

DETERMINANTES DO PAGAMENTO DE JUROS SOBRE REMUNERAÇÃO DO CAPITAL PRÓPRIO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA REVISTA EXAME MAIORES E MELHORES

DETERMINING FACTORS OF INTEREST PAYMENTS OVER EQUITY AMONG BRAZILIAN COMPANIES IN THE EXAME MAGAZINE BIGGEST AND BEST LISTING (REVISTA EXAME MAIORES E MELHORES)

DETERMINANTES DEL PAGO DE INTERESES SOBRE REMUNERACIÓN DEL CAPITAL PROPIO DE LAS EMPRESAS BRASILEÑAS LISTADAS EN LA REVISTA EXAME MAIORES E MELHORES

FERNANDO MACIEL RAMOS

Mestre

Universidade do Contestado - Brasil
framos@unc.br

VANDERLEI GOLLO

Mestre

Universidade Comunitária da Região de Chapecó - Brasil
vande_gollo@unochapeco.edu.br

FÁBIO JOSÉ DIEL

Mestre

Universidade Comunitária da Região de Chapecó - Brasil
f_diel@hotmail.com

ROBERTO CARLOS KLANN

Doutor

Fundação Universidade Regional de Blumenau - Brasil
rklann@furb.br

Submetido em: 06/06/2014

Aprovado em: 17/12/2014

Doi: [alcance.v22n2.p.230-242](https://doi.org/10.24036/alcance.v22n2.p.230-242)

RESUMO

Esta pesquisa tem por objetivo identificar os fatores determinantes do pagamento de juros sobre capital próprio em empresas brasileiras listadas na Revista Exame Maiores e Melhores, e com isso contribuir para o desenvolvimento da lacuna teórica acerca dos fatores motivadores da remuneração de capital próprio. A amostra é composta por empresas listadas entre as 100 maiores na Revista Exame Maiores e Melhores nas edições de 2008 a 2011. Foram consideradas somente as empresas que apresentaram pagamento de juros sobre capital próprio no período analisado. Compõem o grupo de variáveis analisadas o Pagamento de Juros sobre Capital Próprio (variável dependente) e o Capital Social, o Imposto de Renda (IR), a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), o Faturamento, o Lucro Líquido, o Lucro Bruto, o Ativo Total e o Número de Ações (como variáveis independentes). Utilizou-se como ferramenta estatística para análise dos dados o método de dados em painel. Como limitação do estudo é possível apontar a amostra utilizada, a qual não permite a generalização dos achados. Os resultados apontam que quanto maior o Capital Social e o Ativo Total das companhias, maior tende ser a prática de remuneração de juros sobre capital próprio. Porém, quanto maior a quantidade de ações das empresas e a lucratividade, há menor propensão à opção por pagamentos de juros sobre o capital próprio. Assim, conclui-se que as variáveis analisadas contribuem para explicar a opção de remuneração de acionistas atrelada aos juros sobre capital próprio. Esses resultados contribuem para que outros estudos acerca da

temática sejam realizados, a fim de se compreender os aspectos relacionados às políticas de remuneração dos acionistas.

Palavra Chave: Remuneração de acionistas. Juros sobre capital próprio. Política de dividendos.

ABSTRACT

This study aims to identify the determining factors of interest payments over equity in Brazilian companies listed in the Exame Magazine *Maiores e Melhores* (Biggest and Best) listing. With this, it hopes to contribute to the development of theoretical gap on the motivating factors of equity compensation. The sample consists of the 100 biggest companies listed in the aforementioned magazine, in the period 2008 to 2011. We considered only companies that made payments of interest on equity in the period analyzed. The group of analyzed variables includes Payment of Interest on Equity as a dependent variable, and Equity Capital, Income Tax (IR), Social Contribution on Net Income (CSL), Revenue, Net Income, Gross Profit, Total Assets, and Number of Shares as independent variables. We used the panel data method as a statistical tool for the data analysis. The sample that we used was a possible limitation of the study, as it did not allow for generalization of the findings. The results indicate that the higher the company's equity capital and total assets, the greater the practices of interest payments on equity. However, the higher the company's shares and profitability, the lower the payments of interest on equity. Thus, we concluded that the analyzed variables help to explain the compensation option tied to interest on shareholders' equity. These results can contribute to other studies on the theme, in order to understand the issues related to policies of shareholder remuneration.

