

## **POLÍTICA DE DESTINAÇÃO DE RESULTADOS: UMA ANÁLISE NO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO, NA REPRESENTATIVIDADE E NAS CARACTERÍSTICAS DAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO BRASILEIRAS**

### ***DIVIDEND POLICY: AN ANALYSIS ON THE DISCLOSURE LEVEL, REPRESENTATIVENESS, AND CHARACTERISTICS OF PUBLICLY TRADED BRAZILIAN COMPANIES***

**Alex Zimmer Machado**

Graduando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)

E-mail: alexarroio@outlook.com

**Máira Melo de Souza**

Professora Doutora do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC).

Doutora em Administração e Mestre em Contabilidade pela UFSC

E-mail: mairameloufsc@gmail.com

Recebido em 20 de outubro de 2021  
Aprovado em 01 de dezembro de 2021

#### **Resumo**

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 seguintes características: nível de governança corporativa, concentração de controle, empresa de auditoria, listagem na *New York Stock Exchange* (NYSE), presença de empresas não financeiras como acionistas majoritários, empresa de propriedade familiar e não familiar, tamanho e nível de endividamento. 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.

#### ***Abstract***

This study aimed to verify the characteristics associated with the disclosure level and the representativeness of the dividend policy of traded Brazilian companies. A checklist was created to estimate the disclosure index and data related to the representativeness and the following characteristics was collected: corporate governance level, ownership concentration, audit company, New York Stock Exchange (NYSE) listing, Nonfinancial firms as major shareholders, family ownership, size and debt

level. Data from the traded Brazilian companies was analyzed, except for the financial companies, summing up a sample of 244 observations. The year studied was 2018. The results showed that, on average, the disclosure level was higher in companies with special corporate governance, without ownership concentration and nonfinancial firms as major shareholders, and in companies that were listed at NYSE and were audited by Big Four companies. As for the representativeness, it was noticed that the Brazilian companies distributed earnings through dividend mainly. However, Interests on Equity were more utilized for earnings distribution, on average, when the company had special corporate governance, was audited by Big Four company, and listed at NYSE, and when there was family ownership and there was not ownership concentration and nonfinancial firms as major shareholders.

**Keywords:** Earnings Distribution; Dividends; Interest on equity; Disclosure.

## 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).

Pode-se discutir a política de destinação de resultados com base em diversas teorias (GOMES; TAKAMATSU; MACHADO, 2015). De acordo com Vancin e Procianny (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.

A política de dividendos também pode ser estudada através da teoria da agência, que foi desenvolvida no trabalho de Jensen e Meckling (1976). Os autores exploraram o contexto de separação de administração e propriedade nas companhias, no qual as decisões de agentes internos da organização 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).

Um outro foco da teoria da agência acerca dos dividendos é o conflito de interesses entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários. Conforme La Porta *et al.* (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 possui enorme poder sobre a empresa e pode utilizá-lo em benefício

próprio, expropriando os demais investidores. Nessa situação, a política de dividendos pode ser uma forma de os acionistas minoritários pressionarem os controladores a prover algum fluxo de caixa para eles (LA PORTA *et al.* 2000a).

No Brasil, de acordo com Gomes, Takamatsu e Machado (2015), as principais formas de distribuição de lucros são por meio dos dividendos e Juros Sobre Capital Próprio (JSCP). A principal distinção entre essas formas reside em fatores tributários. Isto é, o lucro do qual são distribuídos os dividendos é tributado à alíquota de 34%, mas não há incidência de tributos na fonte recebedora. Já os JSCP são dedutíveis da base de cálculo dos tributos incidentes sobre o lucro, porém são tributados na fonte em 15%. Ainda segundo os autores, os JSCP são mais vantajosos do ponto de vista tributário. Entretanto, o estudo de Sousa Neto *et al.* (2014) mostrou que muitas empresas não aproveitaram os benefícios tributários dos JSCP por inteiro em razão de conflitos de agência entre os acionistas minoritários e controladores.

