

Juros Sobre Capital Próprio e Gerenciamento de Resultados: um estudo realizado nas empresas listadas na BM&FBovespa

Laerson Morais Silva Lopes
Universidade Federal da Bahia - UFBA
laerson.lopes@ufba.br

José Maria Dias Filho
Universidade Federal da Bahia - UFBA
zemariadias@globob.com

Francisco Marton Gleuson Pinheiro
Universidade do Estado da Bahia - UNEB
fmarton2003@yahoo.com.br

Emmanuel Sousa de Abreu
Universidade de Brasília - UNB
emmanueldeabreu@yahoo.com.br

Resumo

Este estudo teve como objetivo principal analisar a relação entre a remuneração por meio dos juros sobre capital próprio e a variabilidade do lucro contábil e a variabilidade do lucro tributável. As empresas analisadas representam 28,8% das que distribuíram juros sobre capital próprio no período entre os anos de 2006 e 2011. Para validação e interpretação dos dados, foram realizadas análises descritivas, análise de correlação e de regressão linear múltipla, para dados longitudinais (dados em painel) por meio de Equações de Estimção Generalizadas (*Generalized Estimating Equation*). Como resultado, 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 ocorreu para as empresas do Nível 1 da classificação de Governança Corporativa, às quais os dados indicam a utilização dos juros sobre capital próprio para essa prática de suavização. Quanto ao gerenciamento do lucro tributável, em geral, há indícios de que essa métrica influencia a decisão pela remuneração por meio dos juros sobre capital, o que é um indício de que a redução do ônus tributário, neste caso, é o que importa na decisão de tal meio de remuneração.

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

1 Introdução

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 são por vezes conflituosas.

No contexto brasileiro, uma das relações contratuais é a estabelecida entre as empresas e o fisco. Desse modo, a carga 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 assimetria de informações e comportamento oportuno. 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.

Num ambiente de conflito de interesses e de busca pela redução nos custos tributários, algumas alternativas são encontradas, por exemplo, a 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 políticas de remuneração que eles esperam ter um efeito positivo sobre o preço das ações, caso eles sejam remunerados com base no retorno sobre as ações. Enquanto isso, empresas controladoras, por exemplo, poderão preferir práticas de remuneração que representem menos custos tributários para elas, como, no contexto brasileiro, dividendos aos juros sobre o capital próprio.

Esta pesquisa, limita-se à análise de um dos tipos, os JSCP, pois esse se configura como um possível benefício fiscal dado às empresas de maneira geral, conforme explicam Santos e Sallotti (2007). 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).

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 34%, alíquota da contribuição social e do imposto de renda, com seu

adicional, do lucro tributável. Nesse contexto, torna-se oportuno analisar as práticas daquelas empresas que optaram por distribuir JSCP.

Portanto, verifica-se que umas das alternativas que se apresenta para a redução do ônus tributário da organização é a remuneração dos acionistas por meio de JSCP, mas essa decisão também implicará na variação do lucro contábil. Vale dizer que a legislação deixa a cargo da empresa, observando os critérios limitantes, decidir se distribuirá JSCP, diminuindo o lucro tributável, os tributos sobre os lucros e o resultado contábil, ou se pagará dividendo, nesse caso, sem interferir com isso no lucro tributável. Nesse cenário, esta pesquisa questiona: qual a relação entre a remuneração por meio JSCP e o gerenciamento de resultados para reduzir a variabilidade do lucro contábil e o lucro tributável?

Assim, será verificado por meio de modelos matemáticos se a decisão de pagamento dos juros sobre capital próprio está relacionada com a variação do lucro contábil e com a variação do lucro tributável. Para Kasanen, Kinnunen e Niskanen (1996, p. 286) “o custo fiscal cria um incentivo para gerenciar os resultados para baixo”. Para Tang (2006), as empresas que possuem elevadas cargas tributárias sobre o lucro tendem a gerenciar mais seus resultados contábeis e tributáveis. Aliado a isso, na perspectiva de maximização dos interesses particulares, é natural que os decisores escolham práticas que mais lhes favoreçam.