Keyword: Shareholders compensation. Interest on equity. Dividend policy.

RESUMEN

Esta investigación tiene como objetivo identificar los factores determinantes del pago de intereses sobre capital propio en empresas brasileñas listadas en la Revista *Exame Maiores e Melhores*, contribuyendo de esta manera con la cumplimentación de la brecha teórica acerca de los factores motivadores de la remuneración de capital propio. La muestra está compuesta por empresas listadas entre las 100 mayores en la Revista *Exame Maiores e Melhores* en las ediciones de 2008 a 2011. Fueron consideradas únicamente las empresas que efectuaron pago de intereses sobre capital propio en el periodo analizado. El grupo de variables analizadas está compuesto por el Pago de Intereses sobre Capital Propio (variable dependiente) y el Capital Social, el Impuesto sobre la Renta (IR), la Contribución Social sobre el Beneficio Neto (CSLL), la Facturación, el Beneficio Neto, el Beneficio Bruto, el Activo Total y el Número de Acciones (como variables independientes). Se utilizó como herramienta estadística para el análisis de los datos el método de datos de panel. Como limitación del estudio es posible apuntar la muestra utilizada, que no permite la generalización de los hallazgos. Los resultados indican que cuanto mayor es el Capital Social y el Activo Total de las compañías, mayor tiende a ser la práctica de remuneración de intereses sobre capital propio. Sin embargo, cuanto mayor es la cantidad de acciones de las empresas y la rentabilidad, hay menor propensión a optar por el pago de intereses sobre el capital propio. De esta manera, se concluye que las variables analizadas ayudan a explicar la opción de la remuneración de accionistas conectada a los intereses sobre capital propio. Estos resultados contribuyen para que sean realizados otros estudios acerca de la temática, a fin de que sean comprendidos los aspectos relacionados a las políticas de remuneración de los accionistas.

Palabras Clave: Remuneración de los accionistas. Intereses sobre capital propio. Política de dividendos.

1 INTRODUÇÃO

A administração financeira tem em seus objetivos primários a geração de riqueza para a entidade e os acionistas. A política de dividendos define como a entidade irá remunerar seus acionistas, a forma como ocorrerá esta remuneração, a parcela do lucro a ser distribuída e a que será retida na empresa, perfazendo, assim, uma importante decisão das finanças corporativas (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003).

No Brasil, tal função tem embasamento legal a partir do artigo 202 da Lei nº 6.404 de 1976, que prevê o direito dos acionistas em receber remuneração sobre o capital investido, servindo como distribuição da riqueza

gerada pela empresa, o que pode ocorrer por meio do pagamento de dividendos ou de Juros sobre o Capital Próprio (JSCP), desde que este último não afete a distribuição dos dividendos obrigatórios.

A remuneração dos acionistas por meio dos JSCP se deu com a aprovação da Lei nº 9.249/95, que permitiu ainda que a contabilização do valor pago seja deduzida como despesa financeira para fins tributários. Para algumas entidades, essa dedução representa uma economia tributária, que pode contribuir para a atração de acionistas, gerando efeito clientela. Biassio e Mecca (2009) defendem o pagamento de JSCP como uma excelente ferramenta de gestão e planejamento tributário, fortalecendo o capital de giro e o capital próprio das entidades.

