



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
MESTRADO EM CONTABILIDADE**

LAERSON MORAIS SILVA LOPES

**Juros sobre capital próprio e gerenciamento de resultados: um estudo realizado nas
empresas listadas na BM&FBovespa**

**SALVADOR
2013**

LAERSON MORAIS SILVA LOPES

Juros sobre capital próprio e gerenciamento de: um estudo realizado nas empresas listadas na BM&FBovespa

Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Curso de Mestrado acadêmico em Contabilidade, Universidade Federal da Bahia – UFBA, como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade.

Área de concentração: Contabilidade Financeira

Orientador: Prof. Dr. José Maria Dias Filho

**SALVADOR
2013**

Ficha catalográfica elaborada por Valdineia Veloso CRB 5-1092

L864 Lopes, Laerson Morais Silva
Juros sobre capital próprio e gerenciamento de resultados: um estudo realizado nas empresas listadas na Bovespa / Laerson Morais Silva Lopes. - Salvador, 2013.
81f. il. quad. tab.

Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade Federal da Bahia, 2013.

Área de concentração: Contabilidade Financeira

Orientador: Prof. Dr. José Maria Dias Filho

1. Gerenciamento de resultados 2. Conflitos de agencia 3. Juros sobre capital próprio 4. Políticas de remuneração dos acionistas I. Lopes, Laerson Morais Silva. II. Dias Filho, José Maria, III. Título.

CDD 657.3

Laerson Morais Silva Lopes

Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Curso de Mestrado acadêmico em Contabilidade, Universidade Federal da Bahia – UFBA, como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em _____ de _____ de 2013.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. José Maria Dias Filho
Faculdade de Ciências Contábeis – UFBA

Prof. Dr. Gilênio Borges Fernandes
Instituto de Matemática – UFBA

Prof. Dr. Francisco Antonio Bezerra
FUCAPE *Business School*

*Ao nosso bom Deus, pelo amor aos Seus filhos
e por iluminar nossos bons pensamentos.*

AGRADECIMENTOS

Em primeiro plano, agradeço a Deus, que me abençoou com a oportunidade de desenvolver este trabalho e me colocou, ao longo de toda a vida, ao lado de pessoas tão especiais e importantes, que cito a seguir.

Agradeço aos meus pais de sangue, Helenice e Railton, pelo exemplo de amor, honestidade e dedicação. Pelos mesmos motivos, aos meus pais por escolha, Herivelto e Tate.

Agradeço à minha esposa, Andresa, à minha família (agora também dela) e à família dela (agora também minha) pela companhia, compreensão, incentivo e amor.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. José Maria Dias Filho, pela transmissão de conhecimentos, pelo exemplo de dedicação e excelência, pelas muitas oportunidades criadas e, sobretudo, pela amizade.

Aos membros da banca de qualificação, professores Dr. César Valentim e Dr. Gilênio Fernandes, que muito contribuíram com o transcorrer da pesquisa. Aos professores convidados à banca de Defesa, Dr. Gilênio Fernandes e Dr. Francisco Bezerra, pelas excelentes contribuições para a conclusão desta pesquisa.

Ao programa, demais professores e funcionários, por cumprirem com suas responsabilidades com zelo e dedicação.

Agradeço aos colegas Elaine, Emmanuel, Iris, Miriam, Nayara e, especialmente, a Francisco Marton (pelas constantes, contributivas e motivadoras conversas ao longo deste trabalho) e a Uedson Campos (pelo trabalho conjunto de levantamento de dados no portal CVM). Todos contribuíram com discussões teóricas, noites em claro, enfim, para que este objetivo fosse alcançado.

Agradeço à Fundação de Amparo à Pesquisa da Bahia – FAPESB e à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – CAPES, pelo apoio financeiro.

Agradeço a todos aqueles que direta ou indiretamente contribuíram para que este sonho se tornasse realidade.

A todos vocês, instrumentos de Deus na minha vida, os meus agradecimentos.

Até!

“[...] nem todos os caminhos são igualmente nivelados ou desobstruídos de água ou outros obstáculos”.
Michael C. Jensen

RESUMO

A política de remuneração dos acionistas é decisão importante na gestão das organizações. O montante e a forma dessa remuneração podem revelar características (em alguns casos vistos como positivas, em outros não) para os diversos *stakeholders*, especialmente, investidores. Sabendo disso, e considerando o comportamento oportunístico dos agentes, explicado na Teoria da Agência, este estudo teve como objetivo principal analisar a relação entre a remuneração por meio dos juros sobre capital próprio (JSCP), um dos meios de remunerar os acionistas, e o gerenciamento de resultados em função da variabilidade do lucro contábil e do lucro tributável. Na base de dados Economática® e, diretamente, na Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido e nas Notas Explicativas, no portal da Comissão de Valores Mobiliários, foram obtidos os dados das empresas listadas na BM&Fbovespa no período de 2006 a 2011. As empresas analisadas representam 28,8% das que distribuíram JSCP no período. Foram realizadas análises descritivas, análise de correlação e regressão linear múltipla, para dados longitudinais (dados em painel) por meio de Equação de Estimativa Generalizadas (*GEE – Generalized Estimating Equation*), isso tudo com o apoio do software estatístico *SPSS 15®*. Utilizaram-se variáveis utilizadas em outros estudos (por exemplo TANG, 2006) bem como uma variável largamente utilizada, os *accruals* discricionários, que é utilizada na detecção de gerenciamento de resultados e foi encontrada a partir do modelo *KS* (1995). Com a validação dos modelos utilizados nesta pesquisa, os resultados demonstram que as empresas da amostra que apresentaram variação nos lucros entre -1,0% e 1,0% praticavam suavização de resultados por meio dos *accruals* discricionários. Considerando o objeto principal desse estudo, gerenciamento mediante juros sobre capital próprio, verificou-se que, em geral, as empresas não utilizavam esses juros para reduzir a variabilidade dos resultados (por meio do aumento ou redução dos dispêndios tributários, que podem variar em função do nível de juros sobre capital pagos). A exceção é para as empresas do Nível 1, às quais os dados indicam a utilização dos juros para essa prática de suavização. Quanto ao gerenciamento do lucro tributável, em geral, há indícios de que esta métrica influencia a decisão pela remuneração por meio dos juros sobre capital.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados; Conflitos de Agência; Políticas de Remuneração dos Acionistas; Juros sobre Capital Próprio; Gestão Tributária.

ABSTRACT

The remuneration policy for shareholders is an important decision in the management of organizations. The amount and form of such compensation may reveal features (in some cases seen as positive, in others not) for the various stakeholders, especially investors. Knowing this, and considering the opportunistic behavior of the agents, explained in the Agency Theory, this study aimed to analyze the relationship between compensation through interest on capital, one among the ways of remunerating shareholders, and variability of the accounting and taxable profits. In database Económica®, and directly in the Statement of Changes in Equity and the Notes, on the website of the Securities Commission - CVM, the data of the companies listed on the BM&Fbovespa in the period from 2006 to 2011 were obtained. The companies surveyed represent 28.8% of which have been distributing JSCP in the period. Descriptive analysis, correlation analysis and multiple linear regression for longitudinal data (panel data) through Generalized Estimating Equation - GE were done, all this with the help of statistical software SPSS15®. Variables used in other studies were employed (for example TANG, 2006) as well as a variable widely used, discretionary accruals, which is used for detecting earnings management and was found from the model KS (1995). With the validation of the models used in this research, the results show that firms in the sample that showed variation in earnings between -1.0% and 1.0% practiced income smoothing using discretionary accruals. Considering the main object of this study, management by interest on capital, it was found that in general, companies did not use this interest to reduce the variability of results (by increasing or reducing tax expenses, which may vary according to the level of interest on capital paid). The exception is for companies in Level 1, for which these data indicate the use of interest for the practice of smoothing. Regarding the management of taxable income, in general, there is evidence that this metric influences the decision to pay interest on capital.

Key words: Earnings Management, Conflicts of Agency; Shareholder Remuneration Policies; Interest on Capital; Tax Management.

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 -	Cálculo do Capital Circulante	49
Equação 2 -	Modelo para detecção de <i>Accruals</i> Totais	50
Equação 3 -	Modelo para detecção de <i>Accruals</i> Discricionários	51
Equação 4 -	Modelo para análise dos JSCP e a suavização de resultados	52
Equação 5 -	Modelo para análise dos JSCP e a gestão tributária	54

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 -	Técnicas populares de Gerenciamento de Resultados	28
Quadro 2 -	Relações entre JSCP e as variáveis previsoras, na suavização de resultados	53
Quadro 3 -	Relações entre JSCP e as variáveis previsoras, na perspectiva de gestão tributária	55
Quadro 4 -	Correlação entre variáveis do Modelo KS (1995) para a amostra	62
Quadro 5 -	Matriz de correlação de gerenciamento por atividades reais	66
Quadro 6 -	Teste de Efeitos do Modelo do gerenciamento por atividades reais	66
Quadro 7 -	Matriz de correlação de gerenciamento tributário	70
Quadro 8 -	Teste dos efeitos do modelo de gerenciamento tributário	70

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Critério de elegibilidade para pagamento de JSCP	45
Tabela 2 -	Setores analisados no estudo	47
Tabela 3 -	Amostra por categorias	56
Tabela 4 -	Fluxos de JSCP pagos	58
Tabela 5 -	Fluxos de JSCP pagos – por nível de Regulação Econômica	59
Tabela 6 -	Fluxos de JSCP pagos – por nível de Governança Corporativa	60
Tabela 7 -	Níveis de AD de acordo com a variação nos lucros	63
Tabela 8 -	Benefício fiscal dos JSCP	69

SUMÁRIO

1	PROBLEMA DE PESQUISA.....	12
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	12
1.2	CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA	15
1.3	OBJETIVOS	16
1.4	HIPÓTESES	17
1.5	JUSTIFICATIVAS	19
1.6	ESTRUTURA DO TRABALHO	23
2	REFERENCIAL TEÓRICO	24
2.1	TEORIA DA AGÊNCIA	24
2.2	GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	26
2.2.1	Tipos de Gerenciamento.....	27
2.3	POLÍTICAS DE REMUNERAÇÃO DOS ACIONISTAS	32
2.3.1	Fatores determinantes das Políticas de Remuneração.....	34
2.3.2	Juros sobre Capital Próprio	36
2.4	GERENCIAMENTO DO LUCRO TRIBUTÁVEL	39
2.4.1	O lucro contábil e o lucro tributável.....	41
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	45
3.1	CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA.....	45
3.2	LEVANTAMENTO DOS DADOS	48
3.3	MODELOS DA PESQUISA	48
3.3.1	Modelo para análise dos JSCP e a suavização de resultados.....	52
3.3.2	Modelo para análise dos JSCP e a gestão tributária	53
4	ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS.....	56
4.1	ANÁLISES DESCRITIVAS	56
4.2	GERENCIAMENTO DO RESULTADO CONTÁBIL	60
4.2.1	Gerenciamento por escolhas contábeis	61
4.2.2	Gerenciamento por atividades reais.....	64
4.3	GERENCIAMENTO DO RESULTADO TRIBUTÁVEL	69
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	73
	REFERÊNCIAS.....	76

1 PROBLEMA DE PESQUISA

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

De acordo com Williamson (1996) o ambiente corporativo é algo mais do que apenas as relações contratuais estabelecidas. Para Coase (1996, p. 36), “[...] uma empresa é um sistema de relações que surge quando a direção dos recursos depende de um empresário”. Contudo, com o crescimento das organizações, quase sempre não é o empresário quem administra o negócio. Nesse cenário, as relações contratuais entre o gestor e o proprietário são por vezes conflituosas.

Também no contexto brasileiro, uma das relações contratuais é a estabelecida entre as empresas e o fisco. Deste modo, a questão tributária é tema presente nas discussões entre profissionais e empresários, pois pode implicar em aumento ou em redução dos fluxos de caixa líquidos da empresa. Por conta disso, medidas que têm como objetivo diminuir, nos rigores da lei, os efeitos desta carga são de grande interesse no meio empresarial. Segundo Tang (2006), a manipulação de lucros, o planejamento fiscal, bem como os escândalos contábeis atrai a atenção de pesquisadores, reguladores e usuários de informações financeiras.

Quando se considera a complexidade do sistema tributário nacional e a frequência e infinidade de normas contábeis e tributárias que são aprovadas, o tema ganha maior significado. Segundo estudo do Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário (IBPT), desde a promulgação da Constituição Federal vigente, em 05 de outubro de 1988, até o ano de 2008, em matéria tributária, foram editadas 249.124 normas. Isso significa, segundo o instituto, mais de duas normas tributárias por hora. Apesar disso, no meio acadêmico nacional, o tema tributário ainda é pouco discutido em pesquisas cientificamente estruturadas (SILVA *et al.*, 2006; PIQUEIRAS, 2010; FORMIGONI *et al.*, 2012).

Nesse contexto tributário, o cenário empresarial é dividido em dois polos: o do agente passivo, os contribuintes, e o do ativo, o ente tributante. Nessa relação, como ocorre em outras, conflitos de interesses entre agente e principal irão surgir, como explicado no trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976). Se os interesses são diferentes, e divergentes, em muitos casos, explica a Teoria da Agência que haverá comportamento oportunístico e, nesse

ambiente, haverá maiores problemas de assimetria de informações. “Os conflitos são tão onipresentes e familiares que quase se tornam invisíveis” (JENSEN, 1994, p. 13).

Portanto, na relação entre o fisco e o contribuinte também é assim (PIQUEIRAS, 2010). O primeiro quer maximizar suas receitas, enquanto que o segundo quer minimizar o ônus tributário em suas atividades. Nesse sentido, as empresas buscam adotar procedimentos que o diminuam. Tal conflito encontra ressonância no cenário relatado a seguir:

[...] como é custoso para o Governo estabelecer um sistema tributário separado do sistema da contabilidade, ele utiliza os números reportados nos relatórios contábeis para atender as suas necessidades de arrecadação e fiscalização tributárias das empresas. Entretanto, as normas contábeis permitem certo número de critérios alternativos que possibilitam o julgamento dos administradores para a mensuração e evidência contábil das transações e eventos econômicos (FORMIGONI; ANTUNES; PAULO, 2009, p. 46).

Num ambiente de conflito de interesses e de busca pela redução nos custos tributários, algumas alternativas são encontradas, a exemplo da forma de remuneração dos acionistas das empresas e, vale dizer, que também haverá conflitos de agência quando o assunto é a política de remuneração (FERREIRA JR. *et al.*, 2010). Nesse sentido, os executivos podem escolher as políticas de remuneração que eles esperam ter um efeito negativo sobre o preço das ações, caso eles sejam remunerados com base no retorno sobre as ações, por exemplo. As empresas controladoras irão preferir práticas de remuneração que representem menos custos tributários para elas, por exemplo, no contexto brasileiro, dividendos aos juros sobre o capital próprio.

O estudo de Gouveia e Afonso (2011) trata de três opções de remuneração: dividendos, juros sobre capital próprio (chamado também de JSCP, JCP ou, simplesmente, juros sobre capital) e pró-labore, apesar de que, no contexto das sociedades anônimas de capital aberto, as três modalidades principais de remuneração dos acionistas são: dividendos, JSCP e recompra de ações. Os autores analisam nos três tipos, na perspectiva da pessoa física, qual deles traz maiores benefícios medido pela maximização dos ganhos do receptor. No caso do pró-labore, é considerado que o benefício é dado pelo resultado dos valores recebidos como pró-labore, diminuindo-se o ônus tributário, mas acrescentando ao montante os valores dos prováveis benefícios previdenciários recebíveis no futuro.

Não obstante os resultados do estudo mostrem que as alternativas de pagamento possuem efeitos tributários diferenciados, tanto para quem paga quanto para quem os recebem, estes resultados dificilmente se aplicam às sociedades anônimas, já que nelas boa parte dos acionistas não tem direito ao pró-labore. Ademais, como o benefício previdenciário é algo futuro, como citam Gouveia e Afonso (2011), para a validade dos resultados dessa pesquisa é preciso considerar que o indivíduo estará vivo no futuro para receber os benefícios previdenciários. Nesse sentido, vale citar a teoria de que *mais vale um pássaro na mão do que dois voando* (BHATTACHARYA, 1979), ou seja, os investidores preferem a forma de remuneração mais vantajosa no curto prazo.

Muito embora existam, como visto, diversas formas de remuneração aos acionistas, esta pesquisa limita-se à análise de um dos tipos, os juros sobre capital próprio, pois esse se configura como um possível benefício fiscal dado às empresas de maneira geral, conforme explicam Santos e Sallotti (2007, p. 113): “a remuneração paga ao acionista na forma de JSCP está calcada fundamentalmente nas vantagens fiscais oferecidas pela legislação”.

Apesar da verdade dessa última afirmação, além da perspectiva tributária, a política de remuneração dos acionistas é discutida na literatura por meio de diversas óticas, como o efeito dessa política no valor das ações ou no custo do capital próprio, os diversos fatores que influenciam essa política bem como a forma de cálculo, imputação aos dividendos e/ou reconhecimento e evidenciação contábil dos JSCP (COSTA JR. *et al.*, 2004; SILVA *et al.*, 2006). A legislação fiscal prevê o reconhecimento dos JSCP como uma despesa para fins de apuração do lucro fiscal enquanto a legislação societária define que esses juros não devem afetar o resultado contábil, o que gera uma diferença entre o resultado fiscal e contábil.

Mesmo deliberando que os JSCP sejam reconhecidos diretamente contra lucros, para resolver o conflito acima, a Deliberação CVM nº 207/1996 prevê que, se os JSCP forem reconhecidos contabilmente como despesa, deva ser feito um estorno contra os lucros acumulados, de maneira que o resultado contábil não seja afetado por tal despesa. Embora tal solução seja satisfatória, fazendo com que os juros sobre capital tenham o mesmo tratamento contábil que os dividendos, reconhecidos como uma distribuição de lucros e não interferindo neles, se essa recomendação da legislação societária não for cumprida os resultados contábeis podem ser influenciados por essa “despesa financeira” de JSCP.

Analisando o setor siderúrgico, Silva *et al.* (2006, p. 52) apresentam “uma forte evidência de que as empresas desse setor, e possivelmente as de outros setores, não calculam os juros sobre o capital próprio nas formas previstas pelas legislações societária e fiscal”. O que se nota nos casos analisados por eles é que, independente da previsão da legislação societária e fiscal, as empresas não observam os limites dos JSCP e/ou não dão o tratamento contábil previsto.

Ademais, considerando o comportamento oportunístico dos gestores, estudos mostram que, tendo possibilidade, eles irão gerenciar os seus resultados contábeis para atingir objetivos particulares (KAMIN; RONEN, 1978; MARTINEZ, 2006; MARTINEZ; CASTRO, 2011). Portanto, não obedecendo à orientação societária, os gestores poderiam distribuir mais JSCP, contabilizando-o como despesa, sem revertê-lo, quando quisessem diminuir os lucros contábeis e, quando quisessem aumentá-lo, agir de forma inversa. Agindo dessa forma, as empresas estariam evidentemente descumprindo as normas contábeis vigentes e, vale dizer, não estariam promovendo o Gerenciamento de Resultados – GR com base em decisões operacionais nem mesmo na discricionariedade das escolhas contábeis, mas sim por meio do descumprimento do que a legislação contábil determina. Isso não é gerenciamento de resultados, como tratado na academia.

Noutro aspecto, ao adotar os JSCP a empresa estará reduzindo o montante das despesas tributárias com imposto de renda e contribuição social, ambas sobre os lucros. Assim, naturalmente, podem contribuir para o aumento ou diminuição do resultado contábil da empresa em até 34% (soma das alíquotas da contribuição social e do imposto de renda, com seu adicional) do lucro tributável.

1.2 CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA

Ao ambiente anteriormente destacado, adiciona-se que a matéria tributária exige competência daqueles profissionais que objetivam auxiliar o processo de gestão das empresas. Além das altas taxas de tributação, é grande a quantidade de espécies tributárias e de normas que regulamentam todo o sistema. Portanto, os profissionais das áreas empresariais têm papel de auxiliar a gestão e devem despender bastante tempo na pesquisa e análise de toda a legislação tributária, com o intuito de fornecer ao gestor as melhores alternativas quanto ao cumprimento de suas obrigações como contribuinte.

Neste cenário, umas das alternativas que se apresenta para a redução do ônus tributário da organização é a remuneração dos acionistas por meio de juros sobre capital próprio. Assim, a legislação fiscal deixa a cargo da empresa, observando os critérios limitantes, decidir se distribuirá JSCP, diminuindo o lucro tributável e impostos, sem que seja necessário diminuir o fluxo de caixa dos acionistas e o da organização. Ou ainda, se pagará dividendos, nesse caso, sem interferir com isso no lucro tributável. Ou seja, o pagamento do JSCP pode interferir no lucro contábil e, assim, pode ser utilizado para gerenciá-lo. Já com o pagamento dos dividendos, os gestores não conseguem esse intento.