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 deste trabalho 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 tem a maior economia da América Latina, possui alta concentração acionária e fraca proteção aos acionistas minoritários (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2018, 2016). Destaque-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 mudanças quanto à taxação de lucros e dividendos (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 autores constataram que as companhias eram mais propensas a pagar dividendos em períodos de isenção de tributação. Berzins, Bøhren e Stacescu (2019) estudaram o efeito das mudanças na tributação sobre os dividendos na Noruega e verificaram que tais alterações tiveram relação com a diminuição do *payout* médio das empresas, mas que o efeito 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).

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. 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 (BRASIL, 1976).

Dessa forma, a legislação confere aos acionistas preferenciais a prioridade quanto à ordem de 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. 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 mínimo 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% (BRASIL, 1976). Sua obrigatoriedade alcança tanto os acionistas preferenciais quanto os ordinários.

No entanto, é permitido às companhias 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 (BRASIL, 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 (BRASIL, 1995). Conforme Gelbcke *et al.* (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.

Define a Lei n.º 9.249/1995 que, para deduzir o valor dos JSCP 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 (BRASIL, 1995).

Adicionalmente, deve-se destacar o efeito tributário dos JSCP na fonte recebedora. Se o recebedor é pessoa jurídica imune ou 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 recebedor 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; TERRA; PASUCH, 2018). Nesse sentido, Gomes, Takamatsu e Machado (2015) afirmam que, de maneira geral, os JSCP são preferíveis aos dividendos, do ponto de vista tributário. Em seu trabalho, os autores encontraram relação positiva entre o pagamento de JSCP e o *market to book*, indicando sua apreciação pelo mercado.

Sousa Neto *et al.* (2014) analisaram a distribuição de resultados e a estrutura acionária das 100 maiores companhias no ano de 2013 e verificaram que as companhias 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 exacerbar conflitos de agência entre acionistas nas companhias. Especificamente, a diferenciação de tributação entre os tipos de proventos pode causar conflito de interesses. Em um contexto de concentração acionária, as companhias, sob influência dos controladores, podem praticar políticas de distribuição de resultados visando não a sua maximização de valor, mas os benefícios daqueles que a controlam.

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

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 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 e o conflito de agência 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, La Porta, Silanes e Shleifer (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. Nessa situação, os conflitos de interesses podem existir não somente entre gestores e acionistas, mas também entre acionistas majoritários e minoritários, nesse entendimento, os agentes internos (*insiders*) podem ser personificados também pelos acionistas controladores, os quais podem expropriar os minoritários, prática chamada na literatura de *tunneling*.

La Porta *et al.* (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, La 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, La 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, 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, Dividendos, Juros sobre Capital Próprio e Evidenciação. A pesquisa resultou em 12 artigos semelhantes ao presente estudo, os quais estão demonstrados no Quadro 1.