Diversas pesquisas vêm sendo realizadas envolvendo as políticas de dividendos e seus impactos (MILLER; MODIGLIANI, 1961; BLACK; SCHOLLES, 1974; MILER; ROCK, 1985; BAKER; POWEL, 1999; CORREIA; AMARAL, 2002; HEINEBERG; PROCIANOY, 2003), a distribuição de dividendos (ROCHE, 1976; ASMUSSEN; HOJGAARD; TAKSAR, 2000; FUTEMA; BASSO; KAYO, 2009; CORSO; KASAI; LIMA, 2012) e o pagamento de Juros Sobre Capital Próprio (GUERREIRO, 2006; MALAQUIAS et al., 2007; SANTOS, 2007; YANO; ALENCAR, 2010). Porém, grande parte das pesquisas voltadas à temática (JSCP) está direcionada ao planejamento tributário, tais como os estudos de Mota (2007); Biassio e Mecca (2009); Malaquias et al. (2011); Gouveia e Afonso (2013). Poucos são os estudos (HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; SANTOS; SALOTT, 2008; FUTEMA; BASSO; KAYO, 2009; GOUVEIA; AFONSO, 2013) que elucidam as determinantes do pagamento de juros sobre capital próprio.

Em relação às características das empresas que pagam JSCP, Santos e Salotti (2008) identificaram que o ramo, a forma de distribuição do capital, o controle, o tamanho e o lucro são características de empresas que pagam JSCP. Neste contexto, esta pesquisa tem como questão norteadora: *Quais os fatores determinantes do pagamento de juros sobre capital próprio em empresas brasileiras?* Levando em consideração que pode haver diversos agentes motivadores para uma entidade pagar JSCP, esta pesquisa tem por objetivo identificar os fatores determinantes do pagamento de juros sobre capital próprio em empresas brasileiras listadas na Revista Exame Maiores e Melhores.

Na investigação de Santos e Salotti (2008), a análise dos dados foi realizada por meio de testes de média. Diferente dos referidos autores, esta pesquisa utiliza testes estatísticos mais apurados, procurando validar os achados dos autores supracitados. Além da diferença temporal com o estudo de Santos e Salotti (2008), esta pesquisa procura identificar se a prática do pagamento dos JSCP está atrelada mais a questões tributárias ou relacionadas ao tamanho da organização.

O presente artigo contribui para o desenvolvimento teórico acerca das políticas e das práticas voltadas à remuneração de acionistas. Conforme já apresentado, ainda são incipientes os estudos já realizados, e assim, o estudo permitirá que pesquisas futuras sejam realizadas. No contexto empírico, o estudo auxilia na compreensão dos fatores que motivam as organizações brasileiras ao pagamento de juros sobre capital próprio aos seus acionistas.

2 REFERÊNCIAL TEÓRICO

Nesta seção, apresenta-se o referencial teórico que norteia o desenvolvimento e as premissas para consecução do estudo. Inicia-se com a definição e os conceitos acerca da remuneração de capital próprio. Na sequência, elucidam-se estudos relevantes identificados na literatura científica com objetivo de fundamentar e diferenciar essa pesquisa das identificadas, com menção à contribuição do estudo.

2.1 Juros sobre capital próprio

O surgimento da política de remuneração do capital próprio se deu por meio do advento do Decreto nº 41.019, aprovado em 1957 (BRASIL, 1957). Esse decreto permitiu o pagamento de remuneração aos acionistas do setor de energia elétrica, tendo por objetivo tornar os investimentos de longo prazo mais atrativos, permitindo assim que os investidores obtivessem retorno antes do início das operações das entidades investidas (MALAQUIAS et al., 2011).

Em dezembro de 1995, a Lei nº 9.249 criou a figura dos juros sobre capital próprio (BRASIL, 1995). Tal política surgiu com o objetivo de compensar o fim do reconhecimento da correção monetária nos balanços

das empresas, sendo os JSCP considerados como uma despesa financeira para a entidade, resultando na redução das bases de imposto de renda incidentes sobre o lucro das empresas (MOTA, 2007).

