatório destinado para dividendos.   |
| 3. Demonstração do lucro não realizado financeiramente, em caso de não pagamento do dividendo mínimo obrigatório, para a constituição de reserva de lucros a realizar. |
| 4. Informação sobre o motivo do pagamento de dividendos acima do percentual mínimo obrigatório, caso houver.   |
| 5. Informação sobre o motivo, em caso de não pagamento do mínimo obrigatório.  |
| 6. Descrição detalhada da natureza dos dividendos destinados no exercício.   |
| 7. Caso aplicável, informação sobre o valor e o cálculo dos JSCP, bem como sobre sua conciliação com o percentual mínimo obrigatório.                                  |
| 8. Informação sobre a dedução dos JSCP na base de cálculo dos tributos sobre o lucro.  |
| 9. Informação sobre o acréscimo dos proventos por reversão de reserva especial, de lucros a realizar ou outra reserva de lucro ou de capital.                          |
| 10. Informação sobre o percentual e o valor total e por ação dos proventos destinados no exercício.  |

Figura 3: Lista de verificação

Fonte: Elaborada com base na Lei n.º 6.404/1976.

Com base nos itens constantes na Lista de Verificação, a análise foi realizada por meio de análise de conteúdo, que, segundo Bardin (2016), pode ser entendida como um conjunto de técnicas de análise das comunicações, cujo objetivo é inferir significado a partir dos diversos meios de expressão, com o auxílio de indicadores. Dessa forma, foi possível calcular um índice de evidenciação da política de destinação de resultados das companhias da amostra.

### 3.2.2 Técnicas para verificação da representatividade

Conforme explicado na fundamentação teórica, existem majoritariamente dois meios pelos quais se distribuem os lucros no Brasil, quais sejam, os Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) e os dividendos. Adicionalmente, existem especificidades acerca desses proventos, o que implica pertinência em se verificar a representatividade de cada um deles no nível de distribuição de resultados das firmas.

Nesse sentido, Galvão *et al.* (2018) fizeram uma pesquisa semelhante e indicaram que a maioria das empresas por eles estudadas distribuíram seus lucros através dos dividendos ou dividendos e JSCP, enquanto a utilização apenas dos JSCP diminuiu de 35%, em 2002, para 13%, em 2013.

Diante do exposto, para a análise da representatividade, nesta pesquisa, foi adotada a abordagem de verificar a proporção de cada provento (dividendos e JSCP), em relação ao total de distribuição de resultados realizada aos acionistas.

## 3.3 PROCEDIMENTOS DE PESQUISA

Para avaliar o nível de evidenciação, foi utilizado o método adotado em Souza e Borba (2017), procedendo-se um índice de evidenciação para cada companhia da amostra. Primeiramente, foi atribuído 1 para cada item da lista que foi evidenciado e 0 para os não evidenciados. Não obstante, nos casos específicos em que os itens não se aplicam, foi adotado NA (não se aplica) para o respectivo item. Posteriormente, calculou-se um índice que representasse a proporção de itens atingidos dentre os possíveis, para cada companhia, tal como pode ser observado com a fórmula a seguir.

$$\text{Índice de Evidenciação} = \frac{\text{Quantidade de itens evidenciados}}{(\text{Total de itens da Lista-Itens NA})}$$

Procurou-se, ainda, avaliar se alguma das características (variáveis) a seguir dispostas, documentadas na literatura sobre o tema, apresentam tendência de influência no nível de evidenciação das companhias. Os resultados estão demonstrados por meio de Tabelas e Figuras.

### 3.3.1 Nível de Governança Corporativa

De maneira sucinta, a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de procedimentos que visa à diminuição do conflito de interesses entre a administração da companhia e os seus acionistas (Damodaran, 2014).

No Brasil, foram desenvolvidos segmentos de listagem, em que as empresas que se comprometem a segui-los têm de cumprir regras adicionais, visando à governança corporativa. Alguns dos segmentos especiais atuais são o Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado, sendo aquelas companhias que não aderem a nenhum deles classificadas como segmento Tradicional, em que precisam atender apenas às regras básicas dispostas na Lei n.º 6.404/1976 (Bolsa, Brasil, Balcão – B3, 2020). Como exemplos de pesquisas que envolveram a governança corporativa, tem-se os de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) e Zagonel *et al.* (2018).

Os dados relativos à governança corporativa da amostra foram obtidos no *site* da B3.

### 3.3.2 Nível Endividamento

Ao formular a sua política de dividendos, espera-se que a companhia avalie também as suas fontes de financiamento. Isto é, ao distribuir mais dividendos, a companhia passa a depender mais de recursos de terceiros. Deste modo, um maior nível de endividamento pode contribuir para a redução de conflito de agência nas companhias. Quanto maior a dependência de recursos de terceiros, maior o risco financeiro da empresa, e, por conseguinte, mais exigentes tendem a ser os seus credores, o que pode gerar efeitos informacionais benéficos aos acionistas (Easterbrook, 1984).

Nesta concepção, Galvão *et al.* (2019) encontraram relação negativa entre o endividamento e a distribuição de lucros. No entanto, quanto ao pagamento incremental de dividendos, o endividamento não se mostrou significativo.