Quadro 1 – Estudos Similares

Autores	Objetivo e Período Analisado	Resultados
Iquipaza, Lamounier e Amaral (2008)	Avaliar o efeito da assimetria de informações e dos custos de agência sobre o pagamento de proventos no Brasil. O período analisado foi 2000-2004.	Verificou-se que as empresas com <i>American Depositary Receipts</i> emitidos na Bolsa de Valores de Nova Iorque, uma proxy para menor assimetria de informações, pagaram proventos menores. Também foi encontrada relação negativa entre concentração de propriedade e o nível de proventos pagos.
Maia, Formigoni e Silva (2012)	Verificar quais variáveis influenciam o nível de evidenciação mínima das companhias brasileiras. O período analisado foi 2008-2009.	Os resultados mostraram relação positiva entre o índice de evidenciação mínima e a auditoria feita por uma <i>Big Four</i> . Também foi verificada relação positiva entre melhor evidenciação contábil e governança corporativa.
Chiarello, Silva e Nakamura (2014)	Avaliar o efeito das estratégias financeiras alinhado à política de dividendos das empresas de propriedade familiar no Brasil. O período analisado foi 2007-2012.	Foi identificado que empresas brasileiras familiares pagavam menos dividendos em relação as não familiares. Segundo os autores, isso pode ser explicado pela expectativa de retornos em mais longo prazo por parte das empresas familiares.
Crisóstomo e Brandão (2016)	Examinar o efeito da concentração acionária sobre a política de dividendos das companhias brasileiras. O período analisado foi 1996-2012.	Verificou-se que a concentração de controle, medida pela presença de acionista majoritário, teve efeito negativo sobre a distribuição de dividendos, sugerindo-se a existência de conflito de agência entre os acionistas majoritários e minoritários.
Ghoul, Guedhami e Pittman (2016)	Investigar o efeito da auditoria feita por uma <i>Big Four</i> no custo de capital próprio em 37 países. O período analisado foi 1994-2005.	Companhias que contratavam empresas de auditoria <i>Big Four</i> tinham menor custo de capital próprio. Além disso, foi encontrado que o custo de capital próprio era menor em companhias dos Estados Unidos da América, cuja explicação é que neste país os investidores têm mais condições legais de processar as empresas auditoras por perdas.
Gonzalez <i>et al.</i> (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.
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	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

	no Brasil. O período analisado foi 1996-2012.	ocioso seja mal utilizado pelos gestores das companhias controladas.
Zagonel, Terra e Pasuch (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 dividendos em períodos de menor (maior) taxaço 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.
Santos, Penedo e Pereira (2020)	Investigar se a concentração acionária tem influência na política de dividendos das empresas brasileiras. O período analisado foi 2010-2017.	Foi encontrada relação negativa entre a concentração acionária e o nível de dividendos apenas quando considerada a concentração acionária dos três maiores acionistas das companhias.
Briano-turrent, Li e Peng (2020)	Verificar o efeito da presença de gestores executivos membros da família controladora das companhias sobre a política de dividendos na América Latina. O período analisado foi 2004-2014.	Verificou-se que empresas familiares cujo gestor executivo tinha relações com a família controladora pagavam menos dividendo, ao passo que a governança corporativa apresentou influência positiva na distribuição desses proventos. Assim, foi sugerido que as empresas em que o gestor executivo era um membro da família controladora tinham conflito de agência entre os acionistas.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme é possível observar no Quadro 1, algumas pesquisas anteriores trabalharam com aspectos da teoria da agência e diferentes variáveis. Iquipaza, Lamounier e Amaral (2008) utilizaram a emissão de *American Depositary Receipts* como aproximação para menor assimetria de informação. Ghoul, Guedhami e Pittman (2016) e Maia, Formigoni e Silva (2012) abordaram o benefício informacional da auditoria contábil. Já Chiarello, Silva e Nakamura (2014) e Briano-turrent, Li e Peng (2020) estudaram os efeitos da propriedade familiar nas companhias.

Por outro lado, estudos como os de Crisóstomo e Brandão (2016, 2018), Gonzalez *et al.* (2017) e Santos, Penedo e Pereira (2020) pesquisaram sobre a concentração acionária e a política de dividendos. Galvão, Santos e Araújo (2018) verificaram que os JSCP foram menos utilizados que os dividendos. Já Zagonel, Terra e Pasuch (2018) e Galvão, Araújo e Santos (2019) verificaram o efeito positivo da governança corporativa sobre a distribuição de lucros.

### 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 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 da 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 no Quadro 2.

**Quadro 2 - Lista de verificação**

<b>Lista de Verificação Destinação Resultados</b>
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 JCSP, 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.

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 do exercício 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, Santos e Araújo (2018) fizeram uma pesquisa semelhante e indicaram que a maioria das empresas por eles estudada 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 foram demonstrados por meio de Quadros e Tabelas.