Segundo Malaquias et. al. (2007), a remuneração de acionistas denominada como Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP) consiste em um percentual aplicado sobre as contas de patrimônio líquido das empresas. De acordo com o artigo 9 da Lei nº 9.249/95, o pagamento da remuneração é condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução de juros (BRASIL, 1995). Santos Neto e Souza (2007) destacam que é notória a percepção de que a distribuição do lucro pelo limite legal dos JSCP gera um benefício fiscal à entidade, que se utiliza deste mecanismo como uma ferramenta eficiente de gestão tributária, que proporciona ganhos financeiros e econômicos futuros.

Os conceitos utilizados para definir juros sobre o capital próprio têm suas bases nos conceitos econômicos de custo de oportunidade, ou seja, pode ser entendido como o custo de oportunidade dos sócios sobre o capital investido pelos mesmos na empresa (SANTOS, 2007; GOUVEIA; AFONSO, 2013).

É necessário o entendimento de que os JSCP não incidem sobre o lucro do período, mas sim sobre as contas do patrimônio líquido, com exceção apenas das contas de reserva de reavaliação, ajuste de avaliação patrimonial e lucros acumulados, quando existentes. Realiza-se o cálculo baseando-se na aplicação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJPL) sobre as movimentações ocorridas no patrimônio líquido, de forma "pro rata die", tendo por base que as movimentações ocorrem em diferentes momentos do ano fiscal das entidades. Vale ressaltar que a legislação tributária prevê um limite de dedutibilidade para os JSCP: o maior entre 50% do lucro líquido do exercício, ajustado em acordo com as especificações da própria legislação, ou 50% dos lucros acumulados e das reservas de lucros (BRASIL, 1996).

Heineberg e Procianoy (2003) mencionam que a opção da empresa em remunerar seus acionistas por meio de JSCP, dividendos ou, ainda, a combinação destas duas formas, depende apenas da necessidade da entidade em aproveitar-se da dedutibilidade fiscal dos JSCP. Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) afirmam que se torna eficiente para as companhias retribuir seus acionistas com o máximo possível de JSCP, aproveitando, assim, a vantagem tributária.

Cabe lembrar que a prática de remuneração dos acionistas por meio do pagamento de juros sobre capital próprio, em termos legais, é uma prática apenas brasileira, o que limita a existência de estudos internacionais acerca dessa temática. Na próxima seção apresentam-se estudos já realizados no âmbito nacional acerca da temática.

2.2 Estudos anteriores

Diversos estudos têm sido realizados no Brasil acerca do pagamento de juros sobre o capital próprio de empresas. Santos (2007) avaliou as publicações de aproximadamente 3.000 empresas atuantes no país no período de 1996 a 2005. O autor concluiu que 42% das empresas avaliadas utilizavam o pagamento de juros sobre capital próprio para remuneração de seus acionistas. Além deste achado, os resultados apontaram ainda que a utilização deste mecanismo é equilibrada entre empresas industriais, comerciais e de serviços. A maior divergência está entre empresas que possuem ou não ações negociadas na bolsa de valores. Em 2005, apenas 82 empresas que possuíam ações na bolsa efetuaram o pagamento de JSCP. Em contrapartida, 316 empresas sem ações na bolsa realizaram tal pagamento. O autor constatou também o acréscimo de empresas estatais que se utilizavam do pagamento de juros sobre capital próprio.

Fiorati, Garcia e Tambosi Filho (2007) apontam que, pela ótica da empresa, a definição da política a ser seguida, com maiores ou menores dividendos e juros sobre capital próprio, depende de diversos fatores, como "tipos de clientes" (fundos de investimentos, investidores individuais, entre outros), assim como aquela que resulta na melhor condição tributária.

A pesquisa realizada por Santos e Salotti (2008) teve por objetivo investigar se existia relação entre a escolha do JSCP e as características das empresas. Foram analisadas 3.921 entidades com dados dos anos de 2001 a 2006. Os achados da pesquisa apontam que as características que diferenciavam o grupo de empresas que pagavam JSCP daquelas que não pagavam eram o ramo de atuação, a forma de controle, o tamanho e o lucro.