Na presente pesquisa, foi utilizado o índice de endividamento geral, dividindo-se o Capital de Terceiros (Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) pelo Ativo total.

### 3.3.3 Concentração de Controle

Segundo Porta *et al.* (1999), a forte concentração acionária pode estar relacionada a problemas de agência, em que acionistas controladores possuem forte influência sobre o processo decisório das organizações, gerando externalidades negativas aos demais acionistas.

Nesse sentido, vários autores estudaram os efeitos da concentração acionária sobre os dividendos. Entre eles, Crisóstomo e Brandão (2016) indicaram que, em média, 64,56% das companhias brasileiras tinham um grande acionista controlador. Além disso, encontraram relação negativa entre a concentração de controle e as mudanças na política de dividendos.

Diante do exposto, julgou-se relevante analisar a característica de concentração de controle na presente pesquisa. Os dados foram obtidos no Formulário de Referência das companhias da amostra.

### 3.3.4 Empresa de Auditoria

Ghoul, Guedhami e Pittman (2016) testaram a hipótese de que o custo de capital próprio era menor em empresas auditadas pelas *Big Four*, supondo que essas grandes empresas de auditoria poderiam ser mais eficientes em evitar distorções nos demonstrativos contábeis, devido a sua maior independência e competência. Os resultados indicaram que aquelas companhias clientes das *Big Four* tinham um custo de capital próprio significativamente menor.

Já Maia, Formigoni e Silva (2012) sugerem que companhias abertas brasileiras auditadas pelas 4 maiores empresas de auditoria do mundo, quais sejam, Ernst & Young – EY, PricewaterhouseCoopers – PWC, Deloitte e KPMG, apresentam melhor qualidade na informação contábil divulgada.

Nesta concepção, considerou-se importante estudar o possível efeito da presença das *big four* como empresa de auditoria sobre as companhias na presente pesquisa. As informações necessárias foram obtidas nos pareceres de auditoria disponibilizados no *site* da B3.

### 3.3.5 Companhias brasileiras listadas na *New York Stock Exchange* (NYSE)

Iquiapaza *et al.* (2008) incorporaram em seu modelo variáveis para verificar a assimetria de informações nas empresas estudadas. Uma das variáveis identificava se as empresas emitiam *American Depositary Receipts* (ADR) na *New York Stock Exchange* (NYSE). Segundo eles, para emitir tais títulos no mercado dos Estados Unidos, as exigências de divulgação de informações são maiores. Portanto, esperava-se que a assimetria informacional em empresas com ADRs na NYSE fosse menor, influenciando, assim, os dividendos. Os resultados da pesquisa indicaram que empresas que emitiam ADRs na NYSE distribuíram menos dividendos.

Nessa linha de pesquisa, entendeu-se relevante analisar a característica de companhias abertas brasileiras listadas na NYSE. As informações foram obtidas no próprio *site* dessa bolsa de valores.

### 3.3.6 Tamanho

De acordo com Iquiapaza *et al.* (2008), empresas maiores podem distribuir mais dividendos. Isto é, companhias de maior porte podem ter menor necessidade de investimentos, caso em que mais recursos podem ser distribuídos aos acionistas. Do mesmo modo, pode-se depreender que empresas em crescimento, com menor ativo, distribuam menor volume de dividendos. Dentre os estudos que utilizaram essas variáveis, no de Crisóstomo e Brandão (2018) foi encontrada uma relação positiva entre tamanho da empresa e a distribuição de dividendos.

Nesta pesquisa, como parâmetro para análise do tamanho foi utilizado o valor total do ativo das companhias.

### 3.3.7 Presença de empresas não financeiras como acionistas majoritários

Segundo Crisóstomo e Brandão (2018), na média do período por eles analisado, 24,23% das companhias brasileiras tinham empresas não financeiras detentoras de 50% ou mais do seu capital votante. Eles verificaram que a presença de empresas não financeiras controladoras era relacionada positivamente com as mudanças nos níveis de distribuição de dividendos.

Conforme o estudo supracitado, foi confirmado que essas empresas controladoras possuíam condições informacionais suficientes para determinar que o caixa gerado acima do

necessário para as oportunidades de investimento fosse distribuído na forma de proventos aos acionistas, ao invés de ser mal utilizado pelos gestores.

Assim, considerou-se relevante analisar a presença de empresas não financeiras como acionistas majoritários. Os dados foram obtidos a partir do Formulário de Referência das companhias da amostra.

### 3.3.8 Empresa de propriedade familiar e não familiar

Jensen e Meckling (1976) relatam que se uma empresa pertence a apenas um acionista, este irá objetivar a maximização do valor da empresa. Nesse sentido, pode haver maior alinhamento de interesses em empresas familiares, em que a família visa à continuidade dos negócios no longo prazo. Contudo, Chiarello, Silva e Nakamura (2014) chegaram à conclusão de que empresas familiares distribuíam menos dividendos no Brasil. Ou seja, os efeitos da propriedade familiar sobre a política de dividendos podem ser variados.

Dessa maneira, considerou-se importante estudar a presença de famílias controladoras nas companhias. Os dados foram obtidos no *site* da B3.