Considerando a Nova Economia Institucional, na perspectiva da Teoria da Agência, de que os diversos agentes atuam de maneira oportunística para maximizar seus interesses particulares, em um ambiente no qual existe assimetria de informações (JENSEN; MECKLING, 1976; JENSEN, 1994) essa situação poderá prevalecer na relação entre o contribuinte e o ente tributante, entre gestores e acionistas, entre acionistas majoritários e minoritários.

Assim, de acordo com Ferreira Jr. *et al.* (2010), a política de remuneração é tema discutido por diversos autores, em abordagens distintas, mas “não deverá haver uma única resposta ao problema de como definir uma política de dividendos. Haverá então respostas adequadas dentro de um contexto econômico e temporal” (FERREIRA JR. *et al.*, 2010, p. 192). Nesse cenário, considerando que o pagamento dos juros sobre capital é uma alternativa que tem reflexos na carga tributária da empresa e poderá influenciar o lucro contábil, esta pesquisa apresenta a seguinte questão central: qual a relação entre a remuneração por meio dos juros sobre capital próprio e o gerenciamento de resultados com vistas a reduzir a variabilidade do lucro contábil e o lucro tributável?

1.3 OBJETIVOS

Segundo Vergara (2010, p. 18) “se o problema é uma questão a investigar, objetivo é um resultado a alcançar. O objetivo final, se alcançado, dá resposta ao problema”. Portanto, esta pesquisa tem como objetivo principal analisar a relação entre a remuneração por meio dos juros sobre capital próprio e o gerenciamento de resultados com vistas a reduzir a variabilidade do lucro contábil e o lucro tributável. Para tanto, deverá especificamente:

- verificar se existe relação entre os juros sobre capital próprio e a variação do lucro contábil;
- verificar se existe relação entre os juros sobre capital próprio e o lucro tributável;
- identificar se fatores como nível de governança corporativa, regulação econômica e mudanças na legislação societária, estrutura de propriedade e tamanho modificam o comportamento das organizações em relação à distribuição de juros sobre capital próprio;

1.4 HIPÓTESES

Estudos têm demonstrado uma relação entre os efeitos da política tributária e gerenciamento de resultados. Para Kasanen, Kinnunen e Niskanen (1996, p. 286) “O custo fiscal cria um incentivo para gerenciar os resultados para baixo”. Já para Tang (2006), as empresas que possuem elevadas cargas tributárias sobre o lucro tendem a gerenciar mais seus resultados contábeis e tributáveis.

Ademais, Kasanen, Kinnunen e Niskane (1996) demonstraram que existe relação entre política de dividendos e gerenciamento de resultados em empresas finlandesas, com as metas de resultados baseadas nos dividendos explicando significativamente a variação nos lucros reportados, ou seja, a política de dividendos pode estar influenciando o processo de gerenciamento contábil dos resultados. Como as características do mercado acionário brasileiro são semelhantes às apresentadas por Kasanen, Kinnunen e Niskane (1996) em relação ao mercado finlandês: elevada concentração do capital, dependência de crédito junto às instituições bancárias e o elevado custo tributário (com a *tax rate* vinculada aos lucros reportados), os resultados apresentados no estudo no mercado finlandês podem ser apresentados também em outros países, como sugerem os autores.

Aliado a isso, na perspectiva de maximização dos interesses particulares, é natural que os decisores escolham práticas que mais lhes favoreçam. Para Jensen (1994, p. 2), na perspectiva oportunística, “um indivíduo toma medidas A, em relação a uma ação B, porque ele ou ela espera que A resulte em melhores resultados”. Analisando o mercado brasileiro, BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI (2012, p. 968) sugerem que, pelo benefício fiscal dos JSCP, as

empresas aqui localizadas têm um incentivo para optar por esta política em detrimento da distribuição de dividendos.

Diante desse ambiente, formulam-se as seguintes hipóteses de pesquisa.

H_a – Os gestores optam por distribuir juros sobre capital próprio para suavizar os resultados contábeis;

H_b – Os gestores optam por distribuir juros sobre capital próprio com o objetivo de gerenciar o lucro fiscal;

Ainda de acordo com as constatações de Kasanen, Kinnunen e Niskanen (1996, p. 283) “a necessidade e as oportunidades para gerenciar resultados dependem da estrutura do ambiente financeiro institucional”. Nesse sentido, Kamin e Ronen (1978) mostraram que gestores não proprietários suavizavam mais os resultados do que os proprietários que controlam a organização. Isso indica que, em geral, quanto menor a participação dos proprietários na gestão do negócio maior a propensão à suavização dos resultados.

Conforme estudo de Ferreira Jr. *et al.* (2010, p. 200) “o tamanho das firmas relaciona-se positivamente com o nível de dividendos, o que parece coerente, considerando que no Brasil a participação do sistema bancário como fonte de financiamento ainda é bastante proeminente”. Para eles, maiores firmas possuem maior poder de barganha com os bancos, portanto, conseguem melhores condições de acesso ao crédito bancário, o que resulta em maior disponibilidade de recursos para, se assim for decidido, remunerar investidores.

Brito, Lima e Silva (2009), analisaram quais as características das empresas que remuneravam, ou não, os acionistas por meio de dividendos ou juros sobre capital próprio. Confirmando a influência do tamanho da organização, os resultados do estudo mostram que as empresas que mais remuneram diretamente os acionistas são aquelas maiores (com base no tamanho do ativo), as de maior lucratividade, as que mais investem e as menos endividadas.

Para Silva *et al.* (2009) as empresas reguladas pelas agências de governo seriam mais conservadoras em seus lucros apresentados do que as que não sofrem regulação, mas a pesquisa demonstra indícios de que as empresas reguladas também gerenciam seus resultados contábeis, mesmo quando as agências emitem normas contábeis complementares específicas.

No entanto, os autores sinalizam que, como os modelos utilizados no estudo não previam especificamente a detecção do GR, outras pesquisas devem fazer isso. Outro aspecto relacionado com a regulação é a mudança na legislação societária brasileira, a partir de 2008. Tal mudança, entre outros aspectos, dá maior discricionariedade às práticas contábeis, exige a neutralidade fiscal e, sobretudo, elimina a possibilidade de retenção injustificada de lucros.

Nesse cenário, portanto, uma terceira hipótese, vinculada às anteriores, é a de que:

H_C – Aspectos institucionais modificam o comportamento dos gestores em relação à política de remuneração e o gerenciamento de resultado contábil e tributável.

1.5 JUSTIFICATIVAS

Na discussão sobre as formas de remuneração dos acionistas, Ferreira Jr. *et al.* (2010, p. 191) questionam: “Dividendos existem e são pagos praticamente em todas as partes do mundo, mas baseado em que as firmas definem suas políticas que regulam o pagamento de dividendos?”. Verifica-se que os fatores que determinam a forma de remuneração é temática importante para a academia. Ainda segundo os autores, a discussão sobre esse tema é de bastante relevância tanto pela abrangência das áreas envolvidas quanto pela falta de consenso em relação a ele, inclusive no Brasil. Tratando esse tema como fator expressivo no desenvolvimento do mercado de capitais de um país, eles reafirmam a importância das políticas de remuneração.

No Brasil, a complexidade da carga tributária requer dos profissionais conhecimentos aprofundados sobre os dispositivos legais e as possibilidades apresentadas para que as empresas consigam reduzir o impacto da carga tributária no orçamento das mesmas. Portanto, esse estudo é também relevante por tratar, contribuindo assim para a divulgação entre acadêmicos e profissionais, de mecanismo que pode ser utilizado no planejamento tributário das organizações: os juros sobre capital próprio. Apesar de haver muitos estudos sobre política de dividendos, “com diversos focos e resultados diferentes” (FIORATI, 2007, p. 10), analisando variáveis como o valor do retorno por ações; a redução de conflitos de agência; a influência da governança corporativa; o efeito tributário da distribuição para o receptor, esta pesquisa é inovadora, porque analisa a relação direta do JSCP com o lucro tributável da empresa, ou seja, o quanto tal distribuição varia em função do lucro tributável.

No trabalho de Décourt (2009), por exemplo, encontram-se evidências de que alguns executivos financeiros desconhecem o real efeito tributário dos JSCP e dos dividendos. O autor, em análise no Brasil, utiliza-se de questionários aplicados com gestores financeiros das organizações para detectar os fatores que explicam a política de remuneração. Já a presente pesquisa busca verificar, por meio de dados contábeis e fiscais empíricos, possíveis variáveis que influenciam a decisão da política remuneratória. Assim, essa pesquisa contribuirá também para a maior divulgação de tal política de remuneração, que pode resultar em benefício fiscal.

Há pressupostos de que nem sempre os indivíduos fazem as escolhas que de fato lhes são mais favoráveis (JENSEN, 1994) e isso se justifica pelo fato de que, mesmo sendo oportunista, a sua racionalidade é limitada (WILLIAMSON, 1996). No entanto, do ponto de vista teórico, a não utilização dos juros sobre capital próprio no limite de seus benefícios fiscais encontra argumentos que não a justificam. Conforme o próprio Jensen (1994, p. 8), mesmo “uma visão de maximização limitada não pode, no entanto, explicar a atitude defensiva com que os seres humanos frequentemente rejeitam novas ideias e novos dados”.

Os argumentos de alguns autores (PAIVA; LIMA, 2001; CARVALHO, 2003) de que os JSCP não são utilizados largamente por conta da inconstância da legislação tributária também não se justificam. Tal argumento perde sentido quando considerado que já se passaram quase 20 anos desde a promulgação da lei que trata da dedutibilidade fiscal dos JSCP, em 1995. Desta forma, se os juros sobre capital permitem a maximização dos ganhos tributários, é provável que as empresas o estejam utilizando para tais fins e, dessa forma, esta pesquisa contribuirá para a uma nova verificação e divulgação desse aspecto.

Para Formigoni, Antunes e Paulo (2009, p. 58), é importante compreender o comportamento oportunístico dos gestores e o reflexo disso nos relatórios contábeis, pois isso “auxilia na análise econômica e financeira das empresas contribuindo, principalmente, para a alocação dos recursos financeiros, para o estabelecimento das relações contratuais e para o processo regulatório da Contabilidade”. Também para Porcano (1997), a pesquisa sobre o gerenciamento de resultados baseado nos impostos é importante tanto para os formuladores de políticas fiscais quanto para aqueles que estabelecem as normas contábeis e financeiras.

Seguindo a orientação da legislação societária, as empresas que pagam juros sobre capital próprio, e os contabiliza como despesa, efetuam a reversão desses. Ainda que tal reversão elimine o efeito dos juros sobre capital sobre o resultado contábil, este será efetivamente

afetado pela redução nos dispêndios com os tributos sobre o lucro em consequência dos JSCP pagos. Assim, é possível que haja a utilização dos JSCP como meio de gerenciar os resultados contábeis da empresa, adotando uma postura de suavização dos resultados, por meio de uma atividade real. Nesse sentido, a pesquisa também contribuirá ao analisar outra possibilidade de *earnings management*, aplicável ao cenário desse país, que se apresenta como um laboratório natural para estudo do tema JSCP (PAIVA; LIMA, 2001; COLOMBO, 2011).

O estudo sobre gerenciamento de resultado é intenso, inclusive no contexto brasileiro. Ainda assim, entende-se que “para testar adequadamente as hipóteses gerais de gerenciamento de resultados a partir da visão contratual, é necessário uma grande variedade de estudos em diferentes contextos institucionais” (KASANEN; KINNUNEN; NISKANEN, 1996, p. 285). Por exemplo, Martinez (2006) e Martinez e Castro (2011) sinalizam o comportamento dos gestores com o intuito de diminuir a variabilidade dos lucros – *income smoothing*. Sales *et al.* (2012) analisam a relação entre os fluxos de caixa e os *accruals* contábeis, verificando, entre outros achados, que os *accruals* promovem variações nos componentes do capital de giro.

Outro estudo, de Nardi *et al.* (2009), analisou a relação entre o custo do capital e o gerenciamento de resultados, encontrando que o maior gerenciamento de resultados é acompanhado por maiores custos de capital de terceiros, não sendo o mesmo observado para o custo de capital próprio. Coelho e Lopes (2007) e Barros *et al.* (2012) buscaram relações entre o endividamento e a alavancagem e o *earnings management* e os seus resultados são aparentemente contraditórios no sentido de haver relação entre essas variáveis. Em sua tese, Almeida (2010) verifica que empresas em ambientes com alta competição não reduzem as práticas de GR. Há pesquisas que também analisam a relação entre o período de divulgação e o gerenciamento (PAULO; LEME, 2009), mas que não aponta comportamento oportunístico nesse aspecto; e que analisam os próprios modelos de detecção de gerenciamento de resultados (PAULO, 2007; MARTINEZ, 2008).

Nas discussões que relacionam GR e mecanismos de governança corporativa, Ramos e Martinez (2006) analisam a relação entre o conselho de administração, o conselho fiscal, a auditoria independente e a propensão à prática de *earnings management*. Para tanto, os autores analisaram a correlação entre algumas variáveis de Governança Corporativa e o Gerenciamento, medida pelos autores por meio do nível de *accruals discretionary*. Outros que analisaram essa relação no contexto brasileiro foram Baptista (2008); Cupertino e Martinez (2008); Lyra e Moreira (2011); Reis (2009); Torres *et al.* (2009) e Martinez (2010). Mais

recentemente, a tese de Klann (2011) analisa a adoção no Brasil das IFRS, verificando como o gerenciamento de resultados é influenciado pelo novo contexto normativo.

Na questão tributária, Formigoni, Antunes e Paulo (2009) relatam que não se pode concluir que haja a manipulação de resultados e/ou gerenciamento de tributos pelas companhias abertas brasileiras analisadas. Já Rezende e Nakao (2012) apontam que a busca pela economia tributária afeta o nível de gerenciamento das informações contábeis divulgadas. Ferreira *et al.* (2012, p. 499/500) também trataram da questão tributária e, corroborando com o que diz Piqueiras (2010), apontam que “por se tratar de uma literatura relativamente recente no Brasil, sugere-se um aprofundamento do tema, por meio de pesquisas futuras [...]”.

É o que também anuncia Formigoni *et al.* (2012), que analisaram se o gerenciamento de resultados contábeis era motivado por incentivos tributários, pela não divulgação de prejuízos contábeis ou se por ambos conjuntamente, mas que com os modelos operacionais utilizados não conseguiram resultados estatisticamente conclusivos, sugerindo novos estudos com outros meios de detecção do gerenciamento, tentando, por exemplo, a “depuração dos elementos que compõem a base de cálculo do imposto de renda” (FORMIGONI *et al.*, 2012, p. 51).

Dito isso, no que diz respeito à lacuna acadêmica, verifica-se que não há estudos relacionando especificamente os juros sobre capital próprio com o gerenciamento de resultados tributáveis e contábeis. Analisando os principais periódicos e congressos das áreas de Administração, Contabilidade e Finanças, Martins e Famá (2012) encontraram quatorze artigos publicados em periódicos e vinte e cinco nos congressos. Dos que tratam da relação entre tributos e a política de dividendos, apenas cinco estudos foram encontrados (POLI; PROCIANOY, 1994; RAMOS, 1997; PAIVA; LIMA, 2001; CORREIA; AMARAL, 2002; e BRITO; LIMA; SILVA, 2009). Desses, alguns apontam a influência dos aspectos tributários na política de remuneração, outros não, e nenhum deles utilizou dados posteriores à recente mudança na legislação societária brasileira.

Ainda, embora haja estudos nacionais e internacionais que analisam quais os fatores determinantes da remuneração dos investidores de maneira geral, este estudo interessa-se por analisar a opção, isoladamente, por um dos tipos de remuneração: os juros sobre capital próprio. Isso, pois, com essa forma de remuneração os gestores podem promover a redução do ônus tributário da empresa, bem como modificar os seus resultados contábeis. Nesse sentido, este estudo é importante e se destaca dos outros por inovar na análise desses dois aspectos e,

por isso, visa contribuir com a academia, com os profissionais relacionados à área, como gestores, contadores, auditores e reguladores, e também para os demais *stakeholders*.

1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho é composto por este primeiro capítulo, que tratou de contextualizar o problema, e mais quatro capítulos. No capítulo 2, será apresentada a fundamentação teórica, tratando dos problemas de agência, das teorias sobre política de remuneração e, na perspectiva normativa, as determinações legais sobre tais políticas. Além disso, apresenta as discussões e os resultados empíricos dos estudos sobre gerenciamento dos resultados contábeis e tributários.

No capítulo 3, são apresentados os procedimentos metodológicos relativos ao levantamento dos dados, à amostra e os modelos utilizados no estudo. A análise e os resultados encontrados são apresentados no capítulo 4, que é seguido pelo último capítulo, onde se apresenta uma síntese dos resultados, as limitações do estudo e indicações de pesquisas futuras, bem como outras considerações finais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

A Teoria Positiva da Contabilidade teve seus estudos alavancados por Watts e Zimmerman, e asseverou-se nos estudos dos efeitos das informações contábeis no mercado financeiro, sobretudo na avaliação da Hipótese de Mercado Eficiente. No entanto, essa hipótese é questionada por conta das instabilidades do ambiente e em função, especialmente, da assimetria de informação. Além da análise da necessidade de regulação ou da possibilidade de eficiência, a discussão tem sua complexidade aumentada em função dos conflitos de interesses dos atores da organização, já que “indivíduos racionais sempre escolhem as opções que trazem maiores benefícios para eles, em suas perspectivas” (JENSEN, 1994, p. 2).

Neste sentido, a teoria positiva apresenta algumas hipóteses que visualizam o ambiente organizacional sob um enfoque oportunístico, são elas: a hipótese do plano de incentivo, a hipótese do grau de endividamento e a hipótese dos custos políticos (WATTS; ZIMMERMAN, 1986). Todas elas podem ser utilizadas para explicar as práticas de manipulação oportunista das informações adotadas pelas organizações.

Uma das hipóteses desenvolvidas por essa teoria associa as práticas do alisamento de resultados com a visibilidade política da empresa e os custos políticos derivados desta atenção redobrada. Portanto, as empresas com elevada visibilidade política estão mais inclinadas a suavizar os seus resultados (MARTINEZ; CASTRO, 2011).

Portanto, as abordagens oportunísticas admitem que os atores organizacionais possuam objetivos distintos e este cenário provoca conflitos de interesses. Tais conflitos são explicados pela Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Segundo Watts e Zimmerman (1986), a hipótese de que os indivíduos dentro da empresa atuam no seu próprio interesse pode ser atribuída a Adam Smith (1776). É esse também o entendimento de Jensen (1994, p. 12), “embora ele não tenha usado a linguagem dos custos de agência, ele entendeu claramente o problema e em certo sentido foi o teórico original da agência”. Mas, foi por meio principalmente dos estudos de Jensen e Meckling (1976) que tal teoria ganhou notoriedade.

Segundo Jensen (1994) quando agem de maneira racional, as pessoas invariavelmente procuram o melhor para si em detrimento ao outro. No entanto, ainda há nos seres humanos uma parcela de não-racionalidade em seu comportamento, ou racionalidade limitada (WILLIAMSON, 1996). Exemplos clínicos e outros cotidianos apresentam muitos “seres humanos envolvidos em comportamento não-racional [...] um comportamento disfuncional ou contraproducente, que sistematicamente prejudica o indivíduo” (JENSEN, 1994, p. 7).

O ponto geral é que o comportamento humano é essencialmente dualista: as pessoas evidenciam componentes racionais e não racionais, e estes componentes coexistem em contradição inerente. Este fenômeno reflete a imperfeição inata dos seres humanos, e os cientistas sociais, gestores e formuladores de políticas devem lidar com o comportamento das pessoas na sua totalidade (JENSEN, 1994, p. 7/8).

Agindo de maneira não-racional, mesmo imbuídos no atendimento dos seus interesses próprios, os indivíduos poderiam se comportar de maneira a si prejudicar. De forma geral, e com base nesse pressuposto, poder-se-ia questionar o gerenciamento de resultados por meio de *accruals*. Se os resultados majorados em determinado período por essa sistemática serão, no longo prazo, reduzidos em período(s) futuro(s). A questão que se coloca em virtude disso é se a informação manipulada do resultado atual não pode trazer algum prejuízo no futuro.