Futema, Basso e Kayo (2009) analisaram as relações conjuntas da estrutura de capital, dividendos e juros sobre capital próprio das empresas brasileiras, comparando os seus resultados com as previsões das teorias de *tradeoff* estática e *pecking order* no período de 1995 a 2004. Esse estudo replicou a pesquisa

realizada por Fama e French (2002), adaptado à economia brasileira. Os resultados corroboram as previsões da teoria de *pecking order*, que menciona que a distribuição de lucros varia de forma positiva com a lucratividade e negativa com o investimento. Porém, o mesmo não ocorre com as oportunidades de crescimento. Outra constatação obtida é que no período analisado a distribuição de dividendos no Brasil ainda era muito baixa se comparada com a americana, mesmo havendo a obrigatoriedade por parte das empresas em distribuir, além da vantagem fiscal no caso do pagamento de juros sobre capital próprio.

Yano e Alencar (2010) investigaram se empresas com melhor nível de governança corporativa têm maior propensão a pagar juros sobre capital próprio. A amostra utilizada foi composta pelas 150 maiores companhias abertas brasileiras. Os dados coletados referem-se aos anos de 2007 e 2008. Para identificar se a variável analisada interfere na decisão das empresas em distribuírem JSCP, os autores utilizaram o Índice de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, o qual é considerado pelos autores “uma ferramenta objetiva” para descobrir as empresas brasileiras comprometidas em se tornarem mais transparentes. Os autores ainda definiram outras limitações julgadas necessárias para filtrar as empresas selecionadas, como: (i) empresas com sede no Brasil; (ii) empresas em atividade; (iii) entidades que negociam suas ações na bolsa; (iv) que obtiveram lucro líquido nos anos analisados; e (v) que tiveram provisão de imposto de renda a pagar nos anos estudados. Utilizaram a técnica de regressão logística, em que a variável dependente foi o pagamento ou não de JSCP. Como variável independente, foi utilizado o grau de Governança Corporativa. Os resultados do estudo apontam que uma empresa com melhor nível de governança corporativa possui 32% a mais de chance de pagar JSCP, tanto no ano de 2007, quanto em 2008.

Corso, Kasai e Lima (2012) identificaram a relação entre o lucro e a distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio. Os pesquisadores concluíram que as entidades que utilizam a distribuição de dividendos e os juros sobre capital próprio possuem um retorno positivo sobre as ações.

Após apresentados os estudos que servem como base teórica para a realização desta pesquisa, apresentam-se os procedimentos utilizados para a coleta e a análise dos dados.

3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

Esta seção contempla o método e os procedimentos utilizados no desenvolvimento desta pesquisa. Para tanto, apresentam-se o delineamento da pesquisa, a população e a amostra, a forma de coleta e a análise dos dados e as limitações da pesquisa.

3.1 Delineamento da pesquisa

Esta pesquisa caracteriza-se como descritiva, pois busca apresentar os fatores determinantes para o pagamento de juros sobre o capital próprio das empresas brasileiras. De acordo com Vergara (1998), as pesquisas descritivas expõem características de determinados fenômenos, bem como de determinada população. Pode ainda estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza.

Em relação aos procedimentos, trata-se de uma pesquisa documental, por utilizar dados contábeis das empresas para a elaboração da análise. Conforme Gil (1999), pesquisas documentais são desenvolvidas a partir de materiais que ainda não receberam nenhum tratamento analítico.

Por se tratar de uma pesquisa que utiliza métodos estatísticos para sua consecução, segundo Raupp e Beuren (2009), trata-se de uma pesquisa quantitativa quanto à sua abordagem.