## 3.4 AMOSTRA DE PESQUISA

Foram analisadas todas as companhias de capital aberto brasileiras listadas na B3 S.A., com exceção das instituições financeiras, pelo motivo delas possuírem especificidades que as distinguem dos demais setores, sendo fortemente regulamentada pelo Banco Central do Brasil (BACEN). Dessa maneira, utilizando a classificação da B3 dos Setores Econômicos das companhias, foi possível relacioná-las conforme seu setor de atuação, tal como demonstrado na Tabela 1.

Tabela 1 Amostra da pesquisa por setor de atuação conforme B3, referente ao exercício de 2018

| Setor                          | Quantidade |
|--------------------------------|------------|
| Bens industriais               | 46         |
| Comunicações                   | 4          |
| Consumo cíclico                | 68         |
| Consumo não cíclico            | 21         |
| Materiais básicos              | 26         |
| Outros                         | 6          |
| Petróleo gás e biocombustíveis | 10         |
| Saúde                          | 15         |
| Tecnologia da informação       | 4          |
| Utilidade pública              | 44         |
| <b>Total de empresas</b>       | <b>244</b> |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Inicialmente, havia um total de 345 companhias listadas na B3, foram excluídas 72 instituições financeiras, restando uma amostra de 244 companhias para análise, divididas entre 10 setores distintos, conforme é possível observar na Tabela 1.

## 4 RESULTADOS DA PESQUISA

Esta seção apresenta os resultados da pesquisa, com vistas a alcançar o objetivo desta investigação, estando subdividida em subseções que analisam a interação entre as variáveis. A Tabela 2 demonstra aspectos acerca da destinação de resultados verificada na amostra analisada.



Tabela 2 Destinação de resultados e setores econômicos B3, referente ao exercício de 2018

| Setor                           | Quantidade Total | Destinações de Resultados Realizadas |                   |             |                   |
|---------------------------------|------------------|--------------------------------------|-------------------|-------------|-------------------|
|                                 |                  | Não Houve                            | Apenas Dividendos | Apenas JSCP | Dividendos e JSCP |
| Bens Industriais                | 46               | 22                                   | 11                | 6           | 7                 |
| Comunicações                    | 4                | 2                                    | 0                 | 1           | 1                 |
| Consumo Cíclico                 | 68               | 30                                   | 21                | 7           | 10                |
| Consumo Não Cíclico             | 21               | 9                                    | 6                 | 3           | 3                 |
| Materiais Básicos               | 26               | 8                                    | 10                | 1           | 7                 |
| Outros                          | 6                | 4                                    | 2                 | 0           | 0                 |
| Petróleo, Gás e Biocombustíveis | 10               | 5                                    | 3                 | 0           | 2                 |
| Saúde                           | 15               | 2                                    | 4                 | 4           | 5                 |
| Tecnologia da Informação        | 4                | 1                                    | 1                 | 0           | 2                 |
| Utilidade Pública               | 44               | 8                                    | 17                | 1           | 18                |
| <b>Totais</b>                   | <b>244</b>       | <b>91</b>                            | <b>75</b>         | <b>23</b>   | <b>55</b>         |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Na Tabela 2, é possível observar o número de empresas que distribuíram dividendos e/ou Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) e as que não distribuíram proventos, referentes ao exercício social de 2018, divididas por setor. Como é possível perceber, em termos absolutos, o setor que concentrou maior quantidade de empresas distribuidoras de proventos foi o de Consumo Cíclico; em termos percentuais, foi o de Saúde. Adicionalmente, em valores relativos, os setores que continham menos empresas pagadoras de dividendos/JSCP foram o de Comunicações e de Tecnologia da Informação.

Além disso, pode-se notar que as companhias optaram por distribuir dividendos ou dividendos e JSCP em maior parte, referente ao exercício de 2018. Isto é, das 153 empresas que destinaram proventos aos acionistas naquele ano, apenas 23 (15%) o fizeram unicamente via JSCP. Tal resultado está em consonância com o observado por Galvão *et al.* (2018).

#### 4.1 Nível de Governança Corporativa

Uma vez que as exigências de governança se tornam maiores conforme os segmentos adotados pelas companhias, era esperada alguma tendência de associação com o nível de evidenciação e a representatividade da distribuição de resultados. A Tabela 3 dispõe os resultados verificados.

Tabela 3 Governança corporativa, evidenciação e distribuição de resultados, referente ao exercício de 2018

| Governança Corporativa  | Quantidade Empresas | Distribuiu Proventos | Média Evidenciação | Média Representatividade |        |
|-------------------------|---------------------|----------------------|--------------------|--------------------------|--------|
|                         |                     |                      |                    | Dividendos               | JSCP   |
| Tradicional             | 95                  | 53,68%               | 61,50%             | 74,73%                   | 25,27% |
| Segmentos Diferenciados | 149                 | 68,46%               | 68,09%             | 61,34%                   | 38,66% |

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 3 permite observar que, em média, o nível de evidenciação da distribuição de resultados tende a ser maior nas companhias que adotam algum segmento diferenciado de governança. Também é possível notar que a porcentagem de companhias que destinaram proventos referentes a 2018 foi maior nos segmentos diferenciados de governança corporativa, o que está de acordo com o verificado por Zagonel *et al.* (2018) e Galvão *et al.* (2019).