Para exemplificar, imagine-se situação em que, diante da apresentação de resultados gerenciados para cima, a empresa consegue obter um empréstimo bancário. O credor, baseado nos lucros reportados, espera a geração de fluxos de caixa futuros pela organização e a esta liberação de crédito gerará disponibilidade de caixa no presente para a empresa. No futuro, em não se concretizando os fluxos de caixa esperados, a empresa poderá ter dificuldades financeiras para quitar as obrigações assumidas e incorrer em custos mais onerosos de capital. Jensen (1994, p. 11) explica que “é útil reconhecer que essas tendências para os indivíduos agirem de maneira que são inconsistentes com os seus interesses próprios são outra fonte de conflitos com empregados, empregadores, parceiros, companheiros, colegas e assim por diante”. Para o autor, esse comportamento não-racional é uma grande fonte de custos de agência.

Vale dizer que a teoria da agência não é importante apenas para explicar a existência dos conflitos, mas também para apresentar meios para a redução dos custos de agência por meio dos estudos que se sustentam nessa teoria (JENSEN, 1994). Nas palavras do autor: “a

proposição central da teoria da agência é que as pessoas racionais, auto-interessadas, sempre têm incentivos para reduzir ou controlar os conflitos de interesse, de **modo a reduzir as perdas que estes conflitos geram**” (JENSEN, 1994, p. 15) (grifos aditados).

Fundamentando-se nessa base teórica e na a existência de conflitos de interesse, considera-se que os agentes atuarão de maneira oportunística para alcançar seus objetivos particulares. Um dos meios utilizados para tal é o gerenciamento dos resultados das informações contábeis, o qual será tratado especificamente na seção seguinte.

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Valendo-se da hipótese de comportamento oportunístico dos agentes, pesquisadores analisam se os gestores manipulam as informações contábeis para obter alguma vantagem particular. Para Kamin e Ronen (1978) gestores têm incentivos para tomar decisões operacionais que resultem em demonstrativos de desempenho que lhes favoreçam, portanto, enviesados. Além disso, segundo Colauto e Beuren (2006), o valor preditivo da informação contábil depende da forma como a informação é apresentada. Assim, os gestores deverão escolher a forma que mais lhe favoreça.

Um estudo referencial sobre essa perspectiva foi o realizado em 1991 por Jennifer J. Jones. Os resultados desse estudo mostram que os gestores promoviam o gerenciamento de resultados com o intuito de obter determinado benefício concedido às empresas importadoras pelo governo norte-americano, benefício esse vinculado ao maior resultado evidenciado pela empresa (JONES, 1991).

Outros estudos internacionais de destaque seguiram-se. Os de Dechow, Sloan e Sweeney (1995); e Kang e Sivaramakrishnan (1995), por apresentarem, como fez o de Jones (1991), modelos econométricos de detecção do gerenciamento de resultados. Tais modelos baseiam-se, de forma geral, nas diferenças, chamadas de *accruals*, entre os resultados contábeis e os fluxos de caixa do período decorrentes da observância do regime de competência e, especialmente, na discricionariedade das escolhas contábeis, que culmina no conceito, então, de *accruals discretionary*. Muito embora haja quem questione a validade de tais modelos, como o fez Höglund (2012), que trabalhou com um modelo baseado em redes neurais, os modelos que utilizam *accruals* discricionários são muito utilizados na academia.

Contudo, não é só por meio desses *accruals* que os agentes gerenciam a informação contábil. Outras escolhas contábeis, como a forma de evidenciação, o momento de realização de uma venda ou de uma perda com ativos, permitem tal intento. Ou seja, os gestores manipulam os resultados por meio dos fatos que lhes permitem certa discricionariedade (PIQUEIRAS, 2010). O estudo de Kasanen, Kinnunen e Niskanen (1996), nas empresas e período que eles analisaram, demonstra um potencial de gerenciamento de resultados, em média, 4,7 vezes os lucros realmente relatados. Assim, verifica-se que o gerenciamento pode ter efeitos significativos no resultado da empresa.

Porcano (1997) detectou o gerenciamento de resultados analisando itens específicos relacionados com a matéria tributária e verificou como características das empresas modificavam o seu comportamento. Segundo Tang (2006) a literatura acadêmica demonstra que os gestores têm muitas motivações para gerenciar os resultados divulgados e o mesmo acontece na perspectiva do lucro tributável. Para melhor entender sobre esses aspectos, na seção seguinte serão apresentados os tipos de gerenciamento de resultados bem como os instrumentos pelos quais esses tipos são feitos, fechando com os que mais se aproximam ao objeto de estudo dessa pesquisa.

2.2.1 Tipos de Gerenciamento

Os estudos sobre o tema gerenciamento de resultados e os motivos pelos quais o gerenciamento existe são tantos que hoje é possível estabelecer uma “taxonomia” em torno do tema. Por exemplo, quanto ao objetivo é possível dizer que existe gerenciamento para reduzir a variabilidade dos lucros, para diminuir os lucros atuais para consecução de lucros futuros maiores, enfim. Citando McKee (2005), Martinez (2006) apresenta boa ilustração dessa classificação, conforme o quadro 1:

Quadro 1 – Técnicas Populares de Earnings Management segundo McKee (2005)

<i>Target Earnings</i>	Gerenciamento dos resultados contábeis para aumentar ou diminuir os lucros. Os resultados são gerenciados de modo a atingir determinadas metas de referência, que podem ser acima ou abaixo do resultado do período;
<i>Income Smoothing</i>	Gerenciamento dos resultados contábeis para reduzir a variabilidade. O propósito é manter os resultados em determinado patamar e evitar sua excessiva flutuação;
<i>Big Bath Accounting</i>	Gerenciamento dos resultados contábeis para reduzir lucros correntes em prol de lucros futuros. As empresas gerenciam os seus resultados correntes piorando-os, tendo como propósito ter melhores resultados no futuro;
<i>Cookie Jar Reserve</i>	Gerenciamento de resultados buscando criar reservas, para aumentar resultados no futuro. Constituem-se provisões altas no presente de despesas que não irão se materializar, revertendo-se as revendo no futuro, no momento oportuno.

Fonte: Adaptado de MARTINEZ (2006)

Assim, nota-se que o comportamento discricionário às vezes busca evidenciar resultados maiores, em outros casos menores (e até prejuízos), e, em certos casos ainda, procura evitar a variabilidade neles. O estudo de Kasanen, Kinnunen e Niskanen (1996) demonstra que os dividendos influenciam o nível de gerenciamento de resultados de empresas finlandesas, além de fornecer novas hipóteses para empresas em que acionistas preferem dividendos estáveis.

No cenário brasileiro, Oliveira, Almeida e Lemes (2008) registram que, por meio do reconhecimento dos ativos fiscais diferidos, as empresas analisadas aumentaram o lucro passível de distribuição para os acionistas e os dividendos propostos sobre esses lucros. Os autores apontam que a opção por diferir ativos fiscais pode estar sendo utilizada, nas empresas de telecomunicações analisadas, para evitar divulgar resultados negativos ou para reduzir a variabilidade dos lucros.

Santos e Paulo (2006) verificaram, nas 500 maiores empresas listadas pela Revista “Maiores e Melhores” dos anos de 1999 e 2001, que os gestores utilizavam o diferimento das perdas cambiais para gerenciar os seus resultados contábeis, com a finalidade de evitar a variabilidade dos lucros ou para não reportar resultados negativos. Eles também constataram

que as empresas analisadas não adotavam o que a legislação contábil previa, no caso, por meio da CVM, quanto à prática de amortização das perdas cambiais.

Segundo Kamin e Ronen (1978), os teóricos relacionam o alisamento de resultados com o desejo de neutralizar a incerteza ambiental. Nessa perspectiva, eles verificaram se os administradores que não participam do capital social das empresas e aqueles administradores que eram acionistas se comportavam de maneira diferente quanto à suavização dos resultados, considerando a influência das barreiras de entrada do setor neste comportamento. Ainda segundo os autores, outras características organizacionais, como folga organizacional e aversão ao risco, justificam a diferença no nível de suavização dos resultados.

Os ganhos anunciados crescem sem problemas, seguindo um fluxo suavizado de dividendos. Tanto o gerenciamento para cima dos resultados reportados durante os anos ruins e o gerenciamento para baixo durante bons anos pode ser visto (KASANEN; KINNUNEN; NISKANEN, 1996, p. 292).

Quanto às razões que possibilitam a suavização dos resultados, Kamin e Ronen (1978) dizem que, em função das limitações dos princípios contábeis geralmente aceitos, os gestores podem gerenciar os números contábeis buscando apresentar lucros constantes. Agindo assim, evita-se evidenciar perdas ou ganhos inesperados, já que os usuários das informações contábeis podem julgá-los como um aparente sinal de incerteza quanto aos fluxos de caixa futuros da empresa, pois “[...] resultados inesperados, mesmo quando positivos, podem ter efeitos negativos para a empresa” (KAMIN; RONEN, 1978, p. 142). Apontam, ainda, que a redução da variabilidade dos resultados contribui para a valorização das ações por meio da mitigação do risco sistemático e para a redução da incerteza em relação aos fluxos de caixa gerados pela empresa e os gerados pelo mercado (outras empresas do mercado).

Tratando da perspectiva tributária, Porcano (1997), por exemplo, analisou o comportamento oportunista dos gestores das empresas americanas, verificando como eles reagiram a quatro mudanças (duas que aumentaram e duas que diminuíram) nos impostos incidentes sobre o ganho de capital, entre elas uma de grande magnitude (a Reforma Tributária de 1986). Ele analisou como tais mudanças incentivaram os níveis de gerenciamento dos lucros contábeis e tributáveis evidenciados pelas empresas.

Tang (2006) argumenta que as empresas têm diversos incentivos para gerenciar os resultados, por exemplo, reduzir o pagamento de impostos (reduzindo os lucros tributáveis), mas nem sempre os gestores objetivam reduzir os lucros contábeis reportados. Piqueiras (2010) também apresenta muitos incentivos para que as empresas manipulem os seus resultados, por exemplo, a maximização de dividendos, a redução no custo de capital ou, entre outras, a obtenção de melhores avaliações da gestão e a garantia de cumprimento de cláusulas contratuais específicas. Segundo a autora, os incentivos para o gerenciamento de tributos podem ser os mesmos, mas com a finalidade de redução do ônus tributário.

Assim, verifica-se que quanto aos objetivos o gerenciamento de resultados assume diversas perspectivas. Contudo, na classificação dos tipos de GR, outra possibilidade é quanto aos meios pelos quais se faz o gerenciamento. Nesse aspecto, três grandes grupos de técnicas podem ser citados.

O primeiro é o gerenciamento por meio de *accruals* discricionários. De acordo com Höglund (2012) esse modelo classifica os *accruals* em discricionários e não discricionários, considerando o primeiro como aquele utilizado oportunamente pelos gestores para manipular o desempenho da empresa. Assim, nas pesquisas sobre GR com *accruals* é preciso separar aqueles discricionários dos não discricionários (PAULO; MARTINS; CORRAR, 2007), pois os discricionários têm como objetivo promover a manipulação da informação contábil e, portanto, não refletem a realidade econômica da empresa.

Tratando sobre a qualidade da informação do lucro, Colauto e Beuren (2006, p. 97) afirmam que, para que os usuários compreendam a formação desse elemento, “uma das dificuldades relaciona-se à presença dos *accruals*, pois contêm informações discricionárias e não discricionárias, que trazem implícito certo grau de subjetividade”. Segundo McNichols e Wilson (1988) apud Kasanen, Kinnunen e Niskanen (1996, p. 285) a maioria dos trabalhos que estudam gerenciamento de resultados utilizam essa metodologia, por conta justamente da subjetividade relacionada com os *accruals*.

Um segundo mecanismo de gerenciamento é o realizado mediante mudança na classificação entre as contas contábeis. Segundo Barua, Lin e Sbaraglia (2010) este procedimento implica na classificação de receitas, despesas, ganhos e perdas em linhas da demonstração do resultado diferentes das previstas pelas normas contábeis, com o objetivo de apresentar, por exemplo, melhores resultados relacionados com as atividades principais exercidas pela

organização. Numa perspectiva diferenciada, eles analisam se as empresas modificavam a classificação dos seus resultados entre as atividades continuadas e descontinuadas. Outros estudos de destaque na perspectiva da mudança de classificação são os de Mcvay (2006) e o de Donelson, Jennings e Mcinnis (2010). Segundo Barua, Lin e Sbaraglia (2010), poucos estudos analisaram o gerenciamento por esse meio.

Outro tipo é o gerenciamento por meio de atividades reais. Analisando uma amostra composta de empresas listadas na BOVESPA no período de 1998 a 2004, Cardoso e Martinez (2006) detectaram que essas empresas gerenciam os seus resultados tanto por meio das despesas de vendas, gerais e administrativas quanto pela gestão do nível de produção. Observaram, também, que o nível de gerenciamento por decisões operacionais é influenciado pelo aumento (diminuição) daquele por meio de escolhas contábeis.

Almeida-Santos, Verhagem e Bezerra (2011) analisaram 14 indústrias siderúrgicas e metalúrgicas brasileiras listadas na BM&Fbovespa e também detectaram evidências desse tipo de gerenciamento. Alguns exemplos de procedimentos para manipulação dos resultados por atividades reais são: “reduzir despesas com propaganda, despesas com marketing, reduzir despesas de viagem, de treinamento entre outras” (ALMEIDA-SANTOS; VERHAGEM; BEZERRA, 2011, p. 59). Também mostram que as empresas analisadas por eles praticaram o gerenciamento com o objetivo de reduzir os resultados (*income decreasing*) e que as boas práticas de governança corporativa interferem neste comportamento discricionário.

Contudo, tanto para Cardoso e Martinez (2006) quanto para Almeida-Santos, Verhagem e Bezerra (2011) os trabalhos nessa área ainda são poucos internacionalmente. No Brasil, eram inexistentes até 2006 (CARDOSO; MARTINEZ, 2006) e poucos em 2011 (ALMEIDA-SANTOS; VERHAGEM; BEZERRA, 2011).

Kamin e Ronen (1978) discutem sobre dois dos meios anteriormente apresentados, analisando se estes foram utilizados para se conseguir o alisamento dos resultados: (a) o gerenciamento contábil dos resultados, baseado na antecipação/postergação e até o reconhecimento menor de fatos contábeis; e (b) o gerenciamento real mediante as decisões operacionais tomadas pelos gestores (postergação da realização das vendas, do início das operações de determinada planta produtiva etc.). Segundo esses autores (1978, p. 142), o modelo de Cyert e March (1963) “estipula que quando o desempenho organizacional ultrapassa metas previamente estabelecidas, os recursos excedentes são absorvidos como custos” e “[...] quando o

desempenho fica aquém das metas estabelecidas, os recursos previamente alocados são recuperados (ou seja, programas de redução de custos são instituídos), e redistribuídos de forma a atingir o desempenho desejado”. Eles demonstram com essas práticas o que poderia ser classificado como gerenciamento por atividades reais.

No contexto brasileiro, Paulo, Martins e Corrar (2007) analisaram o gerenciamento de resultados com elementos tributários, fatores que geram diferença entre os resultados contábil e tributável. Para tanto, adicionam às suas análises, em conjunto com modelos tradicionais de detecção (como PHILLIPS; PINCUS; REGO, 2003), uma variável que mede a diferença líquida entre o montante de despesa e receita tributária diferida. Os autores apontam, no entanto, que a inclusão dessa variável não trouxe contribuições na detecção do GR.

A decisão de pagamento, por exemplo, de juros sobre capital próprio interfere no resultado tributável e o efeito consequente na despesa de imposto de renda e contribuição social modificam o resultado contábil, no entanto, os JSCP não geram *accruals* discricionários. Neste sentido, como pode modificar de fato o resultado da organização, tal opção de remuneração dos acionistas podem ser utilizadas para manipular os lucros por meio de uma decisão real, podendo ser classificada como uma técnica de gerenciamento por atividades reais. Como alternativas de remuneração existem (como a recompra de ações e os dividendos), é possível dizer que a opção pelos juros sobre capital é influenciada por diversos fatores, como será visto na sequência.

2.3 POLÍTICAS DE REMUNERAÇÃO DOS ACIONISTAS

Na relação entre investidor e a empresa investida, o contrato formal estabelecido normalmente é o estatuto social. Entre as regras definidas nesse instrumento, estarão as relativas à política de remuneração dos acionistas. Ocorre que, em função da racionalidade limitada dos seres humanos, todos os contratos são inevitavelmente incompletos (WILLIAMSON, 1996; CARDOSO; MARTINEZ, 2006).

Na prática, os custos de transação são generalizados e substanciais. Uma consequência da presença de tais custos é o fato de que as partes de uma relação não redigem um contrato que preveja todos os eventos que possam ocorrer e as diversas ações que sejam apropriadas nestes casos. (HART, 1996, p. 1977)

Nesse contexto, além dos normativos institucionais da empresa, dispositivos outros estabelecem as possibilidades e oportunidades em relação à remuneração dos “donos do negócio”. Contudo, o comportamento oportunístico dos agentes fará com que nessa decisão haja sempre um viés. Hart (1996) informa que quando os contratos são incompletos, não há garantia de que os direitos de propriedade estarão garantidos. “[...] os administradores, mesmo com aumentos de lucros de um período para outro e com um *‘pay ou ratio’* determinado, podem não repassar todo o impacto dos lucros para os dividendos” (FIORATI, 2007, p. 17). Segundo Rosen (1996, p. 117) “o problema é a investigação das consequências das ações ocultas do agente. O principal não pode observar a ação do agente [...]”.

Nesse sentido, a política de remuneração, baseada no comportamento subjetivo dos agentes, pode ser vista como exemplo da influência de aspectos contratuais nessas decisões, já que ela é cercada pelo desejo dos acionistas em receber dividendos e pelo desinteresse dos gestores em obtenção de capital mais caro. Por exemplo, “os gestores finlandeses podem ser vistos como diante de um contrato implícito para o pagamento de um fluxo suavizado de dividendos para os poderosos donos institucionais” (KASANEN; KINNUNEN; NISKANEN, 1996, p. 290). Já Colauto e Beuren (2006, p. 96) argumentam que “pressupõe-se que o funcionamento eficiente de uma empresa afeta tanto uma série de dividendos correntes quanto o uso do capital aplicado para a geração de fluxos futuros de dividendos” e a disponibilização de dividendos pode ainda ser tratada como um sinal de eficiência organizacional.

De acordo com Fiorati (2007), em todo o mundo as políticas de remuneração aos acionistas são bastante diversas. Ainda de acordo com o autor, aspectos tributários e informacionais influenciam essas políticas. No contexto brasileiro, em particular, existe uma opção adicional: os juros sobre capital próprio e, com ela, a possibilidade de planejamento tributário, que será mais um fator influente.

Verifica-se que “a determinação de quanto, e através de qual mecanismo, os acionistas devem ser remunerados é uma das mais importantes decisões” (FIORATI, 2007, p. 10). Esse mesmo autor aponta como diversos fatores afetam a decisão quanto à política de dividendos, como será apresentado a seguir.

2.3.1 Fatores determinantes das Políticas de Remuneração

“[...] dividendos não são apenas meros pacotes de remuneração, mas sim pacotes de informação ao mercado” (FIORATI, 2007, 27). Normalmente, as mais interessantes empresas a se investir seriam aquelas que melhor remuneram seus acionistas. Nesse contexto, segundo o autor, “a distribuição de remuneração aos acionistas é tão benéfica que sobrepuja eventuais prejuízos tributários, como ocorre nos Estados Unidos” (p. 27). O estudo de Ferreira Jr. (2010, p. 200) revela “que os dividendos são uma peça importante na gestão das firmas, e que o papel desempenhado pelos administradores, com base em sua experiência e seus valores, é relevante neste tema”, o que sugere uma perspectiva oportunística nas decisões de remuneração dos acionistas.

Na perspectiva tributária da empresa, a distribuição de JSCP é menos onerosa do que os dividendos, mas para os acionistas ocorre o inverso. “Diversos trabalhos, entretanto, avaliam que as práticas de distribuição ocorrem em descontra com as práticas menos onerosas do ponto de vista tributário” (COLOMBO, 2011, p. 21). Considerando isso, é possível dizer que os prejuízos tributários ficam em segundo plano para o investidor, interessado em sua remuneração.

Analisando o mercado finlandês, Kasanen, Kinnunen e Niskanen (1996, p. 287) relatam que as razões para a procura constante de dividendos são as seguintes:

- Em mercados de ações embrionários, a venda de um grande bloco de ações é difícil por causa da falta de liquidez e a probabilidade de uma reação adversa de preços;
- Os proprietários institucionais relutam em perder o controle de suas estratégias proprietárias de ações para outros grupos com a venda das ações;
- Os proprietários que são controladores financeiros institucionais precisam do dividendo em dinheiro para financiar seus gastos particulares e porque, por razões regulamentares, os ganhos de capital não realizados geralmente não podem ser utilizados para aumentar a base de capital.