#### 3.3.1 Nível de Governança Corporativa

De maneira sucinta, a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de procedimentos que as companhias podem adotar que visam a diminuição da assimetria informacional e 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 (B3, 2020). Como exemplos de pesquisas que envolveram a governança corporativa, pode-se citar os trabalhos de Zagonel, Terra e Pasuch (2018) e Galvão, Araújo e Santos (2019).

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

#### 3.3.2 Concentração de Controle

Segundo La Porta, Silanes e Shleifer (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. 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, resultado semelhante ao de Santos, Penedo e Pereira (2020). Já Gonzalez *et al.* (2017) encontraram relação positiva na América Latina.

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.

### 3.3.3 Empresa de Auditoria

Ghoul, Guedhami e Pittman (2016) testaram a hipótese de que o custo de capital próprio era menos custoso 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 por uma das 4 maiores empresas de auditoria do mundo, quais sejam, Ernst & Young – EY, PricewaterhouseCoopers – PWC, Delloite 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 auditora sobre as companhias na presente pesquisa. As informações necessárias foram obtidas nos pareceres de auditoria disponibilizados no *site* da B3.

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

Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) incorporaram em seu modelo uma variável para verificar 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 com menor assimetria de informações distribuiriam 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.

### 3.3.5 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.

### 3.3.6 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.

### 3.3.7 Tamanho

De acordo com Iquiapaza, Lamounier e Amaral (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.

### 3.3.8 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.

Do mesmo modo, conforme Easterbrook (1984), 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.

Nesta concepção, Galvão, Araújo e Santos (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.

### 3.4 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 de pesquisa por setor de atuação conforme B3

<b>Setor</b>	<b>Quantidade</b>
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 e 29 companhias que não tinham os dados necessários, 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.

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 de 2018, divididas por setor. Como é possível perceber, em termos absolutos, o setor que concentra 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, Santos e Araújo (2018).

#### 4.1 Nível de Governança Corporativa

Uma vez que as exigências de governança se tornam maiores conforme os seguimentos 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

Governança Corporativa	Quantidade Empresas	Média Evidenciação	Distribuiu Proventos	Média Representatividade	
				Dividendos	JSCP
Tradicional	95	61,50%	53,68%	74,73%	25,27%
Segmentos Diferenciados	149	68,09%	68,46%	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, Terra e Pasuch (2018) e Galvão, Araújo e Santos (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 Mercado Tradicional. Empresas com menor governança corporativa podem ser mais propensas a conflitos de agência, explicando a menor utilização dos JSCP nesse caso.

#### 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

Há Concentração de Controle?	Quantidade Empresas	Média Evidenciação	Distribuiu Proventos	Média Representatividade	
				Dividendos	JSCP
Sim	119	63,33%	67,23%	70,17%	29,83%
Não	125	68,71%	58,40%	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 La Porta *et al.* (2000a), em que as empresas 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, Araújo e Santos (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, Penedo e Pereira (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

A Auditoria Contábil é Feita por uma Empresa Big Four?	Quantidade Empresas	Média Evidenciação	Distribuiu Proventos	Média Representatividade	
				Dividendos	JSCP
Sim	156	68,08%	79,49%	63,48%	36,52%
Não	88	56,56%	32,95%	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, Formigoni e Silva (2012) e Ghoul, Guedhami e Pittman (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 Neto *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

A companhia é listada na NYSE?	Quantidade Empresas	Média Evidenciação	Distribuiu Proventos	Média Representatividade	
				Dividendos	JSCP
Sim	22	68,69%	81,82%	55,61%	44,39%
Não	222	65,52%	60,81%	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, Lamounier e Amaral (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: Concentração Acionária por Empresas Não Financeiras, Evidenciação e Distribuição de Resultados