Em relação à representatividade, percebe-se que na amostra analisada, em média, os JSCP se mostraram menos utilizados como forma de distribuir proventos nas companhias enquadradas como segmento Tradicional.

#### 4.2 Concentração de Controle

A Tabela 4 mostra aspectos da evidenciação e distribuição de resultados quando os acionistas majoritários detinham 50% ou mais das ações ordinárias das companhias.

Tabela 4 Concentração de controle, evidenciação e distribuição de resultados, referente ao exercício de 2018

| Há Concentração de Controle? | Quantidade Empresas | Distribuiu Proventos | Média Evidenciação | Média Representatividade |        |
|------------------------------|---------------------|----------------------|--------------------|--------------------------|--------|
|                              |                     |                      |                    | Dividendos               | JSCP   |
| Sim                          | 119                 | 67,23%               | 63,33%             | 70,17%                   | 29,83% |
| Não                          | 125                 | 58,40%               | 68,71%             | 61,02%                   | 38,98% |

Fonte: Elaborado pelos autores.

Na Tabela 4, é possível perceber o elevado número de empresas com concentração de controle no Brasil. Pode-se observar também que a média de evidenciação na distribuição de resultados para aquelas companhias com concentração de controle era menor em cerca de 5,38%, em relação às companhias com ações ordinárias mais pulverizadas. Por outro lado, a porcentagem de empresas que distribuíram proventos referentes a 2018 foi maior em cerca 8,83%, quando havia concentração de controle. Tal achado é consistente com a segunda hipótese de Porta *et al.* (2000a), em que as empresas de alta concentração acionária pagam dividendos para estabelecer boa reputação em um ambiente de pouca proteção legal aos acionistas.

Ademais, o resultado supracitado está em consonância com Gonzalez *et al.* (2017), que verificaram relação positiva entre dividendos e a concentração acionária na América Latina, e com Galvão *et al.* (2019), que encontraram relação positiva entre o *payout* incremental e a concentração acionária no Brasil. Porém, contraria o que foi encontrado por Crisóstomo e Brandão (2016) e Santos *et al.* (2020), que verificaram relação negativa entre os dividendos e a concentração acionária.

De acordo com a Tabela 4, verificou-se ainda que, em média, quando havia concentração de controle, os dividendos foram a forma mais utilizada para distribuição de proventos.

#### 4.3 Empresa de Auditoria

A Tabela 5 apresenta os resultados encontrados acerca da representatividade e evidenciação da política de dividendos quando a empresa auditora era uma *Big Four*.

Tabela 5 Empresa auditora, evidenciação e distribuição de resultados, referente ao exercício de 2018

| A Auditoria Contábil é Feita por uma Empresa Big Four? | Quantidade Empresas | Distribuiu Proventos | Média Evidenciação | Média Representatividade |        |
|--|---------------------|----------------------|--------------------|--------------------------|--------|
|  |                     |                      |                    | Dividendos               | JSCP   |
| Sim  | 156                 | 79,49%               | 68,08%             | 63,48%                   | 36,52% |
| Não  | 88                  | 32,95%               | 56,56%             | 75,77%                   | 24,23% |

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 5 mostra que das 244 companhias da amostra, 156 (63,94%) eram auditadas por uma empresa *Big Four* em 2018. Inicialmente, destaca-se que a média da evidenciação contábil, quando houve destinação de lucros aos acionistas, foi maior em cerca de 11,52% para as companhias que tinham seus demonstrativos contábeis auditados por uma *Big Four*. Esses achados corroboram os de Maia *et al.* (2012) e Ghoul *et al.* (2016) que verificaram que as

empresas auditadas por *Big Four* tendiam a ser mais transparentes. Em sequência, nota-se que a porcentagem de empresas que destinaram proventos em 2018 foi consideravelmente superior para aquelas auditadas por *Big Four*.

Adicionalmente, as Tabelas 3, 4 e 5, numa análise conjunta, demonstram que, em média, os JSCP foram menos utilizados para distribuir proventos quando a empresa não era aderente de níveis diferenciados de governança corporativa, quando havia concentração de controle e quando a companhia não era auditada por *Big Four*. Tais constatações seguem as de Sousa *et al.* (2014), que sugeriram o conflito de agência como possível explicação para essa menor utilização dos JSCP, já que estes são preferíveis, quando em comparação aos dividendos, para os acionistas minoritários.

#### 4.4 Companhias brasileiras listadas na *New York Stock Exchange* (NYSE)

A Tabela 6 exhibe os achados em relação à listagem das companhias na NYSE e a evidenciação e distribuição de proventos.

Tabela 6 Listagem na NYSE, evidenciação e distribuição de resultados, referente ao exercício de 2018

| A companhia é listada na NYSE? | Quantidade Empresas | Distribuiu Proventos | Média Evidenciação | Média Representatividade |        |
|--------------------------------|---------------------|----------------------|--------------------|--------------------------|--------|
|                                |                     |                      |                    | Dividendos               | JSCP   |
| Sim                            | 22                  | 81,82%               | 68,69%             | 55,61%                   | 44,39% |
| Não                            | 222                 | 60,81%               | 65,52%             | 67,16%                   | 32,84% |

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 6 permite averiguar que apenas 22 (9,02%) companhias brasileiras estavam listadas na NYSE em 2018. Quanto à evidenciação da distribuição de resultados, não se verifica diferença relevante (apenas 3,17%) das empresas brasileiras que eram listadas também na NYSE, em relação àquelas que não eram listadas naquele ano.