Baseados em três perspectivas teóricas, BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI (2012) argumentam que as decisões de remuneração das empresas são influenciadas por:

- Redução dos custos de agência: segundo a teoria do fluxo de caixa livre, os dividendos reduzem os incentivos gerenciais para usar os recursos livres para atender interesses pessoais dos gestores;
- Teoria da sinalização: essas teorias presumem que a política de dividendos transmite informações sobre as perspectivas de fluxos de caixa futuros para os investidores;
- Aspecto comportamental: argumentos comportamentais sugerem que o auto-controle, a teoria do prospecto e aversão ao arrependimento faz com que os gestores prefiram distribuir dividendos.

Ademais, segundo Paiva e Lima (2001), estudos mostram que a tributação é um fator importante na decisão da política de remuneração. Contudo, os resultados do estudo realizado por esses autores com empresas de capital aberto, entre 1995 e 1998, mostram que, mesmo com a instituição dos JSCP (e com a possibilidade de dedução fiscal dos mesmos), os pagamentos se mantiveram relativamente constantes no período. Em geral, mostram que não foi possível detectar homogeneidade nas políticas de dividendos praticadas à época pelas empresas estudadas. No entanto, de maneira geral “a teoria sugere que os impostos devam ser um dos principais determinantes das decisões das empresas sobre a política de pagamento” (BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012, p. 968). Segundo Carvalho (2003) é fato que as questões tributárias influenciam as decisões dos indivíduos.

Paiva e Lima (2001) ainda documentaram que o pagamento de JSCP reflete em maior valorização das ações das empresas, com base no retorno médio delas. No entanto, as empresas não optaram expressivamente pelos JSCP, mas este fato pode ser consequência de outros aspectos, como a base tributária negativa e a existência de acionistas, exemplificados pelos autores, mas que não foram analisados.

Décourt (2009) demonstrou que, na opinião dos executivos, a forma preferencial de remuneração dos acionistas é a dos dividendos (59,68%), seguida dos JSCP (40,32%). Entre os que escolheram os JSCP, todos afirmaram que o que influenciava a escolha era o aspecto tributário. O conjunto de respostas obtido no estudo denota que os executivos se preocupam

com os custos fiscais da empresa, mas não dos acionistas. Alguns dados do estudo, porém, parecem contradizer tal resultado ou demonstrar certo desconhecimento dos aspectos tributários que envolvem os diferentes métodos de remuneração. Considerando que os JSCP, notadamente, são mais vantajosos que os dividendos na apuração fiscal da empresa, é incoerente a afirmação de 33% dos executivos, que justificaram a utilização dos dividendos como estratégia de planejamento tributário, já que esse é feito para obter vantagens, e não desvantagens, fiscais. Também, a alegação de que optou-se pelos dividendos pela falta de benefício tributário dos JSCP, argumento de 25% dos executivos, parece confirmar que falta conhecimento por partes desses executivos quanto a relação entre os JSCP e os tributos.

Discutindo a decisão quanto à política de remuneração, Carvalhal da Silva (2004), além de verificar a relação entre a Governança Corporativa e a estrutura de propriedade com o valor e o nível de alavancagem, analisou se a concentração de direitos de votos e fluxos de caixa influenciava o *payout* das empresas listadas na Bovespa no ano de 2000. Baseados na correlação entre governança corporativa e regularidade no pagamento de dividendos, Bachmann, Azevedo e Clemente (2012) argumentam que, dado que os dividendos são calculados em função dos lucros, tal regularidade de pagamentos pode estar associada à suavização dos resultados, recorrente em empresas que possuem práticas menos efetivas de governança corporativa.

Em relação aos resultados da distribuição de dividendos, Fiorati (2007, p. 45) afirma que existem “impactos tributários, sinalização ao mercado, conflitos de agências. Sem dúvida, todos estes aspectos atuam conjuntamente para determinar a política de dividendos de cada empresa”. Assim, considerando a perspectiva de gerenciamento real dos resultados com a intenção de redução do lucro tributável, é possível que a remuneração dos acionistas varie em função dos tributos e não necessariamente dos lucros auferidos e, nesse sentido, os juros sobre capital próprio são um instrumento que permite esse gerenciamento.

2.3.2 Juros sobre Capital Próprio

BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI (2012) relatam que a legislação fiscal brasileira, a partir de 1996, passou a permitir que as empresas distribuíssem recursos em dinheiro aos acionistas tanto na forma de dividendos quanto como juros sobre o capital próprio, ou ainda

uma combinação dos dois. Décourt (2009) demonstra que os executivos financeiros das empresas listadas na Bovespa não demonstram, em sua maioria, reconhecer a recompra de ações como forma de remunerar os acionistas. Os respondentes mais novos e pós-graduados reconhecem a recompra mais do que os seus pares, o que, para o autor, representa que tal mecanismo é algo recente e o conhecimento a respeito do mesmo advém da universidade.

As duas formas mais utilizadas no Brasil, dividendos e JSCP (DÉCOURT, 2009), do ponto de vista normativo, têm critérios para cálculo e efeitos fiscais distintos. “Os dividendos são tributados apenas no nível corporativo, enquanto os juros sobre capital próprio é dedutível no nível corporativo, mas sujeitos a uma retenção na fonte ao nível do acionista” (BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012, p. 968). O que afirmam esses autores sobre a dedutibilidade dos JSCP na pessoa jurídica que paga e a tributação para quem os recebe está previsto na Lei 9.249/1995:

Art. 9º A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP.

(...)

§ 2º Os juros ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de quinze por cento, na data do pagamento ou crédito ao beneficiário.

(BRASIL, 1995)

Conforme também prevê a legislação fiscal (BRASIL, 1995), na ótica do acionista pessoa física os juros sobre capital implicarão num ônus tributário para ele, sem a possibilidade de posterior restituição ou redução da tributação. Segundo o mesmo dispositivo, para o investidor pessoa jurídica (optante pelo lucro real, como é o caso das empresas aqui estudadas) a retenção na fonte sobre os JSCP é considerada antecipação dos valores devidos na sua apuração posterior. Nesse contexto, é possível que a pessoa física prefira os dividendos aos JSCP. Tal postura é condizente com o que diz Fiorati (2007, p. 22) “um ativo pode ser mais demandado por um determinado público em decorrência de suas características tributárias”. Já para a empresa que paga os JSCP, Fiorati (2007) argumenta que a decisão não é tomada com base no efeito tributário.

A Lei nº 9.249/1995, no parágrafo 7º do artigo 9º (BRASIL, 1995) prevê que os JSCP são substitutos perfeitos dos dividendos para efeito dos dividendos mínimos obrigatórios. Assim, de acordo com Colombo (2011), seu uso é importante em políticas de maximização da riqueza dos acionistas. Nesse sentido, tal instrumento também poderá ser utilizado pelos gestores, em sua gestão tributária, para a redução dos dispêndios com imposto de renda e contribuição social, tendo como efeito o aumento dos resultados e, numa perspectiva de sinalização ao mercado, como exposto, para a maximização da riqueza dos acionistas.

Cardoso e Martinez (2006) levantam a discussão sobre se o gerenciamento de resultados é algo ruim ou benéfico ao contexto organizacional. Eles compartilham da ideia de que o gerenciamento pode ser visto como algo estratégico, que trará benefícios à empresa. Considerando que o gerenciamento por meio dos juros sobre capital próprio permite aumentar as disponibilidades de caixa da empresa e do acionista, maximizando a riqueza desse último, é possível admitir que essa prática seja benéfica para a empresa.

No entanto, nem sempre a empresa poderá, mesmo querendo, efetuar pagamentos de JSCP, pois a legislação impõe algumas restrições para tal. Como o valor dos juros sobre capital é encontrado a partir da aplicação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) sobre o total do Patrimônio Líquido (PL) da empresa, é condição *sine qua non* que o saldo do PL seja positivo para que haja a remuneração por meio de JSCP. Além disso, a empresa terá que atender a uma das situações descritas abaixo, como prevê o parágrafo primeiro do art. 9º, da Lei 9.249/1995:

- Ter obtido lucro do exercício, antes da dedução do JSCP, superior a duas vezes o valor dos juros a serem pagos;
- Possuir saldo de lucros acumulados e reservas de lucros, também superior a duas vezes o valor dos juros a serem pagos.

Ou seja, os JSCP serão o maior montante entre o resultante de 50% dos lucros do exercício, ou de 50% do saldo acumulado de lucros mais as reservas de lucros, conforme previsto na legislação referida.

Quanto ao reconhecimento, a Deliberação CVM nº 207/1996 prevê que os juros sobre o capital próprio não devem interferir no resultado contábil, sendo reconhecido, portanto, diretamente a débito da conta de lucros acumulados, no momento de seu pagamento ou

provisão. No entanto, esta deliberação permite que, a critério da empresa, os JSCP sejam contabilizados como despesa, desde que se faça a reversão desta na Demonstração do Resultado (na última linha antes do lucro líquido ou prejuízo do exercício).

Esta resolução esteve em vigor para as demonstrações elaboradas desde 1996 até o exercício social de 2011 (portanto, o período compreendido neste estudo rege-se por tais orientações). Apesar de revogada pela Deliberação CVM nº 683, de 30 de agosto de 2012, as orientações emanadas pela Deliberação 207 continuam em vigor, pois a que a revoga termina aprovando a Interpretação Técnica CPC 08 (R1), a qual orienta que seja dado para os JSCP o mesmo tratamento que é dado aos dividendos. No entanto, a previsão de contabilização como despesa não aparece mais no texto legal.

Nota-se que, no período de análise dessa pesquisa, as empresas poderiam reconhecer os juros sobre capital diretamente contra lucros acumulados bem como mediante registro em despesas financeiras (revertendo-as ao final da DRE). Independente dessas duas alternativas, a utilização dos JSCP como política de gerenciamento do lucro tributável é uma possibilidade.

2.4 GERENCIAMENTO DO LUCRO TRIBUTÁVEL

Segundo Colombo (2011, p. 21), “a tributação é um dos componentes mais importantes dos custos de transação”. De acordo com Williamson (1996), um propósito da organização econômica, entre outros, é a economia dos custos de transação. No contexto brasileiro, considerando as características distintivas dos JSCP e dos dividendos, é possível dizer que tal decisão pode implicar na redução dos custos tributários.

Nas discussões da Economia dos Custos de Transação trata-se sobre a remuneração dos acionistas na passagem sobre a política de investimento e financiamento (WILLIAMSON, 1996). Para ele a decisão pelo financiamento por meio do capital próprio (em detrimento ao capital de terceiros) é a melhor, do ponto de vista da economia dos custos de transação.

Ainda segundo o autor, para alcançar a ECT é preciso “alinhar as transações (que diferem em seus atributos) com as estruturas da direção (quais custos e componentes diferem) em uma forma discriminante” (WILLIAMSON, 1996, p. 135). Assim, na gestão tributária por meio da política de remuneração, os passos que podem ser observados para tal decisão seriam: os

gestores alinhariam as transações (dividendos ou juros sobre capital próprio), analisariam os componentes e custos de cada uma (economia tributária na pessoa que paga? na pessoa que recebe?), buscando separá-las de acordo com o seu efeito nos custos de transação.

Há três dimensões de que cuida a Economia dos Custos de Transação: (a) a frequência em que as transações ocorrem; (b) o grau de incerteza a que essas transações estão sujeitas e (c) a condição de especificidade dos ativos envolvidos (WILLIAMSON, 1996). Pelo menos as duas dimensões iniciais teriam relação com o planejamento tributário pautado na decisão dos juros sobre capital. Em relação a ela, são os gestores que poderão interferir na frequência da ocorrência dessas dimensões e, dadas as possibilidades de políticas remuneratórias, tal processo decisório promove incerteza quanto à sua ocorrência, bem como sua frequência.

De acordo com Oliveira *et al.* (2009, p. 26), há muito tempo é de ciência dos gestores “que o gerenciamento das obrigações tributárias já não pode ser considerado uma necessidade cotidiana, mas algo estratégico dentro das organizações de médio e grande porte, seja qual for o setor de atividade”. Nesse sentido, Tang (2006) afirma que um planejamento bem elaborado pode reduzir os custos tributários sem reduzir os lucros reportados aos investidores.

“O planejamento tributário pode ainda, quando bem estruturado, provocar o aumento nos retornos do investimento realizado, por permitir que recursos que estariam destinados a impostos sejam alocados em oportunidades mais rentáveis” (PIQUEIRAS, 2010, p. 13). Nesse sentido, a autora cita os JSCP como um dos meios utilizados no planejamento tributário no Brasil, mas é uma decisão que afeta o lucro tributável, mas não afeta o lucro contábil. Porém, cabe ressaltar que, como os JSCP alteram o resultado tributável, a opção por esse tipo de remuneração implicará na redução ou aumento do ônus tributário, que é uma despesa contábil. Portanto, a distribuição de JSCP é medida tributária que interfere, sim, no resultado contábil.

No contexto tributário, os gestores tomam diversas decisões quanto aos procedimentos realizados na organização, com o auxílio de diversos profissionais (especialmente os de contabilidade). Algumas dessas decisões, em função das diferenças entre a legislação societária e fiscal, de fato acabam gerando diferenças entre o lucro contábil evidenciado nas demonstrações contábeis e aquele utilizado para fins tributários, outras não. No entanto, muitas vezes, tais diferenças são decorrentes de práticas de gerenciamento de resultados. Segundo Machado e Nakao (2012, p. 102) “[...] o gestor utiliza esses dois mecanismos,

gerenciamento de resultados e planejamento tributário, visando aumentar o lucro líquido e diminuir os impostos a serem pagos”.

A detecção do comportamento oportunista não é fácil (TANG, 2006). Para ela, dois aspectos dificultam tal verificação. O primeiro relaciona-se com a confidencialidade dos dados fiscais. A falta de uma boa *proxy* é o segundo aspecto. Ainda de acordo com a autora, uma medida muito utilizada é a taxa efetiva do imposto (*effective tax rates - ETR*), mas alguns estudos mostram que essa medida é enfraquecida por apresentar erros de medição. A seguir, serão analisados alguns aspectos sobre a diferença entre o lucro contábil e o tributável, bem como medida alternativa para analisar tal diferença.

2.4.1 O lucro contábil e o lucro tributável

De acordo com Kasanen, Kinnunen e Niskanen (1996, p. 290/291) “uma característica distintiva do sistema fiscal finlandês é sua ligação direta com o relatório financeiro empresarial. O rendimento tributável de uma empresa é aproximadamente o mesmo que o resultado antes de impostos reportados aos acionistas”.

No entanto, por conta dos objetivos distintos do fisco e da Contabilidade Societária, no contexto brasileiro (e também em outros países) o lucro contábil quase sempre é diferente do lucro tributável. Chamada de *BTD* (sigla em inglês de *Book-Tax-Differences*) refere-se “à diferença entre o lucro antes do imposto de renda divulgado nas demonstrações contábeis e o lucro tributável reportado às autoridades fiscais” (TANG, 2006, p. 7).

Na verdade, Tang (2006) explica que o nível normal da *BTD* (*NBTD*) é influenciado por quatro fatores: (1) mudanças econômicas; (2) volume de ativos imobilizados e intangíveis; (3) mudanças nas normas contábeis e fiscais; e (4) existência de prejuízo fiscal e sua utilização em períodos posteriores. Tratando do aspecto normativo contábil, é importante observar que as leis 11.638/2007 e 11.941/2009 alteram o contexto do Brasil, decidindo pela neutralidade tributária, ou seja, as mudanças em critérios contábeis não devem ter efeito tributário (FORMIGONI *et al.*, 2012; MACHADO; NAKAO, 2012). Com isso, explicam Machado e Nakao (2012), há uma separação entre a contabilidade para fins fiscais e a contabilidade para fins de elaboração e evidenciação das demonstrações contábeis. Tal previsão justifica, portanto, a existência de diferenças entre o lucro contábil e o lucro fiscal.

Para exemplificar, é possível tratar sobre a definição da vida útil para fins de depreciação de um imóvel. Conforme prevê o fisco, por meio da Instrução Normativa SRF nº 162, de 31 de dezembro de 1998, a vida útil desse bem é de 25 anos. No entanto, a legislação societária, por meio do CPC 27, orienta que “a vida útil de um ativo é definida em termos da utilidade esperada do ativo para a entidade” e “é uma questão de julgamento baseado na experiência da entidade com ativos semelhantes” (CPC, 2009, p. 14).

Outro exemplo é o pagamento dos juros sobre capital próprio. Enquanto a legislação societária determina que tal elemento não interfira no resultado contábil, esse poderá alterar o resultado tributável, conforme prerrogativa dada pelo art. 9º da Lei nº 9.249 de 26 de dezembro de 1995. Piqueiras (2010) encontrou forte relação entre a BTM e o patrimônio líquido (PL), parâmetro para cálculo dos JSCP (despesa dedutível do LT, mas que não influencia diretamente o LC). Isso denota uma possível relação entre a BTM e os JSCP.

Piqueiras (2010) não encontrou relações entre o gerenciamento de resultados contábeis e a parcela anormal da BTM, já que, antes das alterações promovidas na legislação societária no sentido de harmonização às normas internacionais, as demonstrações contábeis das empresas brasileiras eram elaboradas, sobretudo, com base nas normas fiscais. Portanto, o *gap* entre o lucro contábil e tributável pode ser aumentado a partir das alterações na legislação societária, promovidas pela lei 11.638/2007 e também pela lei 11.941/2009 (PIQUEIRAS, 2010; FERREIRA *et al.*, 2012; FORMIGONI *et al.*, 2012). Nesse sentido, Piqueiras (2010, p. 58) encerra sua pesquisa questionando: “o resultado obtido seria diferente com as demonstrações financeiras sob o efeito das novas normas brasileiras (Leis 11.638/07 e 11.941/09)?”.

Para entender tal diferença entre lucro contábil e tributável, é preciso também conhecer quais elementos possuem tratamentos previstos de maneira divergentes na legislação fiscal e na legislação societária e os juros sobre capital é um desses elementos.

[...] tem-se que a regulação contábil estabelece um conjunto de normas e procedimentos a serem adotados pelas empresas na elaboração e divulgação das informações financeiras para os usuários externos, enquanto que a legislação tributária determina a adoção de regras fiscais para a apuração do lucro tributável. (FORMIGONI; ANTUNES; PAULO, 2009, p. 45)

Nesse cenário, Tang (2006) estudou a diferença entre o lucro contábil e lucro tributável, analisando a sua relação com o gerenciamento do resultado contábil e com o planejamento tributário. Segundo Ferreira *et al.* (2012) o gerenciamento de resultado e a *BTD* são temas recorrentes na academia. Ainda de acordo com esses autores a *BTD* está relacionada com as diferenças existentes entre as normas contábeis (GAAP) e tributárias. É essa também a opinião de Formigoni, Antunes e Paulo (2009) e Tang (2006, p. 6), que afirma “[...] a inconsistência entre a contabilidade financeira e os relatórios fiscais deve ser uma característica do planejamento tributário, pois o objetivo do planejamento tributário é o de reduzir o pagamento de impostos”.

Nota-se que a *BTD* decorre em parte das diferenças entre os objetivos dos reguladores e das diferenças normativas, mas existem outros motivos. O modelo de Tang (2006), por exemplo, assume como pressupostos que as normas contábeis e fiscais apresentam orientações divergentes, gerando diferenças mecânicas entre esses dois elementos, mas também considera que os gestores agem de maneira oportunística, gerenciando resultados. Considerando os conflitos de agência, “a *BTD* pode ser parcialmente explicada por práticas oportunistas das empresas orientadas a gerenciar resultados contábeis” (FERREIRA *et al.*, 2012, p. 489).

O problema, nesse cenário, é medir esse comportamento. Quanto às medidas de detecção da manipulação realizada pelos gestores, Tang (2006) explica que as medidas são controversas quando buscam medir o gerenciamento de resultados contábeis e tributáveis, conjuntamente. No entanto, a *BTD* apresenta-se como uma boa medida tanto para o gerenciamento dos resultados contábeis quanto para medir o gerenciamento tributário. No Brasil, Piqueiras (2010) e Machado e Nakao (2012) também utilizam a *BTD* como uma boa *proxy* para a aferição tanto do gerenciamento de resultados quanto de planejamento tributário.

Outro estudo, o de Formigoni, Antunes e Paulo (2009), analisou a diferença entre o lucro contábil e o lucro tributável e identificou que, para a amostra em estudo, não há relação entre o *BTD* e o gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários. Já Ferreira *et al.* (2012) detectaram que os gestores buscam não apresentar resultados de *BTD* nem variações elevadas deste elemento, mas observaram uma relação entre o gerenciamento e a *BTD*, sendo “que quanto maior o tamanho da firma menor o nível de práticas discricionárias sobre o lucro” (FERREIRA *et al.*, 2012, p. 498).