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

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

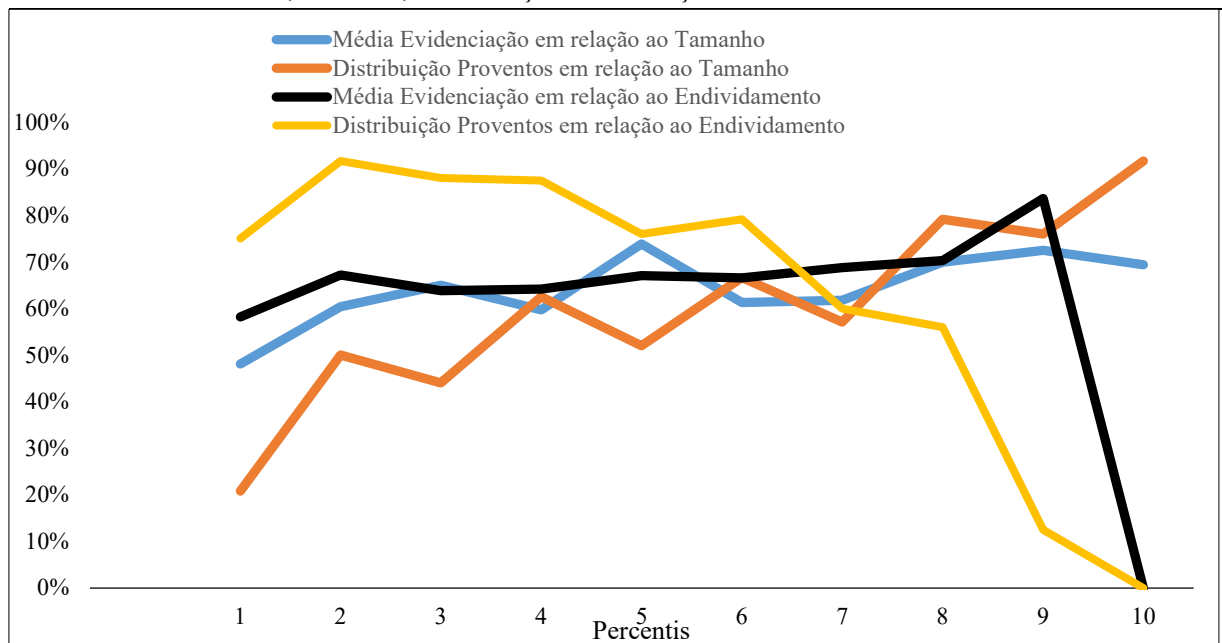
distribuição de proventos e o controle não familiar das companhias, corroborando os resultados de Chiarello, Silva e Nakamura (2014) e Briano-turrent, Li e Peng (2020).

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

O Gráfico 1 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.

Gráfico 1: Endividamento, Tamanho, Evidenciação e Distribuição de Resultados



Fonte: Elaborado pelos autores.

Como o Gráfico 1 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, Lamounier e Amaral (2008). Corrobora-se também com Crisóstomo e Brandão (2018), quanto à variável tamanho, e com Galvão, Araújo e Santos (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 CONSIDERAÇÕES FINAIS

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, Santos e Araújo (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 Neto, Jordão e Pinheiro (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, Araújo e Santos (2019) e diferem dos de Crisóstomo e Brandão (2016) e Santos, Penedo e Pereira (2020).

Também é verificada divergência com o que foi concluído por La 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.

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

B3, Bolsa, Brasil, Balcão. **Segmentos de listagem**. Disponível em: [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). Acesso em: 30 jun 2020.

BARDIN, L. *Análise de Conteúdo: Edição revista e ampliada*. São Paulo: Edições 70 Ltda/Almedina Brasil, 2016.

BERZINS, J.; BØHREN, Ø.; STACESCU, B. Dividends and taxes: the moderating role of agency conflicts. **Journal Of Corporate Finance**, v. 58, p. 583-604, out. 2019. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2973551](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2973551). Acesso em: 24 maio 2020.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm). Acesso em: 04 abr. 2020.