No que compete à distribuição de resultados, uma maior parte das companhias brasileiras listadas na NYSE (81,82%) destinou lucros aos acionistas em 2018, em comparação com as companhias que não eram listadas (60,81%). Tal constatação difere dos resultados de Iquiapaza *et al.* (2008), que constataram uma relação negativa entre pagamento de proventos e a listagem na NYSE.

#### 4.5 Presença de empresas não financeiras como acionistas majoritários

A Tabela 7 dispõe sobre o que foi encontrado acerca da representatividade e evidenciação da política de dividendos quando empresas não financeiras detinham 50% ou mais do controle das companhias da amostra.

Tabela 7 Empresas não financeiras, evidenciação e distribuição de resultados, referente ao exercício de 2018

| A Companhia é Controlada por Empresa Não Financeira? | Quantidade Empresas | Distribuiu Proventos | Média Evidenciação | Média Representatividade |        |
|--|---------------------|----------------------|--------------------|--------------------------|--------|
|  |                     |                      |                    | Dividendos               | JSCP   |
| Sim  | 98                  | 66,33%               | 62,75%             | 70,71%                   | 29,29% |
| Não  | 146                 | 60,27%               | 68,22%             | 62,18%                   | 37,82% |

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 7 possibilita observar que a média da evidenciação em relação à distribuição de resultados foi superior em cerca de 5,47% para as empresas que não eram controladas por empresas não financeiras. Por outro lado, observou-se que a porcentagem das empresas que não eram controladas por empresas não financeiras que distribuiu proventos em 2018 (66,33%) era maior do que aquelas que não eram controladas por empresas não financeiras (60,27%).

Tal resultado está em consonância com o encontrado por Crisóstomo e Brandão (2018) e demonstra possível efeito amenizador da presença de empresas não financeiras como controladoras em relação ao conflito de agência entre os acionistas. Também foi verificado que a utilização de JSCP foi superior, em média, para as companhias controladas por uma empresa não financeira.

#### 4.6 Empresa de propriedade familiar e não familiar

A Tabela 8 exhibe os achados acerca da evidenciação e distribuição de lucros aos acionistas quando uma família detinha mais de 50% de controle direto das companhias.

Tabela 8: Controle familiar, evidenciação e distribuição de resultados, referente ao exercício de 2018

| Há Controle Direto por Família? | Quantidade Empresas | Distribuiu Proventos | Média Evidenciação | Média Representatividade Dividendos | Média Representatividade JSCP |
|---------------------------------|---------------------|----------------------|--------------------|-------------------------------------|-------------------------------|
| Sim                             | 15                  | 60,00%               | 65,80%             | 57,77%                              | 42,23%                        |
| Não                             | 229                 | 62,88%               | 65,90%             | 66,31%                              | 33,69%                        |

Fonte: Elaborado pelos autores.

De acordo com a Tabela 8, conforme os parâmetros utilizados nesta pesquisa, verifica-se que apenas 15 (6,70%) companhias atenderam ao critério e se enquadram como de controle familiar no ano de 2018. A média de evidenciação da distribuição de resultados foi semelhante para ambos os conjuntos de empresas. Por outro lado, 60,00% das empresas familiares distribuíram proventos em 2018, enquanto esse percentual foi de 62,88% para as não familiares. Assim, apesar de não ser uma diferença relevante, considerando uma quantidade de 229 empresas não familiares, há indícios de uma possível tendência de associação entre a distribuição de proventos e o controle não familiar das companhias, corroborando os resultados de Chiarello *et al.* (2014) e Briano-Turrent *et al.* (2020).

Além disso, é interessante notar a mais alta porcentagem do uso de JSCP com forma de remunerar os acionistas para as empresas familiares. Nas empresas não familiares, esse percentual foi menor em cerca de 8,54%. Isso pode ser atribuído ao fato de que o controle familiar se dava pela soma do capital votante de cada um dos membros da família, recebedores dos proventos como pessoa física, caso em que os JSCP são mais vantajosos tributariamente.

#### 4.7 Tamanho e Nível de Endividamento

A Figura 4 permite acompanhar as variações da média de evidenciação e a porcentagem de empresas que distribuíram proventos, em relação aos percentis da distribuição do tamanho das companhias e do nível de endividamento.