Segundo Porcano (1997) a capacidade da empresa em gerenciar seus resultados e efetuar planejamento tributário também está relacionada com o seu tamanho, já que quanto maior a empresa mais recursos estão disponíveis para este fim. Comparando empresas maiores e menores, definidas em função do ativo total, Machado e Nakao (2012, p. 109) detectaram que “como as empresas menores tiveram um lucro tributável maior que o lucro contábil, pode-se inferir que o planejamento tributário das mesmas não foi tão eficiente, quando comparado ao das maiores empresas”. Esses estudos mostram, portanto, que o tamanho da empresa é fator determinante nas práticas de gerenciamento contábil e tributário.

De acordo com Formigoni, Antunes e Paulo (2009) existem duas fontes de BTG: as em função de diferenças permanentes e as de diferenças temporárias. Em relação às últimas, podem ser citadas as que ocorrem em função do regime de competência (veja-se o exemplo da definição da vida útil de um determinado imobilizado). Em relação às diferenças permanentes, podem ser mencionadas como exemplos algumas receitas não tributáveis (como os dividendos recebidos e o resultado de equivalência patrimonial), as provisões contábeis não dedutíveis do lucro fiscal e, ainda, o juro sobre capital próprio, este dedutível do lucro fiscal, mas não do lucro contábil.

Nesse contexto, verifica-se que os JSCP, política alternativa de remuneração dos acionistas, criam a possibilidade de gerenciar o resultado tributável da empresa, reduzindo assim as despesas tributárias sobre o lucro, o que, nesse último aspecto, permite também que as empresas gerenciem seus resultados contábeis por meio de uma decisão real. Assim, para a verificação desses aspectos, os procedimentos metodológicos que foram adotados nesta pesquisa são descritos na sequência.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção, serão apresentados os procedimentos adotados nesta pesquisa para que os objetivos pretendidos fossem alcançados. Primeiramente, apresentam-se os detalhes da amostra analisada, depois os processos para obtenção dos dados e, por fim, os modelos operacionais utilizados nas análises.

3.1. CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

A população da pesquisa é formada pelas empresas listadas na BM&FBovespa, excluindo-se as instituições financeiras e de seguros, por estas possuírem particularidades específicas aos segmentos que as diferenciam de outras. Dessas, a amostra inicial foi formada por 6.006 observações empresas-ano. No entanto, para atingir os objetivos dessa pesquisa foi necessário efetuar alguns filtros, mantendo na amostra apenas as empresas que tivesse distribuído juros sobre o capital próprio. Para tal filtro, verificou-se no portal da BM&FBovespa a relação das empresas que distribuíram proventos por meio de JSCP no período de 2006 a 2011. Esta relação consta de 177 empresas (incluindo financeiras e seguradoras). A intersecção das duas bases de dados resultou numa amostra com 1.032 observações empresas-ano.

Considerando que a legislação fiscal impõe limitações para o pagamento de JSCP, foi necessário analisar destacadamente os períodos em que tal pagamento não foi efetuado (mesmo que houvesse a intenção) em função desses limites. Para tal separação, utilizou-se do critério definido por Colombo (2011), como demonstrado abaixo:

Tabela 1 – Critério de elegibilidade para pagamento de JSCP

a) Critério de Elegibilidade	
Variável	Condições
(PL – RR)_{t-1}	> 0
LAJSCP_t	E
	> 0
	OU
(Res_Luc + Luc Acum)_{t-1}	> 0

Fonte: Adaptado de Colombo (2011: 59)

Onde:

PL: Patrimônio Líquido

RR: Reserva de Reavaliação

LAJSCP: Lucro Antes dos JSCP

Res_Luc; Reservas de Lucros

Luc Acum: Lucros Acumulados

Ou seja, para que a empresa pudesse distribuir JSCP seria necessário, segundo a legislação, que o saldo do Patrimônio Líquido diminuído das Reservas de Reavaliação, ambos do exercício anterior, fosse positivo. Além disso, a empresa só poderia pagar JSCP se (a) tiver apurado um resultado positivo (antes dos JSCP) no exercício social vigente; ou (b) se for positivo o saldo de Reservas de Lucros mais Lucros Acumulados (existente até 2008, antes da Lei 11.638/2007), isso, pois a empresa pagará esses juros na razão de 50% do maior entre um dos dois valores. As empresas que não distribuíram JSCP por tais limitações também foram excluídas da análise.

Ademais, optou-se ainda por manter apenas aquelas empresas que, podendo, distribuíram JSCP em pelo menos três períodos. Excluíram-se também as empresas das quais não foi possível encontrar as informações dos JSCP distribuídos, seja por indisponibilidade das demonstrações contábeis ou pela apresentação, na DMPL, dos dividendos e dos juros sobre capital conjuntamente.

Para analisar a influência da Regulação, foi necessário classificar as empresas de acordo com o setor e, assim, foi feita uma estratificação na amostra entre empresas reguladas e não reguladas. Inicialmente, isso foi feito a partir da variável “setor” extraída do Economática. No entanto, para as empresas da amostra classificadas como “outros”, verificou-se individualmente o respectivo setor pelo portal da CVM. Feito o levantamento do setor, verificou-se quais delas participavam de setores regulados por alguma das dez agências reguladoras federais. A tabela 2 demonstra a classificação dos setores bem como a agência reguladora a que estão vinculadas:

Tabela 2 – Setores¹ analisados no estudo

Setor (n = 21)	Agência Reguladora	Observações Empresas-ano	%
Energia Elétrica	ANEEL	60	20%
Água e Esgoto	ANA	18	6%
Telecomunicações	ANATEL	12	4%
Petróleo e Gas	ANP	6	2%
Plano de saúde	ANS	6	2%
Comércio de Medicamentos	ANVISA	6	2%
Tabaco	ANVISA	6	2%
Veículos e peças	Desregulado	36	12%
Siderur & Metalur	Desregulado	30	10%
Comércio	Desregulado	24	8%
Alimentos e Beb	Desregulado	18	6%
Serviços	Desregulado	18	6%
Máquinas Indust	Desregulado	12	4%
Minerais não Met	Desregulado	12	4%
Textil	Desregulado	6	2%
Papel e Celulose	Desregulado	6	2%
Metais sanitários e outros	Desregulado	6	2%
Química	Desregulado	6	2%
Eletroeletrônicos	Desregulado	6	2%
Livrarias	Desregulado	6	2%
Holding	Desregulado	6	2%
TOTAL REGULADO	8	114	37%
TOTAL DESREGULADO	14	192	63%
TOTAL	22	306	100%

Fonte: dados da pesquisa.

Nota-se que o setor com maior número de observações é o de energia elétrica (20%). No estudo de Décourt (2009) o setor elétrico também foi destaque na amostra, o que, segundo o autor, pode ser explicado pelo fato de o mesmo tradicionalmente pagar dividendos elevados, o que pode representar um viés. Como o objetivo desse estudo é também analisar o efeito da regulação, como um todo, no comportamento dos agentes, o dado que mais importa é que, das observações empresa-ano, 192 (em torno de 63%) são relativas aos 14 setores desregulados, enquanto que 114 (37%) se referem a empresas que atuam em 8 setores regulados. Para fins de verificação da influência desses aspectos, as análises descritivas e a apresentação dos resultados foram feitas considerando os extratos acima apresentados.

¹ Alguns nomes dos setores, como “Metalur”, “Gas”, “Veículos” estão com “problemas” em sua grafia em função de tê-los aqui apresentado da forma como retirados da Economatica.

3.2. LEVANTAMENTO DOS DADOS

O presente estudo, de caráter descritivo, buscou analisar as Demonstrações Contábeis publicadas por empresas que negociam na Bolsa de Valores de São Paulo, exceto as instituições financeiras e seguradoras. Os dados dessas demonstrações foram obtidos na base de dados Economatica. Outros dados, não disponíveis nesta base de dados, foram obtidos diretamente do portal CVM e da listagem de segmentos da Bovespa.

Os dados levantados no estudo foram lucro antes do IR; provisão para IR; IR Diferido; Juros sobre Capital Próprio; e Reversão dos Juros sobre Capital Próprio, extraídos da Demonstração do Resultado do Exercício - DRE; Ativo Total; Patrimônio Líquido; Lucros Acumulados; Reservas de Lucros, todos esses obtidos do Balanço Patrimonial; Caixa gerado pelas operações (vindo da DFC); Dividendos Propostos, obtido por meio da soma dos dividendos pagos com os saldos finais de dividendos a pagar diminuída dos saldos iniciais de dividendos a pagar; Juros sobre Capital Próprio propostos (extraído da Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido); Outros benefícios fiscais (extraído das Notas Explicativas e composto por valores como incentivos e subvenções fiscais, benefícios decorrentes de ágio decorrentes de incorporações, entre outros); Prejuízos fiscais (extraído das Notas Explicativas); Prejuízos fiscais utilizados (das Notas Explicativas); Controle acionário (com base nas informações do maior “Principal Acionista com voto” e “Percentual Ações Possuídas”; Governança Corporativa (listagem Bovespa). Além desses dados, foram levantados outros necessários para o cálculo dos *accruals* discricionários, por meio do modelo KS (1995).

Os dados correspondem ao período de 2005 a 2011, no entanto, como uma das variáveis utilizadas no modelo depende de informações do exercício anterior para seu cálculo, o período de análise foi de 2006 a 2011. Esses dados foram tabulados com o auxílio do *software* Microsoft Excel®, para que as análises posteriores pudessem ser realizadas.

3.3. MODELOS DA PESQUISA

Os juros sobre capital próprio (JSCP) são a variável dependente adotada no estudo. Como variáveis explicativas são assumidas, por exemplo, a variação no lucro antes dos juros sobre capital próprio ($\Delta LAJIR$), a BTD, o fluxo de caixa operacional (FCO), os *accruals*

discricionários (AD), entre outras que serão aqui explicadas. As variáveis explicativas foram escolhidas a partir de modelos econométricos utilizados em outros estudos, especialmente o de Tang (2006), que utilizou a BTB como proxy para o gerenciamento do resultado contábil e tributário, e as variáveis prejuízos fiscais (NOL, sigla inglês para *Net Operating Loss*) e prejuízos fiscais utilizados (TLU - *Tax Loss Utilized*), estas que explicam a diferença normal entre o lucro contábil e tributário. A justificativa teórica para as variáveis explicativas são apresentadas ao longo deste estudo.

Por exemplo, quanto à relação com os fluxos de caixa operacionais gerados e com o lucro contábil, Décourt (2009) demonstra que a maioria dos respondentes afirmou que o lucro líquido (90,1%) e a geração de caixa (83,04%) são os principais fatores decisivos para determinar a distribuição de lucros. “Os gestores tendem a aumentar os dividendos regulares somente quando esperam fluxos de caixa suficientes para pagar dividendos e honrar as necessidades financeiras da firma” (SMART; MEGGINSON; GITMAN, 2004 apud COLOMBO, 2011, p. 23).

Uma das variáveis, os *accruals* discricionários foram medidos pelo modelo KS (1995), que segundo Martinez (2008) é o modelo que melhor se adapta à realidade brasileira. Tal modelo é baseado na ideia de que existe, em função da obediência ao regime contábil de competência, uma diferença entre o resultado contábil e o fluxo de caixa gerado pelas organizações, tratada pela literatura acadêmica como *accruals* totais. Segundo Paulo (2007) a abordagem mais utilizada nos estudos para a verificação dos *accruals* totais (TA) tem por base os valores constantes no Balanço Patrimonial.

Os AT, no entanto, são formados por uma parte discricionária e outra não discricionária. Nesse sentido, diversos modelos (JONES, 1991; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995; KANG; SIVARAMAKRISHNAN, 1995) se propõem a encontrar tais valores. O modelo KS (1995), que se baseia nos valores constantes no Balanço Patrimonial, utilizado nesta pesquisa, parte da equação 1:

$$AT_{it} = \text{Accruals Totais} = (\text{CGL} - \text{Depreciação e Amortização}_t)$$

(1)

Onde:

AT = *Accruals* Totais

CGL = Capital de Giro Líquido excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisão de Impostos a Pagar

A partir dessa equação, como demonstrado por Paulo (2007), encontram-se os *accruals* totais. Para encontrar os *accruals* discricionários, utiliza-se o modelo definido na equação 2:

$$AT_{it} = \varphi_0 + \varphi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \varphi_2 [\delta_2 Desp_{it}] + \varphi_3 [\delta_3 At.Imob_{it}] + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde:

Rec_{it} = Receita Líquida (excluindo tributação)

Desp_{it} = Custos e Despesas Operacionais antes da Depreciação & Amortização

At.Imob_{it}: Ativo Imobilizado e Ativo Diferido (mais os Intangíveis, a partir do exercício de 2008)

$$\delta_1 = C.Receb_{i,t-1} / Rec_{i,t-1}$$

$$\delta_2 = (\Delta CG - C.Receb_{it}) / Desp_{i,t-1}$$

$$\delta_3 = DEPREC_{i,t-1} / A.Imob_{i,t-1}$$

C.Receb_{i,t-1} = Contas a Receber no período t-1

DEPREC_{i,t-1} = Despesas de Depreciação no período t-1

ε_{it} = termo erro

Rec_{it}, Desp_{it}, At.Imob_{it}, essas variáveis são escaladas em termos de ativos totais.

O modelo KS (1995) parte do pressuposto que os *accruals* totais decorrem das diferenças entre o momento de ocorrência das receitas (despesas) e da transformação destas em entradas (saídas) de caixa, em função da obediência ao regime de competência. Estes seriam os *accruals* totais. O que interessa, para fins acadêmicos, é detectar a parcela discricionária dos *accruals*, que são medidos nesse modelo pelo erro da regressão. Assim, da diferença entre os *accruals* totais e os não-discricionários, medido pelo modelo, encontra-se os *accruals* discricionários empresa a empresa, conforme equação 3.

$$AD_{it} = AT_{it} - \{ \varphi_0 + \varphi_1 [\delta_1 \text{Rec}_{it}] + \varphi_2 [\delta_2 \text{Desp}_{it}] + \varphi_3 [\delta_3 \text{At.Imob}_{it}] \}$$

Esse AD_{it} também resultará em outra **variável explicativa** (*SMOOTHERS*) do estudo, já que se espera que as empresas que gerenciam resultados são mais propensas a distribuir JSCP, enquanto ocorre o inverso para as que não gerenciam.

Outra variável previsoras utilizada é a de outros benefícios fiscais. Segundo BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI (2012), como o principal benefício dos juros de capital próprio é o fiscal, quanto mais expressivo for o valor de outros benefícios menos atrativos serão os juros sobre capital. Confirmando essa ideia, um dos achados da pesquisa de Tang (2006) é que as empresas que possuem alguma isenção fiscal são menos propensas a realizar práticas que evitem a tributação. Assim, será necessário também considerar os valores destas rubricas.

O estudo de Tang (2006, p. 18) aponta que “os coeficientes estimados para NOL (negativo) e TLU (positivo) são consistentes com a previsão de que o prejuízo fiscal reduz BTB e os prejuízos fiscais utilizados aumentam BTB”. Isso significa que as empresas que apuram prejuízos fiscais em determinado período terão uma diferença menor entre o resultado contábil e o fiscal. E, no ano em que utilizam os prejuízos fiscais de períodos anteriores para reduzir o lucro tributável, a diferença entre os resultados contábil e fiscal aumenta. O estudo de Piqueiras (2010) também considera a influência de tais variáveis sobre a BTB.

A inclusão das variáveis de estrutura de propriedade justifica-se por que a decisão da remuneração dos juros sobre capital próprio pode ser influenciada pela figura daquele que receberá a remuneração, pois esta implicará num ônus tributário diferente para ele em relação, por exemplo, aos dividendos. Ou seja, se um controlador pessoa física quiser reduzir o seu ônus tributário, de forma oportunística, ele vai preferir receber dividendos aos JSCP. Corroborando com essa ideia, Kamin e Ronen (1978) informam que a literatura sugere que o grau de controle gerencial, o controle por gestores e o controle pelo proprietário, tem implicações diferentes quanto à suavização dos resultados.

A variável tamanho foi incluída, pois espera-se que empresas maiores tem acesso mais facilitado ao capital de terceiros, como o de bancos e outros credores, portanto tendem a se preocupar menos com a satisfação do investidor, mediante remuneração aos mesmos. Assim, quanto maior a empresa, menor a tendência de pagamento de JSCP.

Para analisar o efeito regulação, foi atribuída uma variável DUMMY (0, para o setor desregulado; 1, para o regulado). Para controle dos níveis de Governança Corporativa adotou-se a “0”, para nenhum nível de governança; “1”, para Nível I; “2” para o Nível II; e “3” para o Novo Mercado. Dito isso, são apresentados na sequência os modelos dessa pesquisa.

3.3.1. Modelo para análise dos JSCP e a suavização de resultados

Para analisar a segunda hipótese, de relação entre os juros sobre capital próprio e os resultados contábeis (ou, dito de outra forma, para gerenciá-los com intuito de suavizá-los), o modelo proposto é o que segue.

$$\text{JSCP}_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{LAJIR}_t + \beta_2 \text{BTD}_t + \beta_3 \text{PayoutDIV}_t + \beta_4 \text{FCO}_t + \beta_5 \text{PL}_t + \beta_6 \text{SIZE}_t + \sigma_1 \text{REG}_t + \sigma_2 \text{GC}_t + \sigma_3 \text{PROPR}_t + \sigma_4 \text{SMOOTHER}_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

Onde:

JSCP_t = representa o total dos JSCP distribuídos no período “t”;

ΔLAJIR_t = representa a variação no lucro antes dos JSCP no período “t” em relação ao período “t – 1”;

BTD_t = representa a diferença entre o lucro tributável e o lucro contábil no período “t”;

PayoutDIV_t = representa o índice de pagamento de dividendos (dividendos pagos dividido pelo lucro antes dos JSCP) no período “t”;

FCO_t = representa o fluxo de caixa operacional gerado no período “t”;

PL_t = representa o valor do Patrimônio Líquido no período “t”;

SIZE_t = tamanho, medido em função do ativo total

REG_t = é o indicador de regulação no setor

GC_t = é o nível de Governança Corporativa

PROPR_t = variável da estrutura de propriedade

SMOOTHER_t = variável que categoriza as empresas que suavizam, ou não, os resultados contábeis

ε_t = é o termo de erro

Para corroborar a hipótese de suavização de resultados, quanto a variável principal de análise (ΔLAJIR_t) se espera, num comportamento oportunístico de suavização de resultados, um sinal positivo, ou seja, que os JSCP aumentem (diminuem) à medida que a variação no LAJIR seja negativa (positiva). A lógica é a de que os gestores, cientes de uma variação negativa dos lucros, optariam por distribuir JSCP (diminuindo os dispêndios com tributos). Essa

diminuição nos tributos representa lucros maiores (do que aquele obtido sem o benefício fiscal dos JSCP) que contribuíram para a redução (ou eliminação) da variação negativa do LAJIR. Agindo assim, portanto, os gestores estariam agindo de maneira oportuna para suavizar os resultados ao longo dos anos.

Em relação à variável BTDT, espera-se um sinal positivo. Ou seja, quanto maior a diferença entre o lucro contábil e o tributário, maior será o espaço (já que os juros são calculados sobre o PL, mas tem o limite de dedutibilidade em função do lucro contábil) para os gestores pagarem JSCP, motivados pela redução da variabilidade dos ganhos. Positivo também é o sinal esperado para PL, FCO e SIZE, pois o cálculo do JSCP é com base no valor do PL, bem como o aumento do pagamento depende da disponibilidade de caixa e, de acordo com Ferreira Jr. (2010), quanto maior a empresa maior a disponibilidade de recursos para pagar juros. Além disso, se o nível de pagamento de dividendos (PayoutDIV) aumenta também haverá uma tendência de aumento dos JSCP.

O quadro 2 apresenta os sinais que representam as relações esperadas entre a variável dependente e as independentes:

Quadro 2 – Relações entre JSCP e as variáveis previsoras, na suavização de resultados

Variável	Sinal esperado
$\Delta LAJIR_t$	-
BTDT	+
PayoutDIV _t	+
FCO _t	+
PL _t	+
SIZE _t	+
REG	Variável de Controle
GC	Variável de Controle
PROPR	Variável de Controle
SMOOTHER	Variável de Controle

Fonte: elaborado pelo autor.