Analisando o mercado brasileiro, Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) sugerem que pelo benefício fiscal dos JSCP, as empresas aqui localizadas têm nesse aspecto um incentivo para optar por essa política em detrimento da distribuição de dividendos. Diante desse ambiente, formulam-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H_a – Os gestores distribuem juros sobre capital próprio para suavizar os resultados contábeis;

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

Cardoso e Martinez (2006) afirmam que o gerenciamento por decisões operacionais, não alterando artificialmente os resultados, é uma resposta das empresas à regulação. Assim, como empresas que atuam em setores regulados possuem maiores restrições para o gerenciamento por meio de escolhas contábeis, preferem então as práticas baseadas em decisões operacionais. 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 elimina, de vez, a possibilidade de retenção de lucros.

Em relação ao tamanho, segundo o resultado do 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”. 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.

Este estudo é proeminente por tratar de mecanismo que pode ser utilizado no gerenciamento do lucro tributável das organizações: os JSCP. Para Porcano (1997), a pesquisa sobre o gerenciamento de resultados baseado nos impostos é importante para os formuladores de políticas fiscais bem como para aqueles que estabelecem as normas contábeis e financeiras.

Além disso, é inovador porque analisa a relação direta dos JSCP com a gestão tributária da empresa, ou seja, o quanto tal distribuição varia em função do lucro tributável. No trabalho de Décourt (2009) há evidências de que executivos brasileiros desconhecem o real efeito tributário dos JSCP e dos dividendos. Já a presente pesquisa diferencia-se, pois, por analisar esse aspecto por meio dos números divulgados pelas organizações.

A legislação societária prevê que as empresas que pagam juros sobre capital, e os contabiliza como despesa, efetuem a reversão desses. Mesmo com isso, o resultado contábil será efetivamente afetado pela redução, em consequência dos JSCP, nos dispêndios com tributos sobre o lucro. 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 *smoothing*, aplicável ao cenário desse país, que se apresenta como um laboratório natural sobre o tema JSCP (PAIVA; LIMA, 2001; COLOMBO, 2011).

Tratando da 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. Já Rezende e Nakao (2012) apontam que a busca pela economia tributária afeta o nível de gerenciamento das informações contábeis. Ferreira *et al.* (2012), também trataram da questão tributária e, corroborando com o que diz Piqueiras (2010), apontaram um cenário carente de pesquisas no Brasil.

É o que também anunciam Formigoni *et al.* (2012), ao analisarem se o GR era motivado por incentivos tributários, pela não divulgação de prejuízos contábeis ou se por ambos conjuntamente. Em 2004, Abreu também analisou a relação da política de dividendos com os tributos, mas o fez considerando conjuntamente os dividendos e os JSCP, não destacando assim os efeitos tributários deles tanto na perspectiva da empresa pagadora (dedutibilidade do lucro tributável) quanto dos que recebem (retenção na fonte).

Analisando os principais periódicos e congressos da área, 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; 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. Portanto, 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 com os demais *stakeholders*.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Teoria da Agência

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.

Admitem que os atores organizacionais possuam objetivos distintos e que haja conflitos de interesses. Segundo Jensen (1994), quando agem de maneira racional as pessoas procuram o melhor para si em detrimento ao outro. No entanto, ainda há nos seres humanos uma parcela de racionalidade limitada, como chamado por Williamson (1996). Agindo de maneira não-racional, mesmo imbuídos no atendimento dos interesses próprios, os indivíduos poderiam se comportar de maneira a se prejudicar.

Assim, considera-se a existência de conflitos de interesse e 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

Diversos pesquisadores analisam se 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 resultados que lhes favoreçam, portanto, enviesados. Segundo Colauto e Beuren (2006) é característica da informação contábil o seu valor preditivo ou, ainda, a capacidade de se fazer projeções com base na mesma. Além disso, completam esses últimos, o valor preditivo depende da forma como a informação é apresentada e, assim, os gestores deverão escolher a forma que mais lhe favoreça.

Um estudo referencial foi realizado em 1991 por Jennifer J. Jones. Os seus resultados mostram que os gestores promoviam o gerenciamento de resultados com o intuito de obter determinado benefício concedido pelo governo norte-americano às empresas importadoras, benefício esse vinculado ao maior resultado evidenciado pela empresa (JONES, 1991). Outros estudos, como os de Dechow, Sloan e Sweeney (1995); e Kang e Sivaramakrishnan (1995), também apresentaram modelos de detecção do gerenciamento de resultados. Tais modelos baseiam-se, de forma geral, nas diferenças entre os resultados contábeis e os fluxos de caixa, chamadas de *accruals*, decorrentes da observância do regime contábil da competência e, especialmente, na discricionariedade das escolhas contábeis, que culmina no conceito, então, de *accruals* discricionários. 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 muitos utilizados na academia.