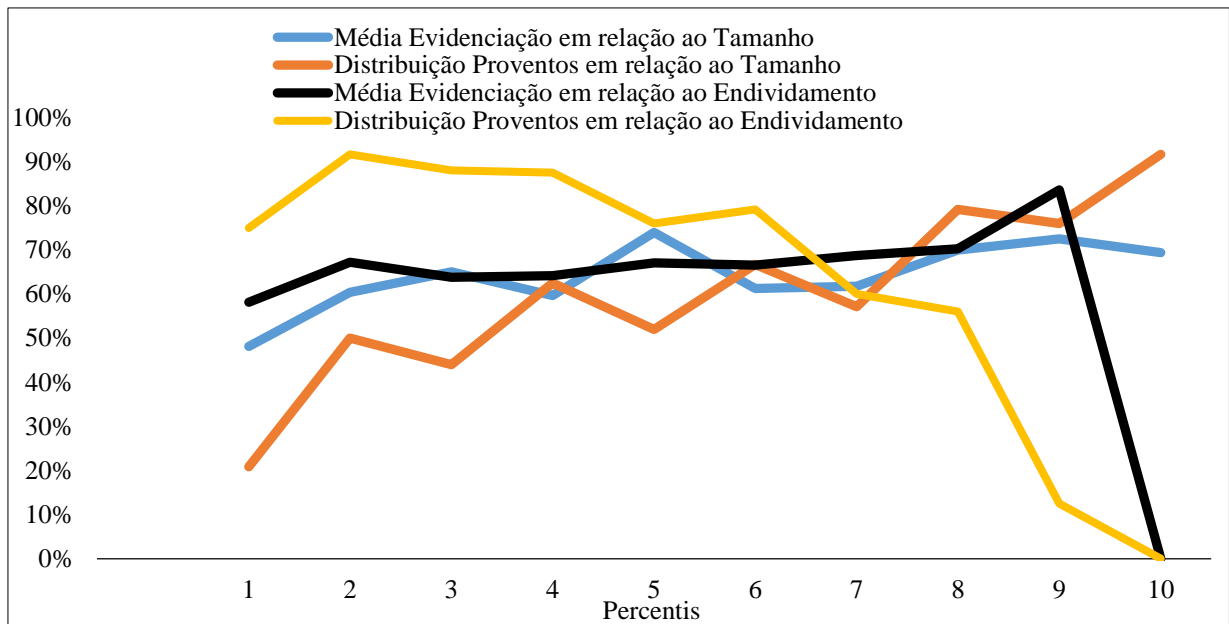


Figura 4: Endividamento, Tamanho, Evidenciação e Distribuição de Resultados  
Fonte: Elaborado pelos autores.

Como a Figura 4 possibilita notar, conforme o tamanho da companhia aumenta, também cresce a porcentagem das companhias que destinaram proventos em 2018. Relação inversa foi verificada no que tange ao nível de endividamento, isto é, quanto maior o endividamento, menor a porcentagem de empresas que distribuíram dividendos naquele ano. Tais constatações estão em consonância com o encontrado por Iquiapaza *et al.* (2008). Corrobora-se também com Crisóstomo e Brandão (2018), quanto à variável tamanho, e com Galvão *et al.* (2019), quanto à variável endividamento.

Por outro lado, não é possível observar tendência de associação do tamanho e nível de endividamento em relação à média de evidenciação daquelas companhias que distribuíram proventos em 2018. Esperava-se, seguindo o externado por Easterbrook (1984), que o maior endividamento pudesse refletir em maior transparência acerca da política de dividendos, o que não foi confirmado. Destaca-se ainda que no que tange à representatividade dos dividendos e JSCP como forma de remuneração dos sócios, não se detectou nenhuma tendência quando analisada juntamente ao tamanho e endividamento das companhias estudadas.

## 5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa teve o objetivo de identificar características associadas com o nível de evidenciação e a representatividade da política de destinação de resultados nas companhias de capital aberto brasileiras. Sob o enfoque da teoria da agência e conforme o levantamento de outros trabalhos científicos, foram analisadas características relativas ao nível de governança corporativa, concentração de controle, empresa auditora, listagem na *New York Stock Exchange* (NYSE), presença de empresas não financeiras como acionistas majoritários, propriedade familiar, tamanho e endividamento.

Em relação à evidenciação da política de destinação de lucros, observou-se no período analisado que, em média, o nível de evidenciação foi maior nas companhias que adotam algum segmento diferenciado de governança corporativa, não possuem concentração de controle superior ou igual a 50%, são auditadas por uma *Big Four*, são listadas na NYSE e não são controladas por empresas não financeiras.

Quanto à representatividade, percebeu-se inicialmente que as companhias optaram por distribuir lucros aos acionistas principalmente via dividendos, o que corrobora Galvão *et al.*

(2018). No entanto, os JSCP tenderam a ser mais utilizados, em média, quando a companhia pertencia a segmento diferenciado de governança corporativa, não havia concentração de controle, era auditada por uma *Big Four*, listada na NYSE, possuía controle familiar e não era controlada por uma empresa não financeira. Esses resultados corroboram com os de Sousa *et al.* (2014).

Os achados relativos à representatividade dos JSCP sugerem que pode haver um problema de agência intrínseco na decisão de distribuir dividendos ou JSCP, isto porque os JSCP seriam mais vantajosos tributariamente para os acionistas minoritários. Ou seja, a dedutibilidade fiscal dos JSCP torna vantajoso para a fonte pagadora distribuí-los. Porém, dependendo da natureza jurídica da fonte recebedora, os JSCP são mais onerosos. Se este é o caso dos acionistas controladores das companhias, tem-se o incentivo para distribuir dividendos ao invés dos JSCP.