3.2 População e amostra

Compreendem a população desta pesquisa as empresas pertencentes à lista das 100 maiores empresas de capital aberto segundo a Revista Exame Maiores e Melhores. Para tanto, consideraram-se as maiores em cada um dos anos pesquisados. A amostra é composta pelas empresas participantes do grupo anteriormente citado e que tenham efetuado pagamento de juros sobre o capital próprio no período de 2008 a 2011.

Segundo o critério da amostra, foram selecionadas para a análise 37 empresas no ano de 2008, 46 em 2009, 43 em 2010 e 40 empresas em 2011, totalizando uma amostra de 166 observações das 400 possíveis, abrangendo o período de 2008 a 2011.

Quadro 1: Empresas que pagaram juros sobre capital próprio

Empresa	Ano				Empresa	Ano			
	2008	2009	2010	2011		2008	2009	2010	2011
AES Eletropaulo	X	X	X	X	AES Tietê	X	X	X	X
All	X	X			Ambev	X	X	X	
Amil	X	X			Banco do Brasil	X	X	X	X
Banrisul	X	X	X	X	BicBanco		X		
BM&Fbovespa	X	X	X	X	Bradesco	X	X	X	X
Bradespar	X	X	X	X	BRF		X	X	X
Brasmotor	X				Celpe	X	X		X
Cemig	X	X	X	X	Cetip		X	X	X
Coelba	X	X	X	X	Comgás		X	X	X
Copasa	X	X	X	X	Copel	X	X	X	X
Cosem	X				CTEEP	X	X	X	X
Dasa	X	X			Duke Energy	X	X		
Duratex	X	X	X	X	EDP	X			
Elektro		X	X	X	Elektrobrás	X	X		
Embraer	X				Fleury Medicina e Saúde			X	X
Iguatemi		X			Itaú	X	X	X	
Localiza	X	X	X	X	Lojas Americanas	X	X	X	X
M. Dias Branco			X	X	Marcopolo				X
Marfrig		X	X		Marisa		X	X	X
MRV Engenharia			X		Multiplus			X	X
Odontoprev		X	X	X	Panamericano		X		
PDG Realty	X				Petrobrás	X	X	X	X
Porto Seguro	X	X	X		Raia Drogasil				X
Randon		X			Renner	X	X	X	X
Sabesp	X	X	X	X	Santander	X	X	X	X
Santos Brasil				X	Souza Cruz	X	X	X	X
SulAmérica Cia. Nac. Segur.		X			Suzano		X	X	
Telefônica	X	X	X	X	Totvs		X	X	X
Tractebel Energia	X	X	X	X	Usiminas		X	X	X
Weg	X	X	X	X	Whirlpool	X	X	X	

O Quadro 1 representa quais das empresas pertencentes à população da pesquisa realizaram pagamento de juros sobre capital próprio entre os anos de 2008 e 2011, conseqüentemente, as empresas compõem a amostra utilizada na análise em cada um dos anos.

3.3 Procedimentos de coleta e análise dos dados

Os dados necessários para a realização da análise da presente pesquisa foram coletados da seguinte maneira: os dados que representam as variáveis independentes (capital social, imposto de renda (IR) e contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL), faturamento, lucro líquido, lucro bruto, ativo total, número de ações e lucratividade) foram obtidos por meio do *software* Economática®. A variável dependente (juros sobre o capital próprio) foi coletada junto à BM&FBOVESPA, correspondente ao valor pago de JSCP pelas empresas no ano. No Quadro 2, apresentam-se as variáveis utilizadas e os estudos anteriores que já utilizaram as mesmas variáveis.

Quadro 2: Variáveis que compõem a análise

Variáveis	Descrição	Autores
CapSocial	Capital Social	Santos e Salotti (2008)
IR_CSLL	Imposto de Renda e Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido	Santos e Salotti (2008); Gouveia e Afonso (2013)
Fatur	Faturamento	Santos e Salotti (2008)
Luc_Liq	Lucro Líquido	Heineberg e Procianoy (2003); Futema; Basso e Kayo (2009)
Luc_Bruto	Lucro Bruto	Santos e Salotti (2008)
At_Total	Ativo Total	Heineberg e Procianoy (2003); Santos e Salotti (2008); Futema; Basso e Kayo (2009)
Ações	Número de Ações	Santos e Salotti (2008)
Lucratividade	Lucro/Receita	Santos e Salotti (2008)

Fonte: Elaborado pelos autores (2013).