Contudo, não é só por esse meio que os agentes gerenciam a informação contábil. Outras escolhas contábeis, como a forma de evidenciação ou o momento de realização de uma venda permitem tal intento. Ou seja, os gestores manipulam os resultados por meio dos fatos que lhes permitem certa discricionariedade (PIQUEIRAS, 2010).

Porcano (1997) detectou o gerenciamento analisando itens específicos relacionados com a matéria tributária e verificou como as 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.

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. Nesse último caso, a prática é também conhecida como “suavização de resultados”, que consiste no gerenciamento dos resultados no sentido de manter um comportamento, no longo prazo, uniforme, já que os investidores preferem a dividendos uniformes, o que teoricamente dá a ideia de que seu investimento não está sujeito às incertezas e intempéries do mercado. Nesse sentido, 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. 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.

Porcano (1997) analisou o comportamento oportunista dos gestores das empresas americanas, verificando como eles reagiram a quatro mudanças nos impostos incidentes sobre o ganho de capital, entre elas a Reforma Tributária de 1986. Constatou que só mudanças de grande magnitude influenciam os gestores no gerenciamento dos lucros contábeis e tributáveis.

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. Os incentivos para o gerenciamento de tributos podem ser os mesmos, mas com a finalidade de redução do ônus tributário (PIQUEIRAS, 2010).

Quanto aos meios pelos quais se faz o gerenciamento, 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.

Um segundo mecanismo é o realizado mediante mudança de classificação. Para Barua, Lin e Sbaraglia (2010) esse procedimento implica em 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. Outros estudos de destaque nessa perspectiva são os de Mcvay (2006) e o de Donelson, Jennings e Mcinnis (2010).

Outro tipo é o gerenciamento por meio de atividades reais. Kamin e Ronen (1978), por exemplo, já constatavam esse tipo de prática de gerenciamento. Cardoso e Martinez (2006) detectaram que as empresas gerenciam os seus resultados tanto por meio das despesas de vendas, gerais e administrativas quanto pela gestão do nível de produção. Observaram 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. Contudo, tanto para Cardoso e Martinez (2006) quanto para Almeida-Santos, Verhagem e Bezerra (2011) os trabalhos nessa área ainda são poucos nacional e internacionalmente.

No contexto brasileiro, Paulo, Martins e Corrar (2007) analisaram o gerenciamento de resultados com elementos tributários que geram diferença entre os resultados contábil e tributável (BTD). Contudo, a decisão de pagamento de juros sobre capital interfere no resultado tributável e os efeitos consequentes nos tributos sobre o lucro modificam o resultado contábil, no entanto, não geram *accruals* discricionários. Neste sentido, como pode modificar de fato o resultado da organização, tal opção de remuneração dos acionistas pode ser utilizada para manipular os lucros por meio de uma decisão real, sendo classificada como uma técnica de gerenciamento por atividades reais.

Há fatores normativos que limitam a distribuição de JSCP, por exemplo, a existência de lucros no período ou de saldo positivo de lucros retidos. No entanto, dado o espaço deste trabalho, tais aspectos normativos não são tratados em detalhado, mas podem ser verificados na Lei nº 9.249/1995, especialmente no caput do artigo 9º e em seus parágrafos.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1. Caracterização da Amostra e Levantamento dos Dados

A população da pesquisa é formada pelas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa, excluindo-se as instituições financeiras e de seguros. No entanto, para atingir os objetivos dessa pesquisa foi necessário efetuar alguns filtros, mantendo na amostra apenas as empresas que distribuíram juros sobre o capital, conforme relação da BM&FBovespa das empresas que distribuíram proventos por meio de JSCP no período de 2006 a 2011.

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 em função desses limites. Para tal separação, utilizou-se do critério definido pela legislação e também adotado por Colombo (2011), 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 fosse positivo o saldo de Reservas de Lucros mais Lucros Acumulados (existente até 2008, antes da Lei 11.638/2007), isso, pois a empresa paga 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 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 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, a partir daí, foi feita uma estratificação na amostra entre empresas reguladas, as que participavam de setores regulados por alguma das dez agências reguladoras federais, e não reguladas. Das observações, 192 (em torno de 63%) são relativas a setores desregulados, enquanto que 114 (37%) atuam em setores regulados.