Ressalta-se também que uma maior porcentagem de companhias distribuiu proventos no período analisado quando as companhias eram enquadradas como nível diferenciado de governança corporativa, eram controladas por acionista com 50% do capital votante, auditadas por *Big Four*, listadas na NYSE, controladas por empresas não financeiras e quando não eram familiares. Além disso, percebeu-se que conforme o tamanho das companhias aumentava e o endividamento diminuía, a porcentagem de empresas distribuidoras aumentava.

Os resultados relativos à distribuição de proventos e concentração de controle no período analisados concordam com os de Gonzalez *et al.* (2017) e Galvão *et al.* (2019) e diferem dos de Crisóstomo e Brandão (2016) e Santos *et al.* (2020). Também é verificada divergência com o que foi concluído por Porta *et al.* (2000a). A hipótese que parece prevalecer, dentro do escopo deste trabalho, é a de que as companhias pagam maiores proventos para estabelecer boa reputação no mercado.

Salienta-se que os resultados desta pesquisa são referentes a amostra e ano analisados, e, deste modo, se faz necessária a continuidade de estudos concernentes aos conflitos de agência e a distribuição de resultados no Brasil. Além disso, a possível opção por tributar o recebimento de dividendos pode configurar um novo cenário e refletir mudanças nas relações de agência das companhias. Por fim, para estudos futuros, sugere-se a utilização de ferramental estatístico apropriado para ratificar os resultados.

## Referências

- Bardin, L. (2016). *Análise de Conteúdo: edição revista e ampliada*. São Paulo: Edições 70 Ltda/Almedina Brasil.
- Baker, H. K. (2009). *Dividends and Dividend Policy*. United States of America: Wiley.
- Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (1976). Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF. Recuperado em 04 de abril, 2020, de: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm)
- Lei n.º 9.249, de 26 de dezembro de 1995 (1995). Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Brasília, DF. Recuperado em 04 de abril, 2020, de: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9249.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm)
- Berzins, J., Bøhren, Ø., & Stacescu, B. (2020). Dividends and taxes: the moderating role of agency conflicts. *Journal Of Corporate Finance*, 58, 583-604. Retrieved May 24, 2020, from: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2973551](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2973551)

- Briano-Turrent, G. D. C., Li, M., & Peng, H. (2020). The impact of family-CEOs and their demographic characteristics on dividend payouts: evidence from Latin America. *Research in International Business and Finance*, 51, 1-18. Retrieved April 4, 2020, from: <https://www-sciencedirect.ez46.periodicos.capes.gov.br/science/article/pii/S027553191930604X?via%3Dihub>
- Bolsa, Brasil, Balcão – B3 (2020). *Segmentos de listagem*. Recuperado em 30 junho, 2020, de: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem)
- Chiarello, T. C., Silva, T. P., & Nakamura, W. T. (2014). Efeito das estratégias financeiras alinhado à política de dividendos das empresas de propriedade familiar e não familiar brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(3), 432-452. Recuperado em 09 Julho, 2020, de: <http://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/183/123>
- Colombo, J. A., & Caldeira, J. F. (2018). The role of taxes and the interdependence among corporate financial policies: evidence from a natural experiment. *Journal Of Corporate Finance*, 50, 402-423. Retrieved May 24, 2020, from: <https://www-sciencedirect.ez46.periodicos.capes.gov.br/science/article/pii/S0929119917305357?via%3Dihub>
- Crisóstomo, V. L., & Brandão, J. W. (2018). Nonfinancial firms as large shareholder use dividend policy for management monitoring in Brazil. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies*, 10(1), 109-131. Retrieved April 04, 2020, from: <https://revistafuture.org/FSRJ/index>
- Crisóstomo, V. L., & Brandão, J. W. (2016). Ownership concentration affects dividend policy of the Brazilian firm. *Revista de Finanças Aplicadas*, 7(3), 1-22. Retrieved April 04, 2020, from: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/44065/concentracao-de-propriedade-afeta-a-politica-de-dividendos-da-empresa-brasileira>
- Damodaran, A. (2014). *Applied Corporate Finance*. United States of America: Wiley.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 4(74), 650-659. Retrieved April 04, 2020, from: [https://www.jstor.org/stable/1805130?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/1805130?seq=1#page_scan_tab_contents)
- Galvão, K., Santos, J., & Araújo, J. M. (2018). Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(36), 3-30. Recuperado em 04 Abril, 2020, de: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/47914>
- Galvão, K. S., Santos, J. F., & Araújo, J. M. (2019). Política de distribuição de dividendos: uma análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e do payout incremental pelas empresas brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(3), 57-75. Recuperado em 04 Abril, 2020, de: <http://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/42438/751375148623>
- Gelbcke, E. R., Santos, A., Iudícibus, S., & Martins, E. (2018). *Manual de Contabilidade Societária: aplicável a todas as sociedades*. São Paulo: Atlas.
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. São Paulo: Atlas.