BRASIL. **Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995**. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Brasília, DF. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9249.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm). Acesso em: 04 abr. 2020.

BRIANO-TURRENT, G. D. C.; LI, M.; PENG, H. The impact of family-CEOs and their demographic characteristics on dividend payouts: Evidence from Latin America. **Research in International Business and Finance**, v. 51, p. 1-18, jan. 2020. Disponível em: <https://www.sciencedirect.ez46.periodicos.capes.gov.br/science/article/pii/S027553191930604X?via%3Di> hub. Acesso em: 04 abr. 2020.

CHIARELLO, T. C.; SILVA, T. P.; NAKAMURA, W. T. Efeito das estratégias financeiras alinhado à política de dividendos das empresas de propriedade familiar e não familiar brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 3, p. 432-452, dez. 2014. Disponível em: <http://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/183/123>. Acesso em: 09 jul. 2020.

COLOMBO, J. A.; CALDEIRA, J. F. The role of taxes and the interdependence among corporate financial policies: evidence from a natural experiment. **Journal Of Corporate Finance**, v. 50, p. 402-423, jun. 2018. Disponível em: <https://www.sciencedirect.ez46.periodicos.capes.gov.br/science/article/pii/S0929119917305357?via%3Di> ub. Acesso em: 24 maio 2020.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, J. W. Nonfinancial firms as large shareholder use dividend policy for management monitoring in Brazil. **Future Studies Research Journal: Trends and Strategies**, v. 10, n. 1, p. 109-131, abr. 2018. Disponível em: <https://revistafuture.org/FSRJ/index>. Acesso em: 04 abr. 2020.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, J. W. Ownership concentration affects dividend policy of the brazilian firm. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 7, n. 3, p. 1-22, abr. 2016. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/44065/concentracao-de-propriedade-afeta-a-politica-de-dividendos-da-empresa-brasileira>. Acesso em: 04 abr. 2020.

CRISÓSTOMO, V.; BRANDÃO, I. F. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438-469, jul. 2015. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/download/45739/56150>. Acesso em: 04 abr. 2020

DAMODARAN, A. **Applied Corporate Finance**. 4. ed. Wiley, 2014.

EASTERBROOK, F. H. Two agency-cost explanations of dividends. **The American Economic Review**, v. 4, n. 74, p. 650-659, set. 1984. Disponível em: [https://www.jstor.org/stable/1805130?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/1805130?seq=1#page_scan_tab_contents). Acesso em: 04 abr. 2020.

GALVÃO, K. S.; SANTOS, J. F.; ARAÚJO, J. M. Política de distribuição de dividendos: uma análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e do payout incremental pelas empresas brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 38, n. 3, p. 57-75, out. 2019. Disponível em: <http://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/42438/751375148623>. Acesso em: 04 abr. 2020.

GALVÃO, K.; SANTOS, J.; ARAÚJO, J. M. 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**, v. 15, n. 36, p. 3-30, dez. 2018. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/47914>. Acesso em: 04 abr. 2020.

GELBCKE, E. R.; SANTOS, A.; IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E. **Manual de Contabilidade Societária: aplicável a todas as sociedades**. 3. ed. Atlas, 2018.

GHOUL, S E.; GUEDHAMI, O.; PITTMAN, J. Cross-country evidence on the importance of big four auditors to equity pricing: the mediating role of legal institutions. **Accounting, Organizations and Society**, v. 54, p. 60-51, out. 2016. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0361368216300319>. Acesso em: 09 jul. 2020.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GOMES, P. H.; TAKAMATSU, R. T.; MACHADO, E. A. Determinantes da política de remuneração do capital próprio: dividendos versus juros sobre capital próprio. **REUNIR: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 2, n. 5, p. 62-84, mar. 2015. Disponível em: <http://revistas.ufcg.edu.br/reunir/index.php/uacc/article/download/278/pdf>. Acesso em: 21 abr. 2019.