Os dados das Demonstrações Contábeis foram obtidos na base de dados Economática®. Os outros elementos, não disponíveis nessa base, foram obtidos diretamente do portal CVM e da listagem de segmentos da Bovespa. 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.

3.2. Modelo da Pesquisa

Os 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 BTB, o fluxo de caixa operacional (FCO). As variáveis explicativas foram escolhidas principalmente a partir de modelos utilizados do estudo de Tang (2006), que utilizou a BTB como *proxy* para o gerenciamento do resultado contábil e tributário, e as variáveis prejuízos fiscais (NOL - *Net Operating Loss*) e prejuízos fiscais utilizados (TLU - *Tax Loss Utilized*), estas que também explicam a diferença normal entre o lucro contábil e tributário. 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.

Outra variável previsor utilizada é a de outros benefícios fiscais. Segundo Boulton, Braga-Alves e 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. Para explicar a inclusão da variável tamanho no modelo, vale-se do resultado do estudo de Ferreira Jr. *et al.* (2010), já apresentado neste trabalho.

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 “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 os modelos para essa pesquisa.

3.2.1. Modelo para análise da relação dos JSCP com a suavização de resultados

Para analisar a hipótese de relação entre os JSCP e a variabilidade dos resultados contábeis o modelo proposto é o que segue:

$$JSCP_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta LAJIR_{it} + \beta_2 BTB_{it} + \beta_3 PayoutDIV_{it} + \beta_4 FCO_{it} + \beta_5 PL_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \sigma_1 REG_{it} + \sigma_2 GC_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

Onde: $JSCP_{it}$ = representa o total dos JSCP distribuídos pela empresa “i” no período “t”; $\Delta LAJIR_{it}$ = representa a variação no lucro antes dos JSCP da empresa “i” no período “t” em relação ao período “t – 1”; BTB_{it} = representa a diferença entre o lucro tributável e o lucro contábil da empresa “i” no período “t”; $PayoutDIV_{it}$ = representa o índice de pagamento de dividendos (dividendos pagos dividido pelo lucro antes dos JSCP) da empresa “i” no período “t”; FCO_{it} = representa o fluxo de caixa operacional gerado pela empresa “i” no período “t”; PL_{it} = representa o valor do Patrimônio Líquido da empresa “i” no período “t”. Todas as variáveis acima foram divididas pelo respectivo valor do ativo total, para assim eliminar as

diferenças em função de escala. Além das acima, $SIZE_{it}$ = tamanho, medido em função do logaritmo decimal do ativo total; REG_{it} = é o indicador de regulação no setor; GC_{it} = é o nível de Governança Corporativa; ε = é o termo de erro

Para testar a hipótese de suavização de resultados, quanto à variável principal de análise ($\Delta LAJIR_{it}$) se espera 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, e retornando o lucro a níveis mais elevados. Agindo assim os gestores estariam, de maneira oportuna, suavizando os resultados ao longo dos anos.

Em relação à variável BTD , espera-se um sinal positivo. Ou seja, quanto maior a diferença entre o lucro contábil e o tributário, maior será o espaço para os gestores pagarem JSCP. Isso, pois, os juros são calculados sobre o PL, mas tem o limite de dedutibilidade em função dos lucros contábeis. 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 quanto maior a empresa, teoricamente, 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.

3.2.2. Modelo para análise dos JSCP e o gerenciamento do lucro fiscal

Para verificar a hipótese de que os gestores distribuem juros sobre capital próprio com o objetivo de reduzir os encargos tributários, o modelo proposto também tem como variável dependente os JSCP. O lucro fiscal é a principal variável previsora e foi obtido a partir da seguinte fórmula: $Lucro\ tributável = [Despesa\ de\ IR - IR\ diferido] / 0,25$, que é a alíquota prevista para o IRPJ. O modelo é o que segue:

$$JSCP_{it} = \beta_0 + \beta_1 LT_{it} + \beta_2 BTD_{it} + \beta_3 PayoutDIV_{it} + \beta_4 FCO_{it} + \beta_5 PL_{it} + \beta_6 OBF_{it} + \beta_7 NOL_{it} + \beta_8 TLU_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \sigma_1 REG_{it} + \sigma_2 GC_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

Como se vê, as variáveis desse são praticamente as mesmas do modelo apresentado na seção anterior, exceto pelas variáveis LT_{it} = o lucro tributável da empresa “i” no período “t”; OBF_{it} = outros benefícios fiscais obtidos pela empresa “i” no período “t”; NOL_{it} = prejuízos fiscais apurados pela empresa “i” no período “t”; e TLU_{it} = prejuízos fiscais utilizados pela empresa “i” no período “t”. Assim, 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 o gestor também aumentaria os JSCP.