3.3.2. Modelo para análise dos JSCP e a gestão tributária

Para verificar a hipótese de que os gestores distribuem juros sobre capital próprio com o objetivo de reduzir os encargos tributários, o modelo proposto tem como variável dependente os JSCP. A BTDT, definida como a diferença entre o lucro contábil (LAJIR) e o lucro fiscal, é uma das variáveis explicativas. Já o lucro fiscal foi obtido a partir da seguinte fórmula:

$$\text{Lucro tributável} = [\text{Despesa de IR} - \text{IR diferido}] / 0,25$$

Vale dizer que, diferente do adotado por Machado e Nakao (2012), esta pesquisa considerou 0,25 (eles utilizaram 0,34) como o divisor dessa equação, já que a alíquota do IRPJ (já considerando o adicional do imposto) é de 25%, conforme prevê a legislação fiscal (Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, art. 3º, *caput* e art. 1º). O valor 0,34 estará corretamente aplicado se for considerada também a despesa com a contribuição social (9%), o que não fica claro naquele estudo.

Tendo os JSCP como variável resultado o modelo é o que segue:

$$\text{JSCP}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{LT}_t + \beta_2 \text{BTD}_t + \beta_3 \text{PayoutDIV}_t + \beta_4 \text{FCO}_t + \beta_5 \text{PL}_t + \beta_6 \text{OBF}_t + \beta_7 \text{NOL}_t + \beta_8 \text{TLU}_t + \beta_9 \text{SIZE}_t + \sigma_1 \text{REG}_t + \sigma_2 \text{GC}_t + \sigma_3 \text{PROPR}_t + \sigma_4 \text{SMOOTHER}_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

Onde:

JSCP_t = representa o total dos JSCP distribuídos no período “t”;

LT_t = representa o lucro tributável no período “t”;

BTD_t = representa a diferença entre o lucro tributável e o lucro contábil no período “t”;

PayoutDIV_t = representa o índice de pagamento de dividendos (dividendos pagos dividido pelo lucro antes dos JSCP) no período “t”;

FCO_t = representa o fluxo de caixa operacional no período “t”;

PL_t = representa o valor do Patrimônio Líquido no período “t”

OBF_t = outros benefícios fiscais obtidos pela empresa no período “t”;

NOL_t = prejuízos fiscais apurados pela empresa no período “t”

TLU_t = prejuízos fiscais utilizados pela empresa no período “t”

SIZE_t = tamanho, medido em função \log_{10} do ativo total

REG_t = é o indicador de regulação no setor

GC_t = é o nível de Governança Corporativa

PROPR_t = variável da estrutura de propriedade

SMOOTHER_t = variável que categoriza as empresas que suavizam, ou não, os resultados contábeis

ε_t = é o termo de erro

De maneira geral, os sinais esperados são os mesmos descritos na seção anterior. Quanto ao LT, o sinal positivo é sinal de gerenciamento do lucro fiscal, pois quando ele aumenta, nesta perspectiva, o gestor também aumentaria os JSCP. O quadro 3 apresenta o sinal das relações esperadas para a constatação do gerenciamento tributário.

Quadro 3 – Relações entre JSCP e as variáveis previsoras, na perspectiva de gestão tributária

Variável	Sinal esperado
LTt	+
BDt	+
PayoutDIVt	+
FCOt	+
PLt	+
OBft	-
NOLt	-
TLUt	-
SIZEt	+
REG	Variável de Controle
GC	Variável de Controle
PROPR	Variável de Controle
SMOOTHER	Variável de Controle

Fonte: elaborado pelo autor.

Alguns estudos incluem outras variáveis, por exemplo, a “Instabilidade das Receitas”. De acordo Ferreira Jr. *et al.* (2010, p. 195), citando Aivazian *et al.* (2003), o raciocínio no qual se baseiam os modelos de sinalização é que firmas com alta irregularidade nos ganhos tenderão a comprometer-se menos quanto ao pagamento de dividendos, devido ao risco de evasão de caixa, caso as receitas esperadas não venham a ocorrer.

A variável “oportunidades de crescimento” também influencia a decisão de remunerar, ou não, aos acionistas, já que “firmas com boas oportunidades de crescimento tenderão a pagar menos dividendos, e firmas maiores tenderão a pagar maiores dividendos” (FERREIRA JR. *et al.*, 2010, p. 200). Ao que parece essas variáveis servem para justificar o não pagamento de dividendos. Por exemplo, se a receita é instável, não se paga dividendos. Se existem boas oportunidades de crescimento, paga-se menos dividendos. Desta forma, nesse estudo são desnecessárias essas variáveis de controle (“porque não pagou dividendos?”), pois na amostra só existem empresas que optaram por efetuar o pagamento de JSCP.

Com a validação dos modelos, destaca-se que foram realizadas análises descritivas, análise de correlação e regressão linear múltipla, para dados longitudinais (dados em painel) por meio de Equação de Estimativas Generalizadas (*GEE – Generalized Estimating Equation*), isso tudo com o apoio dos softwares estatísticos *SPSS 15®*, como será descrito.

4 ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS

4.1 ANÁLISES DESCRITIVAS

Como já dito, a amostra final deste estudo foi composta por 306 observações, referente a 51 empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BM&Fbovespa. Considerando que, conforme listagem da Bovespa, no período de 2006 a 2011, 177 empresas pagaram Juros sobre Capital Próprio, a amostra analisada representa, portanto, 28,8% das empresas que utilizaram dessa política. No entanto, para fins de validação do modelo KS (1995) de detecção dos *accruals* discricionários, algumas empresas foram excluídas da amostra, o que resultou numa amostra final de 294 observações (49 empresas). A seguir, serão apresentadas mais algumas informações descritivas, considerando os estratos da amostra.

Tabela 3 – Amostra por categorias

	Categoria	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Regulação	Desregulada	186	63,3	63,3	63,3
	Regulada	108	36,7	36,7	100,0
	Total	294	100,0	100,0	
Governança Corporativa	Tradicional	139	47,3	47,3	47,3
	Nível 1	18	6,1	6,1	53,4
	Nível 2	30	10,2	10,2	63,6
	Novo Mercado	107	36,4	36,4	100,0
	Total	294	100,0	100,0	
Propriedade	Controle difuso	290	98,6	98,6	98,6
	Controle pelo 1º acionista	4	1,4	1,4	1,4
	Total	294	100,0	100,0	

Fonte: dados da pesquisa.

Verifica-se que em torno de 63% da amostra é formada por empresas que atuam em setores desregulados (aliás, como já havia sido apresentado na seção 3.1 desse trabalho). Em relação

ao nível de Governança Corporativa, 47,3%, quase metade, são empresas consideradas como tradicionais (ou seja, não apresentam práticas de governança que as classifique entre os “bons” níveis da listagem Bovespa), enquanto que a outra parte das empresas está dividida no Nível 1 (6,1%), Nível 2 (10,2%) e Novo Mercado (36,4%), de boas práticas de GC.

Quanto à estrutura de propriedade, esta pesquisa levantou, nas empresas da amostra, quais delas tinham a concentração do controle sobre o principal entre os acionistas (o primeiro maior deles). Tal metodologia resultou na divisão da amostra entre empresas que apresentam controle difuso (98,6%) e a concentração do controle no maior acionista (1,4%). Dada a distribuição extremamente desigual da amostra, optou-se por não fazer análises comparando esses estratos. Pesquisas futuras podem cuidar disso, optando por analisar a concentração acionária até o 5º maior acionista, por exemplo, ou ainda buscando meios mais eficazes para a identificação da estrutura de controle.

Feita a apresentação de tais categorias da amostra, segue as análises preliminares quanto ao perfil de remuneração por meio dos JSCP, da amostra em geral e por categorias. No período analisado, em 60 ocasiões (exercícios-sociais), 20% das observações, os valores dos juros sobre capital pagos foram superiores ao limite dedutível, previsto pela legislação fiscal. Tal fato aponta para a adoção de uma política de remuneração que, ao contrário do que se observa (quando utilizada na medida certa), está destruindo valor. Ou seja, a opção pelos JSCP diante dos dividendos (que não é tributado na pessoa que o recebe) só é vantajosa até o limite de sua dedutibilidade. Acima disso a empresa não se beneficia e, do outro lado, a pessoa que recebe os juros sobre capital está sendo onerada com o respectivo imposto retido na fonte.

Apesar de o número 60 representar 20% (60/294) do número de observações da amostra, analisando pela quantidade de empresas, verifica-se que 33 delas extrapolaram o limite de dedutibilidade fiscal (o que representa, aproximadamente, 67% das organizações estudadas, o que requer maior preocupação!). Em termos monetários, a superação do limite dos JSCP é de 1,26 bilhões de reais, que considerando a alíquota do imposto retido na fonte (15%) pode representar uma perda tributária para os acionistas em torno de 190 milhões de reais.

Uma das oportunidades das organizações de reduzir os dispêndios com tributos é a remuneração pelos juros sobre capital. Dessa forma, é preciso que os gestores dessas empresas analisem os motivos pelos quais eles foram pagos em volume superior ao que poderia ter sido utilizado como benefício, visto que os impostos sobre o lucro representam

parcela significativa da carga tributária das empresas. Na amostra deste estudo, o imposto de renda sobre o lucro, diminuído do IR diferido, representou 22,27% do LAIR e 8,75% da receita líquida, o que denota a importância das políticas que gerenciam esse tipo de tributo.

Analisando previamente, conforme a tabela 4, verifica-se que não há variações significativas no fluxo de pagamento de juros sobre capital ao longo dos períodos, no entanto, há um decréscimo nos últimos anos nos valores dos JSCP (variou de 2,0% a 1,5% dos ativos totais). Nota-se uma aparente relação positiva entre os JSCP, o Lucro Tributável (o que seria indício de gestão tributária) e com o Patrimônio Líquido (o que se justifica, já que os JSCP são calculados sobre esse elemento).

Tabela 4 – Fluxos de JSCP pagos

ANO		N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2006	JSCPt	51	0,000000	0,122650	0,0206279	0,020477630
	LTt	51	-0,019701	0,483804	0,1116198	0,100129724
	PLt	51	0,076796	0,920128	0,4413893	0,177149117
2007	JSCPt	51	0,000923	0,089506	0,0219820	0,013916641
	LTt	51	0,003785	0,515002	0,1300073	0,110544756
	PLt	51	0,057306	0,885413	0,4424712	0,177376143
2008	JSCPt	51	0,000000	0,041457	0,0195585	0,010489180
	LTt	51	0,002258	0,492088	0,1308412	0,116179975
	PLt	51	0,044641	0,851703	0,4037037	0,171752614
2009	JSCPt	51	0,000000	0,172062	0,0179409	0,023752907
	LTt	51	0,000000	0,688874	0,1119342	0,119777271
	PLt	51	0,056330	0,884754	0,4185453	0,178695028
2010	JSCPt	51	0,000000	0,035809	0,0159502	0,009332110
	LTt	51	0,000000	0,506827	0,1099583	0,108715174
	PLt	51	0,056608	0,863961	0,4358454	0,173008725
2011	JSCPt	51	0,000000	0,040740	0,0152186	0,010556809
	LTt	51	0,000000	0,604372	0,0959635	0,120479192
	PLt	51	0,044436	0,862455	0,4151598	0,178167611

Fonte: dados da pesquisa.

Também foi analisada a evolução dos JSCP pagos de acordo com os estratos propostos nessa pesquisa. Em relação ao efeito regulação no comportamento das empresas, conforme tabela 5,

verifica-se que, em média, as empresas participantes de setores regulados pagaram menos JSCP do que as não reguladas, até o exercício de 2008. A partir de 2009, no entanto, o cenário se inverte e os valores médios de juros sobre capital pagos pelas empresas desreguladas decrescem significativamente. Este fato pode indicar um efeito das alterações na legislação societária sobre o comportamento da empresa.

Tabela 5 – Fluxos de JSCP pagos – por nível de Regulação Econômica

ANO			Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2006	JSCPt	Desregulada	0,000000	0,122650	0,024935	0,023236
		Regulada	0,000000	0,042984	0,013532	0,013480
2007	JSCPt	Desregulada	0,000923	0,089506	0,022572	0,016572
		Regulada	0,008985	0,040037	0,020394	0,008205
2008	JSCPt	Desregulada	0,000000	0,041457	0,018585	0,011347
		Regulada	0,006740	0,041437	0,019712	0,008455
2009	JSCPt	Desregulada	0,000000	0,027872	0,014031	0,008514
		Regulada	0,000000	0,032388	0,016613	0,009984
2010	JSCPt	Desregulada	0,001103	0,033834	0,014742	0,008584
		Regulada	0,000000	0,035809	0,017337	0,107330
2011	JSCPt	Desregulada	0,000000	0,034136	0,013197	0,010308
		Regulada	0,000000	0,040740	0,018075	0,010902

Fonte: dados da pesquisa.

Analisando a influência da governança corporativa nos JSCP, em cinco dos períodos analisados (só não em 2009), identificou-se que a média dos juros pagos aumenta à medida que as práticas de governança melhoram (considerando como “melhora” a mudança do nível de GC de “tradicional” para “novo mercado”).

Considerando o exposto na tabela 6, verifica-se que nas empresas tradicionais a distribuição média de juros sobre capital se manteve em patamares similares após o processo de harmonização contábil, o que não ocorreu nas empresas que adotam práticas de acordo com um dos níveis “adequados” de governança corporativa.

Tabela 6 – Fluxos de JSCP pagos – por nível de Governança Corporativa

ANO		Nível de GC	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2006	JSCPt	Tradicional	0,000000	0,042985	0,013021	0,012665
		Nível 1	0,017077	0,033631	0,025470	0,008279
		Nível 2	0,000000	0,047727	0,028589	0,018436
		Novo Mercado	0,000000	0,122650	0,028514	0,028229
2007	JSCPt	Tradicional	0,000923	0,033924	0,016618	0,010340
		Nível 1	0,016868	0,028122	0,022841	0,005659
		Nível 2	0,022497	0,035469	0,028078	0,005588
		Novo Mercado	0,012339	0,089506	0,026427	0,018301
2008	JSCPt	Tradicional	0,000000	0,030812	0,015014	0,010381
		Nível 1	0,015301	0,026061	0,021597	0,005609
		Nível 2	0,017329	0,029301	0,023668	0,005468
		Novo Mercado	0,006811	0,041457	0,022361	0,010408
2009	JSCPt	Tradicional	0,000000	0,029568	0,014371	0,009433
		Nível 1	0,011136	0,024567	0,017656	0,006724
		Nível 2	0,000000	0,019599	0,012848	0,007630
		Novo Mercado	0,000000	0,032388	0,015903	0,009691
2010	JSCPt	Tradicional	0,000000	0,030639	0,013172	0,010111
		Nível 1	0,008279	0,021803	0,014409	0,006850
		Nível 2	0,011732	0,028226	0,017606	0,006780
		Novo Mercado	0,007296	0,035809	0,018603	0,009064
2011	JSCPt	Tradicional	0,000000	0,029881	0,011976	0,010774
		Nível 1	0,010640	0,014882	0,012350	0,002237
		Nível 2	0,000000	0,032179	0,013718	0,013883
		Novo Mercado	0,006228	0,040740	0,019632	0,009453

Fonte: dados da pesquisa.

Assim como será feito quanto à regulação, serão analisadas as possíveis diferenças entre o comportamento das diferentes categorias em relação à política de remuneração por meio dos juros sobre capital próprio. Além disso, as influências da harmonização nessas diferentes categorias também serão consideradas neste estudo.

4.2 GERENCIAMENTO DO RESULTADO CONTÁBIL

Feita a apresentação detalhada da amostra, será verificado nesta e na seção seguinte (4.3), respectivamente, se os gestores promovem o gerenciamento do resultado contábil e do

resultado tributário. Nesta seção, a prática de *income smoothing*, por meio de escolhas contábeis, será testada (subseção 4.2.1) assim como (na subseção 4.2.2) a suavização de resultados por meio dos JSCP (na subseção 4.2.2).

4.2.1 Gerenciamento por escolhas contábeis

O gerenciamento por meio de escolhas discricionárias é aquele promovido em função da existência de subjetividade em certas práticas contábeis. Baseado nisso, o resultado de uma empresa pode variar, aumentando ou diminuindo, a depender dos interesses dos agentes quanto a este resultado. Para verificação desse aspecto, os testes foram feitos por meio do modelo *KS* (1995), que se baseia nos *accruals* contábeis.

Para utilizar este modelo de regressão linear múltipla, os pressupostos estatísticos, previstos por Field (2009) e Hair *et al.* (2009), por exemplo, são essenciais. No entanto, quando são utilizados Modelos Lineares Generalizados (*Generalized Linear Models - GLM*), considerando a análise longitudinal, esses pressupostos perdem relevância, sendo utilizados outros procedimentos de validação das estatísticas.

Vale dizer que a amostra é composta por dados longitudinais de diversos indivíduos. Segundo Santana (2004) a principal vantagem dos estudos longitudinais é, justamente, considerar as mudanças ocorridas ao longo do tempo. Para tal procedimento, a regressão foi executada por meio da *Equação de Estimativas Generalizadas (GEE)*, um dos modelos *GLM*.

Vale dizer que os procedimentos de *GLMs* que utilizam o método da Quase Verossimilhança requerem poucas suposições sobre a forma da distribuição da variável dependente (SANTANA, 2004), o que abona, mais uma vez, a negligência com a normalidade da amostra. Esta também é uma vantagem do método *GEE*, utilizado nesse estudo.

Os testes com esse ferramental compreenderam a utilização das variáveis originais, num pressuposto de distribuição normal, bem como a transformação dessas variáveis por meio de radiciação e transformação logarítmica, além do estabelecimento de diferentes estruturas da matriz de correlação. O que determina o melhor modelo estatístico é o valor do *QICC* – *Corrected Quase Likelihood under Independence Model Criterion* (Critério de independência da Quase Verossimilhança ajustado). Quanto menor o *QICC*, melhor o ajuste do modelo.

No geral, esses valores com a estrutura da matriz de correlação de trabalho estabelecida como “independente” apresentaram melhor estatística. Analisando a distribuição normal com as variáveis originais, com estas variáveis transformadas por radiciação e com a transformação logarítmica, os *QICC* são bastantes semelhantes. Assim, optou-se por utilizar os estimadores da regressão a partir das variáveis originais.

Também foram analisados os histogramas dos valores preditos pelos modelos *GEE*, bem como a relação de linearidade entre o valor esperado e o observado da variável dependente. Os resultados desses testes confirmam que, do ponto de vista estatístico, as variáveis originais podem ser utilizadas para a estimação dos *accruals* discricionários.

Realizados os testes de validação com considerável êxito, analisaram-se também as correlações entre as variáveis. O quadro 4 demonstra que a forte correlação entre a variação dependente *accruals* totais (AT) e as variáveis explicativas FI₁ e FI₃, mas não há em relação à FI₂.

Quadro 4 – Correlação entre variáveis do Modelo KS (1995) para a amostra

		AT	FI1	FI2	FI3
AT	Pearson Correlation	1	,318**	,086	-,237**
	Sig. (2-tailed)		,000	,138	,000
	N	304	304	297	304
FI1	Pearson Correlation	,318**	1	-,576**	-,015
	Sig. (2-tailed)	,000		,000	,796
	N	304	306	299	306
FI2	Pearson Correlation	,086	-,576**	1	-,044
	Sig. (2-tailed)	,138	,000		,452
	N	297	299	299	299
FI3	Pearson Correlation	-,237**	-,015	-,044	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,796	,452	
	N	304	306	299	306

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Fonte: dados da pesquisa.

Como já explicado, a justificativa teórica para o modelo motivou a sua utilização, sem excluir esta variável que apresentou correlação sem significância estatística. Com as empresas definidas como os indivíduos estudados e a análise em função do tempo, a variável resposta e as explicativas (definidas na equação 03, na seção 3.3) foram incluídas no modelo, admitindo-se uma distribuição normal para o mesmo. O método de estimação foi o de máxima verossimilhança (considerando que a “quase-verossimilhança” é admitida). Os *accruals*

discricionários (*AD*), como prevê o modelo *KS* (1995), foram encontrados a partir do termo erro (*Pearson residual*) do modelo da regressão. Esse *AD* foi a *proxies* utilizada para detectar as empresas que praticavam a suavização de resultados (*income smoothing*).

Analisando a tabela 7, verifica-se que as empresas com variação nos lucros entre 0% e 1,0% apresentaram uma média positiva (0,0409) nos *accruals* discricionários. As empresas que tiveram variação nos resultados entre -1,0% e 0% apresentaram *accruals* discricionários médios de -0,0350.

Tabela 7 – Níveis de AD de acordo com a variação nos lucros

	-1,0% <= ΔLAJIR/AT < 0	0 <= ΔLAJIR/AT < 1,0%
A.D. Positiva	47,06%	56,82%
A.D. Negativa	52,94%	43,18%
Média geral	-0,0350	0,0409
Média A.D. Positiva	0,1381	0,2067
Média A.D. Negativa	-0,1889	-0,1773

Fonte: Elaborada a partir de dados desta pesquisa

Quanto às empresas do intervalo 0% a 1,0%, conforme verifica Martinez (2008), há indícios de que elas não queiram reportar reduções no lucro, pelo contrário, desejam manter lucros suavizados, mas numa crescente (o que justifica a variação média positiva dos *accruals*). Com base nisso, é possível dizer que essas empresas suavizam resultados. Assim também, empresas que tiverem variação do lucro entre -1,0% e 0%, portanto, redução do lucro em relação ao período anterior, apresentaram em sua maioria (52,94%) *accruals* discricionários negativos, ou seja, os diminuem para elevar os níveis do lucro ao patamar do período anterior.