GONZALEZ, M.; MOLINA, C. A.; PABLO, E; ROSSO, J. W. The effect of ownership concentration and composition on dividends: evidence from Latin America. **Emerging Markets Review**, v. 30, p. 1-18, mar. 2017. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1566014116300668>. Acesso em: 21 abr. 2019.

GORDON, M.J. Dividends, earnings and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, v.41, n.2, p. 99-105, 1959. Disponível em: [https://www-jstororg.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/1927792?sid=primo&origin=crossref&seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www-jstororg.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/1927792?sid=primo&origin=crossref&seq=1#metadata_info_tab_contents). Acesso em: 21 abr. 2019.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 1, n. 1, p. 1-15, 2008. Disponível em: <http://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/2>. Acesso em: 04 abr. 2020.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 2, n. 76, p. 323-329, maio1986. Disponível em: [https://www-jstororg.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/1818789?sid=primo&origin=crossref&seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www-jstororg.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/1818789?sid=primo&origin=crossref&seq=1#metadata_info_tab_contents). Acesso em: 04 abr. 2020.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 4, n. 3, p. 305-360, out. 1976. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>. Acesso em: 04 abr. 2020.

LAPORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, jan. 2000a. Disponível em: <https://www-sciencedirect.ez46.periodicos.capes.gov.br/science/article/pii/S0304405X00000659?via%3Dihub>. Acesso em: 04 abr. 2020.

LAPORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, fev. 2000b. Disponível em: <https://dash.harvard.edu/handle/1/30747163>. Acesso em: 04 abr. 2020.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **American Economic Review**. v. 46, n. 2, p. 97-113, mai. 1956. Disponível em: [https://www-jstororg.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/1910664?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www-jstororg.ez46.periodicos.capes.gov.br/stable/1910664?seq=1#metadata_info_tab_contents). Acesso em: 21 abr. 2019.

MAIA, H. A.; FORMIGONI, H.; SILVA, A. A. Empresas de auditoria e o compliance com o nível de evidência obrigatório durante o processo de convergência às Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 14, n. 44, p. 335-352, set. 2012. Disponível em: [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). Acesso em: 04 abr. 2020.

MILLER, M. MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **Journal of business**. v. 34, p. 411-33, out. 1961. Disponível em: [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). Acesso em: 21 abr. 2019.

SOUSA NETO, J. A.; MARQUEZINE, R. P.; JORDÃO, R. V.; PINHEIRO, J. L. 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**, v. 4, n. 13, p. 90-108, dez. 2014. Disponível em: <http://www.fumec.br/revistas/facesp/article/view/2415>. Acesso em: 04 abr. 2020.

SOUZA, M. M.; BORBA, J. A. Value Relevance do Nível de Disclosure das Combinações de Negócios e do Goodwill Reconhecido nas Companhias de Capital Aberto Brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 73, p. 77- 92, 2017. Disponível em: <http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/125576>. Acesso em: 09 jul. 2020.

VANCIN, D. F.; PROCIANOY, J. L. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, p. 89-123, mar. 2016. Disponível em: <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>. Acesso em: 04 abr. 2020.

VENTURA, M.; SETTI, R.; ORDOÑEZ, R. Bolsonaro diz que governo planeja reduzir impostos de empresas e tributar dividendos. **O Globo**, Brasília, 30 mar. 2019. Economia. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/bolsonaro-diz-que-governo-planeja-reduzir-impostos-de-empresas-tributar-dividendos-23562530>. Acesso em: 04 abr. 2020.

ZAGONEL, T.; TERRA, P. R.; PASUCH, D. F. Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. **Rausp Management Journal**, v. 53, n. 3, p. 304-323, jul. 2018. Disponível em: <https://www.emerald.ez46.periodicos.capes.gov.br/insight/content/doi/10.1108/RAUSP-04-2018-006/full/html>. Acesso em: 24 maio 2020.