Destaca-se que foram realizadas análises descritivas, análise de correlação e regressão linear múltipla, para dados longitudinais (dados em painel) por meio de Equações de Estimação Generalizadas (*GEE – Generalized Estimating Equation*), isso tudo com o apoio do software estatístico *SPSS 15®*.

4 ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS

4.1. Análises Descritivas

A amostra final deste estudo foi composta por 294 observações, referente a 49 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 28,8% das empresas que utilizaram dessa política.

Como já dito, em torno de 63% dessa amostra é formada por empresas que atuam em setores desregulados. Em relação ao nível de Governança Corporativa, 47,3% são empresas consideradas como tradicionais, ou seja, não apresentam práticas de governança que as classifique entre os “bons” níveis da listagem Bovespa. 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.

No período analisado, em 60 ocasiões, 20% das observações, os valores dos juros sobre capital pagos foram superiores ao limite dedutível conforme legislação fiscal. Tal fato implica numa política de remuneração que, ao contrário do que se espera (quando utilizada na medida certa), está destruindo valor. Ou seja, a opção pelos JSCP em detrimento aos dividendos, que não é tributado na pessoa que o recebe, só é vantajosa até o limite de sua dedutibilidade. Acima desse, 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.

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.

Verificou-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). Em relação ao efeito da regulação no comportamento das empresas, 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, 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.

Analisando a influência da governança corporativa, 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” até o “novo mercado”). 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.

4.1.1. Gerenciamento por atividades reais

A escolha pela remuneração mediante JSCP pode reduzir os dispêndios tributários, logo, aumentando os resultados contábeis. Considerando o montante pago pelas empresas da amostra e a alíquota total de 34% para os tributos sobre o lucro, a possibilidade de redução (aumento) seria de 4,6% do resultado contábil das empresas analisadas. 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. Nesta seção, um modelo (equação 01) busca testar tais indícios.

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 procedimentos 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. Desta forma, 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, aponta que não há correlação estatisticamente significativa entre os juros sobre capital pagos (*JSCP*) e as variáveis dependentes *PayoutDIV* e *SIZE*, *proxies* para nível de pagamento de dividendos e tamanho da firma, respectivamente.

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 $\Delta LAJIR$, *BTD*, *FCO* e *PL* apresentavam-se estatisticamente significativas.

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

$$\mathbf{JSCP_t = 0,005 + 0,054\Delta LAJIR_t + 0,027BTD + 0,018FCO_t + 0,023PL_t}$$

Nota-se que os coeficientes estão de acordo com as expectativas teóricas. Como o valor do *PL* é a base para o cálculo dos *JSCP*, o sinal esperado do seu coeficiente é, conforme teoria, positivo. O sinal positivo do *FCO* indica que quanto maior o caixa gerado pela organização maior a disponibilidade de recursos para remunerar diretamente os acionistas. Quanto ao *BTD*, a expectativa também é de sinal positivo, ou seja, quando aumenta a diferença entre lucro tributável e lucro contábil, além do aumento em um dos limites dos *JSCP*, 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 ($\Delta LAJIR_t$), o sinal é positivo, indicando que não há indícios de suavização de resultados nas empresas estudadas, quando analisadas conjuntamente. Esse resultado refuta a hipótese de que os gestores optam por distribuir juros sobre capital próprio para suavizar os resultados contábeis.