A média positiva nessas empresas que tiveram variação negativa (entre -1,0% e 0%) dos lucros pode justificar outras hipóteses de gerenciamento de resultados, que não a de suavização. Por exemplo, as empresas podem optar, em tendo decréscimos no lucro, por elevar, discricionariamente, esta redução no período corrente para reportar lucros maiores no futuro. No entanto, este estudo preocupou-se em analisar apenas o gerenciamento com o intuito de suavizar resultados.

A análise dos *accruals* discricionários positivos e negativos permite algumas inferências. Nas empresas que possuem variação negativa dos resultados, 52,94% (com *accruals*

discricionários médios de -0,1889) agem no sentido de diminuir esse efeito negativo, suavizando resultados. Enquanto que 47,06% (*accruals* discricionários, em média, de 0,1381) tentam reduzir ainda mais os resultados. Das empresas com variação positiva nos resultados, 56,82% ($AD = 0,2067$) busca suavizá-los para baixo, elevando os *accruals*, já a outra parte delas ($AD = -0,1773$) apresenta um comportamento de suavização para cima dos resultados.

Vale ressaltar que embora este estudo também tenha analisado a suavização dos resultados mediante *accruals* discricionários, este não é seu objetivo principal. Aliás, nem mesmo é o objetivo principal dos próprios *AD*, neste estudo, já que o mesmo foi calculado para servir de variável explicativa das análises principais que seguem. Portanto, as empresas que apresentam comportamento condizente com a hipótese de suavização (conforme destacado na tabela 7), foram definidas como *smoothers*, enquanto as demais foram tratadas como *non-smoothers*.

4.2.2 Gerenciamento por atividades reais

Como visto na fundamentação teórica deste trabalho, uma das práticas de gerenciamento dos resultados contábeis é a que utiliza de ações que efetivamente modificam o “desempenho” das organizações. Tais práticas são conhecidas na academia como “gerenciamento por atividades reais” ou ainda “gerenciamento mediante decisões operacionais”.

A política de remuneração dos acionistas que utiliza os juros sobre capital próprio pode ser assim classificada, se for considerado que as empresas podem optar por reconhecer esses juros como despesa financeira e (em não as revertendo, como prevê a legislação societária) estaria diminuindo o lucro contábil. Quanto a esse aspecto, os dados analisados neste estudo mostram que todas as empresas que reconheceram os JSCP como despesa fizeram, corretamente, a devida reversão da mesma, antes da publicação da DRE.

Além disso, a (não) escolha por tal política de remuneração pode reduzir (aumentar) os dispêndios tributários, logo, aumentando (reduzindo) os resultados contábeis. Para fins de comparação, analisem-se as despesas com depreciação. Segundo Kamin e Ronen (1978), despesas como a depreciação estão sujeitas a certa discricionariedade por parte do gestor e, assim, são utilizadas para suavizar resultados. Nos levantamentos prévios, verificou-se que o montante da depreciação e amortização reconhecido como despesa pelas empresas da amostra equivale, em média, a 33,8% do lucro antes do imposto de renda (LAIR). O espaço para

manipulação estaria, portanto, abaixo deste Percentual, já que “nem toda accrual é evidência de prática de manipulação das informações contábeis, e que o que se avalia é a utilização anormal do montante de acumulações” (PAULO; MARTINS; CORRAR, 2007, p. 48). Considerando isso, como parte desses valores (talvez a maior) não seja discricionária, o espaço para manipulação é algo (bem) inferior a esses 33,8%.

Quanto aos juros sobre capital próprio, o montante pago pelas empresas da mesma amostra equivale a 13,6% do LAIR. Considerando a possibilidade de redução (aumento) dos dispêndios com tributos com o (não) pagamento dos JSCP, o impacto no resultado contábil estaria limitado a 34% (alíquota dos tributos sobre o lucro) do montante pago. Ou seja, o quanto tais juros poderiam reduzir (ou não) o valor do imposto de renda e da contribuição social devido seria a medida da alteração no resultado.

Considerando essa alíquota total prevista para esses tributos, a possibilidade de redução (aumento) seria de 4,6% ($34\% \times 13,6\%$) no resultado contábil das empresas analisadas. Há que se dizer que Porcano (1997) mostra que alterações fiscais de maior magnitude tem relação estatisticamente significativa com o nível gerenciamento de resultados. Nesse sentido, verifica-se que os juros sobre capital pagos pelas empresas aqui analisadas permitiria a manipulação dos resultados contábeis, por meio de uma decisão real, em 4,6% do lucro antes do imposto de renda. Nesta seção, um modelo (equação 04) com variáveis fundamentadas teoricamente por outros estudos, busca detectar indícios de tal comportamento.

Para a utilização desse modelo, sabendo que com os Modelos Linearidades Generalizados seja reduzida a importância dos pressupostos da distribuição de frequências, foram realizados os mesmos procedimentos, explicitados na seção anterior, para a validação estatística do modelo *GEE*. Com as diferentes estruturas da matriz de correlação de trabalho e com a consideração das possíveis transformações das variáveis o *QICC* resultante foi idêntico (exceto para a não-estruturada, que apresentou erros de estimação). Assim, como aconteceu na seção anterior, optou-se por trabalhar com as variáveis originais e a matriz de estruturas independentes.

Após os testes de validação do modelo foi detectado, pelo teste de Wald, que algumas variáveis não apresentavam significância estatística. Assim, foi feita a análise de correlação entre a variável dependente e todas as variáveis explicativas para detectar a influência das mesmas no modelo. Tal análise, conforme verificado no quadro 5, aponta que não há correlação estatisticamente significativa entre os juros sobre capital pagos ($JSCP_t$) e as

variáveis dependentes *PayoutDIV* e *SIZE*, *proxies* para nível de pagamento de dividendos e tamanho da firma, respectivamente.

Quadro 5 – Matriz de correlação de gerenciamento por atividades reais

		JSCPt	Var_LAJIRt	BTD	PayoutDiv	FCOt	PLt	SIZEt
JSCPt	Pearson Correlation	1	,228**	,120*	,095	,182**	,377**	-,114
	Sig. (2-tailed)		,000	,039	,106	,002	,000	,050
	N	294	293	294	289	294	294	294
Var_LAJIRt	Pearson Correlation	,228**	1	-,014	-,172**	,049	,073	-,078
	Sig. (2-tailed)	,000		,816	,003	,405	,214	,184
	N	293	293	293	288	293	293	293
BTD	Pearson Correlation	,120*	-,014	1	,004	-,062	,091	,129*
	Sig. (2-tailed)	,039	,816		,942	,290	,120	,027
	N	294	293	294	289	294	294	294
PayoutDiv	Pearson Correlation	,095	-,172**	,004	1	,443**	,071	,129*
	Sig. (2-tailed)	,106	,003	,942		,000	,226	,029
	N	289	288	289	289	289	289	289
FCOt	Pearson Correlation	,182**	,049	-,062	,443**	1	,101	,105
	Sig. (2-tailed)	,002	,405	,290	,000		,085	,072
	N	294	293	294	289	294	294	294
PLt	Pearson Correlation	,377**	,073	,091	,071	,101	1	-,192**
	Sig. (2-tailed)	,000	,214	,120	,226	,085		,001
	N	294	293	294	289	294	294	294
SIZEt	Pearson Correlation	-,114	-,078	,129*	,129*	,105	-,192**	1
	Sig. (2-tailed)	,050	,184	,027	,029	,072	,001	
	N	294	293	294	289	294	294	294

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Fonte: dados da pesquisa.

Recorreu-se ao método de *GEE* novamente, agora sem essas variáveis, para que novas análises fossem realizadas. O valor do QICC melhorou e apontou para o modelo independente como a melhor alternativa. Com isso, verificou-se por meio do teste de Wald que as variáveis Δ LAJIR, *BTD*, *FCO* e *PL* apresentavam-se estatisticamente significativas, conforme demonstra o quadro 6.

Quadro 6 – Teste de Efeitos do Modelo do gerenciamento por atividades reais

Source	Wald Chi-Square	Type III	
		df	Sig.
(Intercept)	1,628	1	,202
Δ _LAJIRt	10,314	1	,001
BTDt	4,978	1	,026
FCOt	5,596	1	,018
PLt	9,027	1	,003

Dependent Variable: JSCPt
Model: (Intercept), Var_LAJIRt, BTDt, FCOt, PLt

Fonte: dados da pesquisa.

Assim, após exclusão dessas variáveis não significativas, o modelo de regressão final apresentou a seguinte característica:

$$\text{JSCP}_t = 0,005 + 0,054\Delta\text{LAJIR}_t + 0,027\text{BTD} + 0,018\text{FCO}_t + 0,023\text{PL}_t$$

Nota-se que os coeficientes estão de acordo com as expectativas teóricas. O sinal positivo no fluxo de caixa operacional (FCO) é coerente com o que se espera de uma lógica política de remuneração, quanto maior o caixa gerado pela organização maior a disponibilidade de recursos para remunerar diretamente os acionistas. Como o valor do PL é a base para o cálculo dos JSCP, o sinal esperado do seu coeficiente também é positivo.

Quanto ao BTD, a expectativa também é de sinal positivo. Quando aumenta a diferença entre lucro tributável (sujeito à análise do fisco e livre de interpretações dos gestores) e lucro contábil, além do aumento em um dos limites dos JSCP (ver seção 2.3.2), há indícios de aumento dos resultados contábeis com o intuito de aumentar os lucros a serem distribuídos.

Quanto à variação dos lucros em relação ao período anterior (ΔLAJIR_t), essa foi utilizada no modelo para detectar se os gestores utilizariam os JSCP para suavizar os resultados ao longo dos anos. O sinal negativo para esta variável seria um indício de prática de suavização de resultados (como explicado na seção 3.3.1). Como o sinal é positivo, não há indícios de tal prática nas empresas, se analisadas todas conjuntamente. Esse resultado refuta a “hipótese a” deste estudo, de que os gestores optam por distribuir juros sobre capital próprio para suavizar os resultados contábeis.

Para testar a “hipótese c” desse estudo, de que fatores institucionais, como tamanho da empresa, regulação econômica e nível de governança corporativa, modificam o comportamento das organizações, o modelo de regressão foi analisado para cada um dos estratos. Referente ao gerenciamento para a suavização dos resultados, os coeficientes apresentados tanto para as empresas reguladas por uma das agências de governo quanto para as não reguladas foram positivos. Ou seja, tais categorias, analisadas separadamente, não apresentaram comportamentos divergentes dos relatados para a amostra total.

Quanto aos diferentes níveis de governança, apenas nas empresas listadas no Nível 1 foi encontrado sinal negativo (-0,057, sig. < 0,01) para o coeficiente da variável ΔLAJIR_t , ou seja, há indícios, por este modelo, que as empresas listadas na Bovespa nesse nível de

Governança Corporativa utilizem tal política de remuneração quando querem suavizar seus resultados contábeis. Do ponto de vista teórico, isso se justificaria, em parte, já que empresas submetidas a maiores níveis de controle e regulação optam por práticas de gerenciamento de resultados por atividades reais (já que o espaço para manipulações discricionárias é menor). No entanto, os resultados para os níveis com as consideráveis melhores práticas de GC não confirmam essa hipótese.

No período pré-harmonização das normas brasileiras às *IFRS* o sinal da variável $\Delta LAJIR_t$ é positivo, assim como no período após a implantação das *IFRS*, indicando que a mudança na legislação societária não representou comportamento diferente daquele observado no período anterior, quanto às práticas de suavização de resultados. O comportamento entre empresas consideradas nesse estudo como *smoothers* (que suavizam resultados) não difere daquelas que não suavizam mediante *accruals* discricionários, ou seja, ambos os grupos não demonstram utilizar os JSCP para suavizar resultados.

Quanto à interferência do tamanho da empresa na política de remuneração por meio dos juros sobre capital, já ficou demonstrado acima que esta variável não apresentou correlação significativa com os juros sobre capital. Ou seja, não foi possível inferir, com os dados utilizados e pelo modelo de regressão utilizado nesse trabalho se as empresas maiores distribuem mais JSCP do que as menores, se o inverso acontece, ou ainda se não há diferenças no comportamento entre tais categorias.

Da análise estratificada, é possível inferir que, em geral, as empresas não utilizaram os JSCP em função da variação dos resultados contábeis e com o objetivo de suavizá-los. A exceção seria para as empresas do Nível 1 de Governança Corporativa, conforme listagem da Bovespa, mas tais resultados não são indícios de influência das práticas de governança, já que as empresas do Nível 2 e do Novo Mercado não apresentam comportamento distinto das tradicionais. Em tese, os juros sobre capital, dado seu efeito nos tributos, devem ser mais relacionados com a variação dos lucros tributáveis, o que se descobrirá nas análises seguintes.

4.3 GERENCIAMENTO DO RESULTADO TRIBUTÁVEL

Do ponto de vista tributário, vale dizer que os juros sobre capital distribuídos pelas empresas analisadas nesse estudo representou uma economia tributária (se utilizado esse benefício em

sua plenitude) de R\$ 22,5 bilhões, o que em termos absolutos pode não ter qualquer significado. No entanto, analisando os dados apresentados na tabela 8, é possível verificar que tal número pode ser bastante expressivo:

Tabela 8 – Benefício fiscal dos JSCP

ANO	Receita	Ativo Total	IRPJ	JSCP Dedutíveis ²	Benefício Fiscal (BF)	BF/ Receita	BF/ Ativo	BF/ IRPJ
2006	313.395.542	475.701.047	16.582.211	4.412.094	1.500.112	0,48%	0,32%	9,05%
2007	340.215.989	509.825.627	20.151.086	11.779.082	4.004.888	1,18%	0,79%	19,87%
2008	409.475.959	614.107.563	20.906.162	12.576.686	4.276.073	1,04%	0,70%	20,45%
2009	380.790.728	695.548.802	17.798.609	12.226.595	4.157.042	1,09%	0,60%	23,36%
2010	441.960.526	923.661.143	13.305.784	6.402.036	2.176.692	0,49%	0,24%	16,36%
2011	502.285.135	1.093.720.249	13.588.285	19.031.273	6.470.633	1,29%	0,59%	47,62%
TOTAL	2.388.123.879	4.312.564.431	102.332.137	66.427.766	22.585.440	0,95%	0,52%	22,07%

Fonte: dados da pesquisa.

Os números apontam que o benefício fiscal obtido² representa 0,95% das receitas ou 0,52% do ativo das empresas estudadas. Pode-se ainda analisar o quanto o referido benefício fiscal pode contribuir para a redução dos dispêndios com IRPJ. Neste sentido, verificou-se que o benefício fiscal (utilizado em sua plenitude) representa uma redução de 22,07% no ônus tributário das empresas da amostra. Outra informação extraída da tabela 8 é que os benefícios obtidos aparecem numa crescente desde o ano de 2006 (com uma quebra da sequência em 2010), o que pode ser um sinal da conscientização das empresas quanto a essa possibilidade. Por meio de regressão, esse aspecto foi analisado.

Os testes estatísticos para a validação do modelo foram feitos. Quanto às variáveis outros benefícios fiscais (OBF), prejuízos fiscais (NUL) e prejuízos fiscais utilizados (TLU), inicialmente incluídas nesse modelo de regressão conforme proposto por Tang (2006), poucas empresas apresentaram-nas em suas demonstrações. Tal fato, além de proporcionar uma distribuição de frequência enviesada, prejudicou a significância dessas variáveis no modelo. Assim, optou-se por excluí-las desde o início (outros estudos, não encontrando os problemas aqui relatados quanto a elas, podem retomá-las no modelo). Quanto às variáveis mantidas no modelo, foram utilizados os seus valores transformados (por transformação logarítmica).

² Calculado mediante a aplicação de 34% (referente às alíquotas do imposto de renda e seu adicional, mais a alíquota da contribuição social) sobre os valores dos JSCP.

A análise apresentada no quadro 7 indicou que, entre as variáveis mantidas no modelo, não havia correlação entre a variável resposta e a *PayoutDIV* e *SIZE*, que foram também excluídas do modelo.

Quadro 7 – Matriz de correlação de gerenciamento do lucro tributável

		JSCPt	LTt	BTD	PayoutDiv	FCOt	PLt	SIZEt
JSCPt	Pearson Correlation	1	,164**	,120*	,095	,182**	,377**	-,114
	Sig. (2-tailed)		,005	,039	,106	,002	,000	,050
	N	294	294	294	289	294	294	294
LTt	Pearson Correlation	,164**	1	-,641**	,189**	,437**	,101	-,108
	Sig. (2-tailed)	,005		,000	,001	,000	,083	,065
	N	294	294	294	289	294	294	294
BTD	Pearson Correlation	,120*	-,641**	1	,004	-,062	,091	,129*
	Sig. (2-tailed)	,039	,000		,942	,290	,120	,027
	N	294	294	294	289	294	294	294
PayoutDiv	Pearson Correlation	,095	,189**	,004	1	,443**	,071	,129*
	Sig. (2-tailed)	,106	,001	,942		,000	,226	,029
	N	289	289	289	289	289	289	289
FCOt	Pearson Correlation	,182**	,437**	-,062	,443**	1	,101	,105
	Sig. (2-tailed)	,002	,000	,290	,000		,085	,072
	N	294	294	294	289	294	294	294
PLt	Pearson Correlation	,377**	,101	,091	,071	,101	1	-,192**
	Sig. (2-tailed)	,000	,083	,120	,226	,085		,001
	N	294	294	294	289	294	294	294
SIZEt	Pearson Correlation	-,114	-,108	,129*	,129*	,105	-,192**	1
	Sig. (2-tailed)	,050	,065	,027	,029	,072	,001	
	N	294	294	294	289	294	294	294

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Fonte: dados da pesquisa.

Realizados os procedimentos acima, a Equação de Estimativas Generalizadas, considerando a análise longitudinal empresa a empresa, demonstrou por meio do teste de *Wald* que a variável *FCOt* não apresenta significância estatística (sig. 0,467), como demonstra o quadro 8:

Quadro 8 – Teste dos efeitos do modelo de gerenciamento do lucro tributável

Source	Type III		
	Wald Chi-Square	df	Sig.
(Intercept)	,647	1	,421
LTt	7,476	1	,006
BTDt	17,393	1	,000
FCOt	,529	1	,467
PLt	8,787	1	,003

Dependent Variable: JSCPt

Model: (Intercept), LTt, BTDt, FCOt, PLt

Fonte: dados da pesquisa.

Assim, esta variável também foi excluída do modelo (definido inicialmente conforme a equação 05), que apresentou, por fim, o seguinte delineamento:

$$\text{JSCP}_t = 0,003 + 0,037\text{LT}_t + 0,076\text{BTD}_t + 0,022\text{PL}_t$$

Aos sinais positivos das variáveis BTD e PL, a mesma interpretação apresentada na seção 4.2.1. Ou seja, os juros sobre capital pagos pelas empresas aumentam quanto maior for (a) a diferença entre o lucro contábil e o lucro tributável; e (b) o Patrimônio Líquido das empresas. Quanto ao sinal do lucro tributável (LT), o seu valor positivo sugere que os JSCP aumentam à medida que se eleva o lucro tributável. É possível supor que outras variáveis influenciam a definição da remuneração mediante juros sobre capital próprio para a amostra aqui estudada, mas essa relação aponta para a influência estatisticamente significativa dos tributos, confirmando assim a segunda hipótese deste estudo (Hb).

Analisando os dados separadamente de acordo com os estratos estabelecidos na terceira hipótese desse estudo, constatou-se que a regulação e a mudança na legislação societária brasileira (períodos pré e pós-harmonização) não mudam os sinais positivos dos coeficientes das variáveis. Enfim, as variáveis aqui propostas, considerando os estratos em separado, estão positivamente relacionadas com os JSCP. Esse comportamento também é observado quando se compara as empresas que suavizam com as que não suavizam os resultados mediante *accruals* discricionários. Quanto aos diferentes níveis de Governança Corporativa, todas apresentaram sinais positivos para o lucro tributável (LT). Contudo, as empresas listadas no Nível 1 e as do Novo Mercado não apresentam estatística significativa (sig. > 0,05).