- Ghoul, S E., Guedhami, O., & Pittman, J. (2016). Cross-country evidence on the importance of big four auditors to equity pricing: the mediating role of legal institutions. *Accounting, Organizations and Society*, 54, 60-51. Retrieved July 09, 2020, from: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0361368216300319>
- Gonzalez, M., Molina, C. A., Pablo, E., & Rosso, J. W. (2017). The effect of ownership concentration and composition on dividends: evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 30, 1-18. Retrieved Abril 21, 2020, from: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1566014116300668>
- Gomes, P. H., Takamatsu, R. T., & Machado, E. A. (2015). Determinantes da política de remuneração do capital próprio: dividendos versus juros sobre capital próprio. *REUNIR: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 2(5), 62-84. Recuperado em 21 Abril, 2020, de: [revistas.ufcg.edu.br/reunir/index.php/uacc/article/download/278/pdf](http://revistas.ufcg.edu.br/reunir/index.php/uacc/article/download/278/pdf)
- Gordon, M.J. (1959). Dividends, earnings and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105. Retrieved Abril 21, 2020, from: [https://www-jstor.org.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/1927792?sid=primo&origin=crossref&seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www-jstor.org.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/1927792?sid=primo&origin=crossref&seq=1#metadata_info_tab_contents)
- He, W., & Li, C. K. (2018). The effects of a comply-or-explain dividend regulation in China. *Journal of Corporate Finance*, 52, 53-72. Retrieved Abril 04, 2020, from: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119917306302?via%3Dihub>
- Iquiapaza, R. A., Lamounier, W. M., & Amaral, H. F. (2008). Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 1(1), 1-15. Recuperado em 04 Abril, 2020, de: <http://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/2>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 2(76), 323-329. Retrieved Abril 04, 2020, from: [https://www-jstor.org.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/1818789?sid=primo&origin=crossref&seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www-jstor.org.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/1818789?sid=primo&origin=crossref&seq=1#metadata_info_tab_contents)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 4(3), 305-360. Retrieved Abril 04, 2020, from: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>
- Jory, S. R., Ngo, T., & Sakaki, H. (2017). Institutional ownership stability and dividend payout policy. *Managerial Finance*, 43(10), 1170-1188. Retrieved Abril 04, 2020, from: [www.emeraldinsight.com/0307-4358.htm](http://www.emeraldinsight.com/0307-4358.htm)
- Porta, R. la, Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. Retrieved Abril 04, 2020, from: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00115>
- Porta, R. la, Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000a). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33. Retrieved Abril 04, 2020, from: <https://dash.harvard.edu/handle/1/30747163>
- Porta, R. la, Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000b). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. Retrieved Abril



04, 2020, from: <https://www-sciencedirect.ez46.periodicos.capes.gov.br/science/article/pii/S0304405X00000659?via%3Dihub>

- Lintner, J. (1956) Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46 (2), 97-113. Retrieved Abril 21, 2020, from: [https://www-jstor-org.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/1910664?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www-jstor-org.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/1910664?seq=1#metadata_info_tab_contents)
- Maia, H. A., Formigoni, H., & Silva, A. A. (2012). Empresas de auditoria e o compliance com o nível de evidenciação obrigatório durante o processo de convergência às Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14 (44), 335-352. Recuperado em 04 Abril, 2020, de: [https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_abstract&pid=S180648922012000300335&lng=en&nrm=iso](https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_abstract&pid=S180648922012000300335&lng=en&nrm=iso)
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34 (4), 411-33. Retrieved Abril 04, 2020, from: [https://www-jstor-org.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/2351143?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www-jstor-org.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/2351143?seq=1#metadata_info_tab_contents)
- Santos, C. A., Penedo, A. S. T., & Pereira, V. S. (2020). A relação entre três níveis de concentração acionária e o payout das empresas listadas na B3. *Revista Capital Científico - Eletrônica*, 18(2), 18-31. Recuperado em 14 Abril, 2020, de: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/57470/a-relacao-entre-tres-niveis-de-concentracao-acionaria-e-o-payout-das-empresas-listadas-na-b3>
- Sousa, J. A. Neto, Marquezine, R. P., Jordão, R. V., & Pinheiro, J. L. (2014). Juros sobre capital próprio como forma de remuneração de acionistas: um estudo sobre o conflito de agência e as práticas de planejamento tributário. *Revista de Administração Faces Journal*, 4(13), 90-108. Recuperado em 09 Janeiro, 2021, de: <https://www.redalyc.org/pdf/1940/194035763007.pdf>
- Souza, M. M., & Borba, J. A. (2017). Value Relevance do Nível de Disclosure das Combinações de Negócios e do Goodwill Reconhecido nas Companhias de Capital Aberto Brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(73), 77-92. Recuperado em 09 Julho, 2020, de: <http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/125576>
- Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123. Recuperado em 04 Abril, 2020, de: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/40909/os-fatores-determinantes-do-pagamento-de-dividendos--o-efeito-do-obrigatorio-minimo-legal-e-contratual-nas-empresas-brasileiras>
- Ventura, M., Setti, R., & Ordoñez, R. (2019). Bolsonaro diz que governo planeja reduzir impostos de empresas e tributar dividendos. Brasília, *O Globo*, Economia. Retrieved April 04, 2020, from: <https://oglobo.globo.com/economia/bolsonaro-diz-que-governo-planeja-reduzir-impostos-de-empresas-tributar-dividendos-23562530>
- Zagonel, T., Terra, P. R., & Pasuch, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. *Rausp Management Journal*, 53(3), 304-323. Retrieved May 24, 2020, from: <https://www.emerald.ez46.periodicos.capes.gov.br/insight/content/doi/10.1108/RAUSP-04-2018-006/full/html>