Para testar a hipótese de que fatores institucionais modificam o comportamento das organizações, o modelo de regressão foi analisado para cada um dos estratos. No que diz respeito ao gerenciamento para a suavização dos resultados, os coeficientes apresentados tanto para as empresas reguladas 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 $\Delta LAJIR_t$, ou seja, há indícios que as empresas listadas nesse nível de Governança 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 melhores práticas optam pelo

gerenciamento de resultados por atividades reais. No entanto, os resultados para os níveis considerados como 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 resultou em comportamento diferente. Quanto à interferência do tamanho da empresa na política de remuneração por meio dos juros sobre capital, esta variável não apresentou correlação significativa com os juros sobre capital. Ou seja, não foi possível inferir sobre esse aspecto, com os dados e pelo modelo de regressão utilizado neste trabalho.

Em suma, da análise estratificada, é possível inferir que 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, 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.

4.1.2. Gerenciamento do Resultado Tributário

Do ponto de vista tributário, vale dizer que os juros sobre capital distribuídos pelas empresas analisadas neste estudo representariam, se utilizado o benefício em sua plenitude, uma economia tributária de R\$ 22,5 bilhões. Os números apontam que o benefício fiscal obtido representa 0,95% das receitas ou 0,52% do ativo das empresas estudadas.

Verificou-se, ainda, que o benefício fiscal representa uma redução de 22,07% no ônus tributário das empresas da amostra. Vale dizer que os benefícios obtidos aparecem numa crescente desde o ano de 2006 (com quebra da sequência em 2010), o que pode ser um sinal da conscientização das empresas quanto a essa possibilidade tributária. Novos estudos podem, por outros meios, testar esse aspecto.

Os testes estatísticos para a validação do modelo foram feitos, da mesma forma descrita na seção anterior. 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 demasiadamente enviesada, prejudicou a significância dessas variáveis no modelo. Assim, optou-se por excluí-las desde o início. A análise de correlação indicou que não havia correlação entre a variável resposta e a *PayoutDIV* e *SIZE*, que foram também excluídas do modelo.

Realizados os procedimentos acima, a Equações de Estimação Generalizadas, considerando a análise longitudinal empresa a empresa, demonstrou por meio do teste de *Wald* que a variável *FCOt* também não apresenta significância estatística e esta também foi excluída do modelo, que apresentou o seguinte delineamento:

$$JSCP_t = 0,003 + 0,037LT_t + 0,076BTD_t + 0,022PL_t$$

Aos sinais positivos das variáveis *BTD* e *PL*, dar-se a mesma interpretação apresentada na seção anterior. 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 influenciem a definição da remuneração mediante juros sobre capital próprio

para a amostra aqui estudada, mas essa relação positiva aponta para a influência estatisticamente significativa dos tributos, confirmando assim a segunda hipótese deste estudo (Hb).

Analisando os dados de acordo com os estratos estabelecidos na terceira hipótese, constatou-se que a regulação e a mudança na legislação societária brasileira não mudam os sinais positivos dos coeficientes das variáveis. Ou seja, as variáveis aqui propostas, considerando os estratos em separado, estão positivamente relacionadas com os JSCP. 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).

5 Considerações Finais

O montante e a forma da remuneração dos acionistas podem revelar características para os diversos *stakeholders*. Sabendo disso, e considerando o comportamento oportunístico dos agentes, este estudo teve o objetivo principal de analisar a relação da remuneração por meio dos juros sobre capital próprio com a variabilidade do lucro contábil e o lucro tributável.

Os resultados mostram que, em 20% das observações, os JSCP são distribuídos em valores superiores ao dedutível fiscalmente. Isso implica em 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 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.

Com base nos modelos utilizados, os achados desta pesquisa dão conta de que as empresas analisadas, em geral, não utilizam os JSCP para suavizar resultados. 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 que, analisadas isoladamente, demonstraram utilizar os juros sobre capital para suavizar os lucros reportados.

O gerenciamento motivado pela redução do ônus tributário também foi analisado. Vale dizer que os JSCP pagos pelas empresas analisadas puderam representar um benefício fiscal 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. Vale acrescentar que o tamanho da empresa não demonstrou ter significância estatística suficiente para explicar mudanças no comportamento das empresas.

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 previstos na pesquisa. Outra limitação refere-se aos modelos utilizados. Esta pesquisa buscou, mediante a adaptação de modelos 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.