Complementarmente, para analisar qual o tipo de gerenciamento é mais observado na amostra, o modelo de regressão considerou tanto a variável de gerenciamento por atividades reais (ΔLAJIR) e a de gerenciamento motivado pelo ônus tributário (LT). O resultado da regressão assim pode ser descrita:

$$\text{JSCP}_t = -0,004 + 0,040\Delta\text{LAJIR} + 0,024\text{LT}_t + 0,059\text{BTD}_t + 0,009\text{FCO}_t^3 + 0,022\text{PL}_t$$

(01)

³ Com nível de significância de 0,164.

Como explicado na seção 3.3.1, o sinal negativo na variação do LAJIR sinaliza a tentativa de suavização de resultados. Assim, essa regressão pode ser um indício de que a influência do lucro tributável é maior sobre os JSCP do que a da variação nos lucros antes dos juros e dos impostos (LAJIR).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A política de remuneração dos acionistas é decisão importante na gestão das organizações. O montante e a forma dessa remuneração podem revelar características (em alguns casos vistos como positivas, em outros não) para os diversos *stakeholders*, especialmente, investidores. Sabendo disso, e considerando o comportamento oportunístico dos agentes, este estudo teve o objetivo principal de analisar a relação entre a remuneração por meio dos juros sobre capital próprio, um dos meios de remunerar os acionistas, e a variabilidade do lucro contábil e do lucro tributável. Para tanto, foram analisados os dados das demonstrações contábeis das empresas listadas na BM&Fbovespa no período de 2006 a 2011. As empresas analisadas representam 28,8% das que distribuíram JSCP no período.

Os dados analisados neste estudo mostram que todas as empresas que reconheceram os JSCP como despesa fizeram, corretamente, a devida reversão da mesma, antes da publicação da DRE, conforme prevê a legislação societária. Também foram verificados em 20% das observações (em 67% das empresas) os JSCP distribuídos em valores superiores ao dedutível fiscalmente, o que implica destruição de valor dos acionistas (já que esse excesso não representa dedução fiscal na empresa, mas é tributado na pessoa que o recebe).

No geral, ao longo do período analisado os juros sobre capital distribuídos mantiveram-se constantes (em torno de 1,5% a 2,0% do ativo total). Em média, entre 2006 e 2008 as empresas reguladas pagaram menos JSCP do que as desreguladas, ocorrendo o inverso a partir de 2009. Constatou-se pela análise descritiva que os JSCP pagos aumentam à medida que as empresas adotam melhores práticas de Governança Corporativa. Assim, empresas do Novo Mercado, por exemplo, pagam mais JSCP do que as tradicionais.

Os achados desta pesquisa dão conta de que as empresas que apresentaram variação nos lucros antes dos juros e dos impostos entre -1% e 1% manipulam seus resultados, por meio de *accruals* discricionários, com o intuito de suavizar os mesmos. Quanto à manipulação utilizando os juros sobre capital (objeto principal deste estudo), dois modelos foram analisados: um para detectar a suavização de resultados e outro para verificar o gerenciamento em função do lucro tributável.

As empresas analisadas, em geral, não utilizam os JSCP para suavizar resultados (refutando a primeira hipótese apresentada na pesquisa). Analisando os estratos separadamente, os

resultados mostram que o comportamento pré e pós-harmonização e os de empresas reguladas e desreguladas, também sinalizam para o não gerenciamento. Entre os níveis de governança corporativa, as empresas do Nível 1 foram as únicas que, analisadas isoladamente, demonstraram utilizar os juros sobre capital para suavizar os lucros reportados. As empresas que suavizam, ou não, os resultados por meio de *accruals* discricionários não o fazem utilizando os JSCP. Estes achados refutam a hipótese terceira desta pesquisa.

O gerenciamento motivado pela redução do ônus tributário também foi analisado. Vale dizer que os JSCP pagos pelas empresas analisadas podem representar um benefício fiscal (para as empresas que utilizar em plenitude) de 22,07%, ou seja, reduzir o ônus tributário nesse percentual. No geral, há indícios de que as empresas pagam maiores valores de juros sobre capital à medida que aumenta o lucro tributável. Embora essa constatação pareça óbvia, o resultado não é tão claro assim, mas é possível afirmar que a hipótese b, de que os tributos influenciam a decisão pelos juros sobre capital próprio foi confirmada.

Vale acrescentar que o tamanho da empresa não demonstrou ter significância estatística suficiente para explicar mudanças no comportamento das empresas em relação a qualquer dos tipos de gerenciamento aqui analisados. Além disso, ressalte-se que algumas limitações, como a dificuldades para obter os dados das Notas Explicativas, em função da falta de uniformidade na apresentação das mesmas, prejudicou a obtenção de alguns dados da pesquisa.

Outra limitação refere-se aos modelos utilizados. Esta pesquisa buscou, mediante a adaptação de modelos existentes e largamente utilizados na academia (como o de Tang, 2006), medir de maneira mais adequada as hipóteses propostas. No entanto, não é estranho que sejam encontradas fragilidades nas adaptações propostas, pois, como afirma Jensen (1994, p. 7) “os seres humanos são mais complexos em sua totalidade do que pode ser representado em qualquer modelo parcimonioso”. Ademais, melhorias deverão sempre ser encontradas ao longo do processo de desenvolvimento científico, inclusive desse, haja vista o que vem ocorrendo com modelos bastante consolidados na academia.

Ressalta-se que não foi objeto dessa pesquisa verificar se os gestores utilizam os juros sobre capital próprio quando pretendem melhorar o valor das ações no mercado, com o pressuposto de mercado eficiente ou ainda se os juros sobre capital próprio possuem o mesmo “conteúdo informacional” que os dividendos. Desta forma, em estudos futuros tais temas poderão ser abordados.

Santos (2007) demonstrou que nas sociedades que não negociavam ações na bolsa os números quanto à distribuição de JSCP eram diferentes das quais negociavam, chegando em 2005 a pouco mais da metade (37,8%) do resultado das empresas que distribuíram. Como não foi objeto dessa pesquisa a análise desses tipos de sociedades, outros estudos podem reapplicá-los nesse estrato empresarial.

Verificou-se que em certos períodos, apesar de ter havido a distribuição de juros sobre capital próprio, estes não foram utilizados na apuração do lucro tributável (pelo menos isso não ficou demonstrado nas Notas Explicativas). Além disso, do ponto de vista do aspecto societário, verificou-se que algumas empresas deduziram dos dividendos mínimos obrigatórios o valor bruto dos JSCP pagos, o que prejudica os acionistas. Outros estudos podem analisar qualitativamente esses aspectos verificando, por exemplo, se a não utilização dos benefícios fiscais é por desconhecê-los.

Na perspectiva tributária também podem influenciar a distribuição de JSCP outras variáveis que diminuem os tributos sobre o lucro, a saber: resultados de empresas no exterior, ágio e deságio na aquisição de participações, resultados de equivalência patrimonial, ajustes de exercícios anteriores.

Por fim, acredita-se que estudo possa contribuir com os gestores de diversas empresas quando faz a divulgação de um dos benefícios fiscais permitido pela legislação fiscal e quando apresenta, por meio de dados empíricos, os efeitos tributários dos JSCP nas empresas que os utilizaram. Ademais, demonstra aos investidores quais empresas estão adotando essa política de remuneração, apresentando possíveis motivos para sua utilização. Contribui, também, com reguladores fiscais e societários, ao demonstrar que algumas empresas não calculam os juros sobre capital (ou o deduzem dos dividendos pagos) nos limites previstos na legislação.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, José E. F. de. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.
- ALMEIDA-SANTOS, P. S.; VERHAGEM, J. A.; BEZERRA, F. A.. Gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais e a Governança Corporativa: análise das indústrias siderúrgicas e metalúrgicas brasileiras. **RCO**, Ribeirão Preto, SP, v. 5, n. 13, p. 56-74, set-dez 2011.
- BACHMANN, Ramon K. B.; AZEVEDO, Sayuri Unoki; CLEMENTE, Ademir. Regularidade no pagamento de dividendos e Governança Corporativa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 2, n. 2, p. 68-79, maio/ago., 2012.
- BAPTISTA, Evelyn M. B. **Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados**. 2008. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Universidade Federal do Rio Grande do Sul. RS, 2008.
- BARROS, Claudio M. E.; TONIN, Joyce M. da F.; COLAUTO, Romualdo D.; TEODORO, Jocelino D. Gerenciamento de resultados e alavancagem contábil: um estudo empírico em empresas brasileiras de capital aberto. In: CONGRESSO ANPCONT. 6, 2012. **Anais...** Florianópolis: ANPCONT, 2012.
- BARUA, Abhijit; LIN, Steve e SBARAGLIA, Andrew M. Earnings Management Using Discontinued Operations. **The Accounting Review**, v. 85, n. 5, p. 1485-1509, ago 2010.
- BHATTACHARYA, Sudipto. Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. **The Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 259-270, 1979.
- BOULTON, Thomas J.; BRAGA-ALVES, Marcus V.; SHASTRI, Kuldeep. Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, p. 968–979, 2012.
- 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. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm. Acesso em 11/12/2012.
- BRITO, Ricardo D.; LIMA, Mônica R.; SILVA, Júlio C. O Crescimento da Remuneração Direta aos Acionistas no Brasil: Economia de Impostos ou Mudança de Características das Firms? **BBR - Brazilian Business Review**. Vitória-ES. v. 6, n.1, p. 62-81, Jan – Abr, 2009.
- CARDOSO, Ricardo L.; MARTINEZ, Antonio L. Gerenciamento de Resultados Contábeis no Brasil mediante Decisões Operacionais. In: ENCONTRO DA ANPAD, 30, 2006. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.
- CARVALHAL DA SILVA, André Luiz. Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **R. Adm.**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

CARVALHO, Emerson Rildo Araújo de. **Política de Dividendos e Juros Sobre o Capital Próprio: Um Modelo com Informação Assimétrica**. 2003. Dissertação (Mestrado em Economia de Empresas) - Curso de Pós-Graduação da EAESP/FGV, São Paulo – SP, 2003.

COASE, R. La natureza de la empresa. In: WILLIAMSON, O; WINTER, S. (org.). **La natureza de la empresa: origens, evolución y desarrollo**. Tradução de Eduardo L. Suarez. México: Fundo de Cultura Económica, 1996.

COELHO, Antonio Carlos Dias; LOPES, Alessandro Broedel. Avaliação da Prática de Gerenciamento de Resultados na Apuração de Lucro por Companhias Abertas Brasileiras conforme seu Grau de Alavancagem Financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. esp2, p. 121-144, 2007.

COLAUTO, Romualdo D.; BEUREN, Ilse M. Um Estudo sobre a Influência de Accruals na Correlação entre o Lucro Contábil e a Variação do Capital Circulante Líquido de Empresas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 10, n. 1-2, p.95-116, Abr./Jun. 2006.

COLOMBO, Jéfferson A. **Juros sobre capital próprio, estrutura de propriedade e destruição de valor: evidências no Brasil**. 2011. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação CVM nº 207/96**. Publicada em 13/12/1996. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 04/12/2012.

_____. **Deliberação CVM nº 683/2012**. Publicada em 30/08/2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 11/12/2012.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento técnico CPC 27**. Ativo Imobilizado. Disponível em <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2027.pdf>. Acesso em: 11/12/2012.

_____. **Interpretação Técnica ICPC 08 (R1)**. Contabilização da Proposta de Pagamento de Dividendos. Disponível em http://www.cpc.org.br/pdf/ICPC08%20_R1_%2001062012_sem_anexo_2_limpo.pdf. Acesso em: 11/12/2012.

CUPERTINO, César Medeiros; MARTINEZ, A. Lopo. Qualidade da Auditoria e Earnings Management: Risk Assessment através do Nível dos Accruals Discricionários. **Contabilidade Vista e Revista**, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 19, n. 3, p. 69-93, jul./set. 2008.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

DÉCOURT, Roberto F. **O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa**. 2009. Tese (Doutorado em Administração). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre – RS, 2009.

DONELSON, Dain C.; JENNINGS, Ross; MCINNIS, John. **Changes over Time in the Revenue-Expense Relation: Accounting or Economics?** Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1446924>. Acesso em 03/02/2012.

FERREIRA, Felipe Ramos *et al.* Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 52, n. 5, set/out. 2012.

FERREIRA JUNIOR, Wanderley Ottoni *et al.* Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na BOVESPA. **FACEF Pesquisa**, v.13, n.2, p. 190-203, 2010.

FIORATI, Alexandre Ribeiro dos Santos. **Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio: Sinalização de Lucratividade Futura? Estudo no Mercado Brasileiro 1999/2004**. 2007. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Economia de São Paulo - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.

FORMIGONI, Henrique; ANTUNES, Maria Thereza Pompa; PAULO, E. Diferença entre o Lucro Contábil e Lucro Tributável: Uma Análise sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis e Gerenciamento Tributário nas Companhias Abertas Brasileiras. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 44-61, jan./abr. 2009.

FORMIGONI, Henrique *et al.* Estudo sobre os incentivos tributários para o gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 9, n. 1, p. 41-52, jan./mar. 2012.

GOUVEIA, F. H. Câmara; AFONSO, L. E. Análise tributária das formas de remuneração dos sócios. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11, 2011. **Anais...** São Paulo: USP, 2011.

HART, Oliver D.. Los contratos incompletos y la teoria de la empresa. In: WILLIAMSON, O; WINTER, S. (org.). **La natureza de la empresa: origens, evolución y desarrollo**. Tradução de Eduardo L. Suarez. México: Fundo de Cultura Económica, 1996.

HÖGLUND, H., Detecting earnings management with neural networks. **Expert Systems with Applications**, doi: 10.1016/j.eswa.2012.02.096, Acesso em 26/02/2012.

JENSEN, Michael C. Self-interest, altruism, incentives, & Agency Theory. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, 1994. Disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=5566>. Acesso em 11/02/2012.

_____; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

JONES, J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**. v. 29, p. 193-228, 1991.

KAMIN, J.Y.; RONEN, J.. The smoothing of income numbers: some empirical evidence on systematic differences among management-controlled and owner-controlled firms. **Accounting, Organizations and Society**, v. 3, n. 2, p. 141-157, 1978.

KANG, Sok-Hyon; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 33, n. 2, p. 353-367, 1995.

KASANEN, E.; KINNUNEN, J.; NISKANEN, J. Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 283-312, 1996.

KLANN, Roberto C. **Gerenciamento de Resultados**: análise comparativa de empresas brasileiras e inglesas antes e após a adoção das IFRS. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis e Administração). Universidade Regional de Blumenau - FURB. Florianópolis, 2011.

LYRA, Iete X. M.; MOREIRA, Rafael de L. Alisamento de resultados nas empresas listadas nos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, v. 3, n.2, p 78-93, maio/ago. 2011.

MACHADO, Melina C.; NAKAO, Sílvio H. Diferenças entre o lucro tributável e o lucro contábil das empresas. **Revista Universo Contábil**. Blumenau, v. 8, n. 3, p. 100-112, jul./set., 2012.

MARTINEZ, A L. Minimizando a variabilidade dos resultados contábeis: estudo empírico do income smoothing no Brasil. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 2, n. 1, p. 09-25, jan./abr. 2006.

_____. Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Contabilidade & Finanças**, v.19, n. 46. São Paulo, jan./abr. 2008.

_____. Quando o Conselho de Administração e Auditoria evitam o Gerenciamento de Resultados? Evidências empíricas para empresas brasileiras. **RIC - Revista de Informação Contábil**, v. 4, n. 1, p. 76-93, jan./mar. 2010.

_____; CASTRO, Miguel A. R. The Smoothing Hypothesis, Stock Returns and Risk in Brazil. **Brazilian Administration Review - BAR**, Curitiba, v. 8, n. 1, p. 1–20, jan./mar. 2011.

MARTINS, Andressa I.; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre políticas de dividendos. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 52, n. 1, p. 24-39, jan/fev. 2012.

MCVAY, Sarah E. Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items. **The Accounting Review**, v. 81, n. 3, p. 501–531, 2006.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; SILVA, Ricardo Luiz Menezes da; NAKAO, Sílvio Hiroshi; DO VALLE, Maurício Ribeiro. A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 4, p. 06-26, out./dez. 2009.

OLIVEIRA, Luís Martins de; CHIEREGATO, Renato; PEREZ Jr, José Hernandez; GOMES, Marliete Bezerra. **Manual de Contabilidade Tributária**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

OLIVEIRA, Valdiney A. de; ALMEIDA, Lara C. F. de, LEMES, Sirlei. Gerenciamento de Resultados Contábeis por Meio de Ativos Fiscais Diferidos. **Revista UnB Contábil**, v. 11, n. 1-2, p.153-169, jan./dez. 2008.

PAIVA, J., LIMA, A. A influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras. In: ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 1, 2001, São Paulo. **Anais...** Sociedade Brasileira de Finanças, 2001.

PAULO, Edilson. **Manipulação das Informações Contábeis: uma Análise Teórica e Empírica sobre os Modelos Operacionais de Detecção de Gerenciamento de Resultados**. 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

_____; LEME, Jéssica Rodrigues. Gerenciamento de resultados contábeis e o anúncio dos resultados contábeis pelas companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 4, p. 27-43, out./dez., 2009.

_____; MARTINS, E.; CORRAR, Luiz João. Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. **Revista de Administração de Empresas**. v. 47, n. 1, p. 46-59, jan./mar. 2007.

PIQUEIRAS, Tatiana M. **Relação das diferenças entre o lucro contábil e o lucro tributável (book-tax differences) e gerenciamento de resultados no Brasil**. 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto, 2010.

PORCANO, Thomas M. An analysis of capital gains tax-induced earnings management. **IAER**, v. 3, n. 4., nov. 1997.

RAMOS, Gizele Martins; MARTINEZ, A. Lopo. Governança Corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 1, n. 06, p. 143-164, jul./dez. 2006.

REIS, Graciela M. R. **O rodízio de auditores independentes e a análise se existe ou não impactos no gerenciamento de resultados das empresas auditadas**. 2009. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Ciências Contábeis, UFBA. Salvador, 2009.

REZENDE, Guilherme Pinto; NAKAO, Sílvia Hiroshi. Gerenciamento de resultados e a relação com o lucro tributável das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 1, p. 06-21, jan./mar. 2012.

ROSEN, Sherwin. Costos de Transaccion y Mercados de Trabajo Internos. In: WILLIAMSON, O; WINTER, S. (org.). **La natureza de la empresa: origens, evolución y desarrollo**. Tradução de Eduardo L. Suarez. México: Fundo de Cultura Económica, 1996.

SALES, Isabel C. H. *et al.* Earnings Quality: análise empírica dos *accruals* contábeis aplicada ao mercado de capitais brasileiro. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, Rio de Janeiro, v. 17, n.1, p. 50-64, jan./abr. 2012.

SANTANA, Sílvia Patrícia B. **Modelos estatísticos para análise de dados longitudinais categorizados ordinais**. 2004. Dissertação de Mestrado. Departamento de Estatística – UFPE, Recife – PE, 2004.

SANTOS, A. Quem está pagando juros sobre capital próprio no Brasil? **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo: USP, p. 33-44, 2007.

_____; PAULO, E. Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 3, n. 1, p. 15-31, jan./jun. 2006.

_____; SALOTTI, Bruno Meirelles. Juros Sobre o Capital Próprio – Pesquisa Empírica Para Avaliação do Nível de Conhecimento das Empresas Sobre Sua Utilização. **Revista UnB Contábil**, v. 10, n. 2, jul./dez. 2007.

SILVA, Adriana Cristina da; COELHO, Antonio Carlos; LOPES, Alexsandro Broedel; ALMEIDA, José Elias F. de. Qualidade Informacional dos lucros das firmas monitoradas por agências reguladoras no Brasil. In: CONGRESSO ANPCONT, 3, 2009. **Anais...** São Paulo: ANPCONT, 2009.

SILVA, Sidnei Celerino da; *et al.* Análise dos aspectos legais e normativos do cálculo e distribuição dos Juros sobre o Capital Próprio efetuados pelas companhias abertas do setor siderúrgico no período de 2001 a 2003: estudo de casos. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. 2, p. 37-54, abr./jun. 2006.

TANG, Tanya Y.H.. Book-Tax Differences, a Proxy for Earnings Management and Tax Management - Empirical Evidence from China. In. AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION ANNUAL MEETING, 2006, Washington DC. **Anais...** Washington DC.: American Accounting Association, 2006.

TORRES, Damiana *et al.* Estrutura de propriedade e controle, governança corporativa e o alisamento de resultados no Brasil. In: ENCONTRO DA ANPAD, 33, 2009. **Anais...** São Paulo, ANPAD, 2009.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Atlas, 2010.

WATTS, Rose L.; ZIMMERMAN, J. L. **Positive Accounting Theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

WILLIAMSON, Oliver. Introducción. In: WILLIAMSON, O; WINTER, S. (org.). **La natureza de la empresa: origens, evolución y desarrollo**. Tradução de Eduardo L. Suarez. México: Fondo de Cultura Económica, 1996.