Não foi objeto desta pesquisa verificar se os gestores utilizam os JSCP quando pretendem melhorar o valor das ações no mercado ou ainda se os JSCP possuem o mesmo

“conteúdo informacional” que os dividendos. Verificou-se que em certos períodos, apesar de ter havido a distribuição de JSCP, estes não foram utilizados na apuração do lucro tributável. 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. Na perspectiva tributária também podem influenciar a distribuição de JSCP outras variáveis que diminuam 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. Assim, novos estudos podem considerar todos esses aspectos.

Acredita-se que este estudo contribui com os gestores de diversas empresas, por fazer a divulgação de um dos benefícios fiscais permitidos pela legislação e por apresentar os efeitos tributários dos JSCP nas empresas que os utilizaram. Ademais, demonstra aos investidores quais empresas estão adotando essa política de remuneração. Contribui, também, com reguladores fiscais e societários, ao demonstrar que algumas empresas não calculam os JSCP (ou os deduzem dos dividendos pagos) nos limites previstos na legislação.

Referências

ABREU, Ari Ferreira de. **Um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos considerando a tributação brasileira**. Dissertação de Mestrado. FEA/USP, São Paulo – SP, 2004.

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.

BARUA, Abhijit; LIN, Steve e SBARAGLIA, Andrew M. Earnings Management Using Discontinued Operations. **The Accounting Review**, Setembro, 2010.

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.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. Brasília.

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, nº.1, p. 62-81, Jan-Abr., 2009. Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=123012561004>. Acesso em 17/02/2013.



CARDOSO, Ricardo L.; MARTINEZ, Antonio L. Gerenciamento de Resultados Contábeis no Brasil mediante Decisões Operacionais. **XXX Encontro da Anpad**, EnANPAD 2006, Salvador, BA, 23 a 27 de setembro de 2006.

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

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. **RAC**, 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**. Dissertação de Mestrado – Universidade Federal do Rio Grande do Sul. 2011.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, v. 70, Nº. 2, pp. 193-225, 1995.

DÉCOURT, Roberto F. **O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa**. Tese de Doutorado. 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; MARTINEZ, Antonio Lopo; COSTA, Fábio Moraes da; PASSAMANI, Renato Rovetta. Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. **Revista de Administração de Empresas – ERA**. São Paulo, v. 52, n. 5, set/out. 2012.

FERREIRA JUNIOR, Wanderley Ottoni; NAKAMURA, Wilson Toshiro; MARTIN, Diógenes Manoel L.; BASTOS, Douglas Dias. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na BOVESPA. **Revista FACEF Pesquisa**, V.13, n.2, 2010.

FIORATI, Alexandre Ribeiro dos Santos. **Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio: Sinalização de Lucratividade Futura? Estudo no Mercado Brasileiro 1999/2004**. Dissertação de Mestrado - Escola de Economia de São Paulo. Fundação Getúlio Vargas. 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. **Brazilian Business Review - BBR**, Vol. 6, No. 1, Art. 3, p. 44-61, Jan - Abr 2009;



_____; _____; PEREIRA, CARLOS ALBERTO. 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, nº 1, p. 41-52, Jan./Mar. 2012.

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

JENSEN, Michael C. Self-interest, altruism, incentives, & Agency Theory. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. VII, n. 2. Summer 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, Outubro, 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**, Vol. 3, No. 2, pp. 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, pp. 283-312, 1996.

MARTINEZ, A L.; CASTRO, Miguel A. R. The Smoothing Hypothesis, Stock Returns and Risk in Brazil. **Brazilian Administration Review - BAR**, Curitiba, v. 8., n. 1, art. 1, pp. 1–20, Jan./Mar., 2011. Disponível em: http://anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_1141.pdf. Acesso em 16/04/2011.

MARTINS, Andressa I.; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre políticas de dividendos. **Revista de Administração de Empresas - RAE**, 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, nº. 3, pp. 501–531, 2006.



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. **ANAIS DO PRIMEIRO ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS**, São Paulo, 2001.

PAULO, Edilson; MARTINS, E.; CORRAR, Luiz João. Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. **RAE**. v. 47, nº1, 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**. Dissertação de Mestrado. 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. Novembro de 1997.

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, FURB**, Blumenau, v. 8, n. 1, p. 06-21, jan./mar., 2012.

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

SILVA, Sidnei Celerino da; PINTO, Marcos Roberto, MOTTA, Ana Carolina de G. D.; MARQUES, J. A. V. da Costa. 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, abril/junho de 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. Resumos..., Washington DC.: American Accounting Association, 2006.

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

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