No Quadro 2 estão representadas as variáveis utilizadas na análise, bem como autores que já as utilizaram quando da realização de outros estudos. Desta forma, justifica-se a utilização deste conjunto de variáveis na presente pesquisa.

As variáveis selecionadas para compor a análise foram submetidas a alguns testes preliminares, a fim de realizar a análise de dados em painel, visando identificar a confiabilidade da regressão. Foi realizado o teste VIF, que busca identificar quanto a variância de cada coeficiente de regressão estimado aumenta devido à multicolinearidade (FÁVERO et al., 2009). O teste proporciona identificar problemas de alta correlação entre variáveis independentes, sendo que o ideal é que os valores VIF das variáveis sejam menores que cinco.

Para a realização da análise, os dados foram normalizados a partir de seu logaritmo neperiano. Para testar a sua normalidade, foram submetidos ao teste não paramétrico K-S, por meio do *software* estatístico SPSS®. Após testar a colinearidade de variáveis e se a distribuição dos dados é considerada normal, os dados foram submetidos aos testes de Breusch e Pagan e de Hausman, para verificar qual técnica de dados em painel seria utilizada, efeitos pools, aleatórios ou efeitos fixos.

Para Fávero et al. (2009, p. 383), o teste de Breusch e Pagan tem por finalidade avaliar “a adequação de efeitos aleatórios na análise dos resíduos do modelo estimado por mínimos quadrados ordinários (POLS), sob a hipótese nula de que a variância dos resíduos seja igual a zero”.

Ainda de acordo com Favero et al. (2009, p. 384), o teste de Hausman “oferece ao pesquisador uma possibilidade de decidir entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios”. O teste de Hausman é realizado caso seja verificado a não possibilidade da realização de análise por meio do método POLS, quando da comparação do mesmo com o método de efeitos aleatórios.

3.4 Limitações da pesquisa

Como limitação deste estudo, destaca-se o número reduzido da amostra, se comparado ao número total de empresas que compõem a população de pesquisa. Além disso, as variáveis independentes utilizadas podem não explicar totalmente o pagamento de JSCP por parte das empresas investigadas, resultando em um modelo com variáveis omitidas.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para atender ao objetivo proposto no estudo, procedeu-se à coleta dos dados referentes aos valores pagos de juros sobre capital próprio nos anos de 2008 a 2011 pelas empresas pertencentes ao grupo das 100 maiores empresas de capital aberto, conforme a revista Exame Maiores e Melhores.

A partir disso, foi efetuado o cálculo de dados em painel, sendo o pagamento de Juros sobre Capital Próprio a variável dependente e todas as demais como variáveis independentes da regressão. Além da regressão por dados em painel, foi realizada uma regressão linear para cada um dos períodos da análise, de modo a identificar a relação entre as variáveis analisadas em cada um dos períodos.

Os dados foram normalizados a partir do logaritmo neperiano, para todas as variáveis utilizadas, a fim de garantir que mantenham a capacidade de tratamento estatístico e aproximem seus valores, conforme destacam Carleton (1970), Grace, Harrington e Klein (1998) e Fried, Lovell e Yaisawarng (1999).

O teste de multicolinearidade entre as variáveis independentes é apresentado na Tabela 1.

Tabela 1: Teste VIF entre variáveis

Variáveis	Teste 1	Teste 2	Teste 3	Teste 4
CapSocial	9,752	7,008	5,126	3,401
IR_CSLL	19,913	12,773	7,708	3,807
Fatur.	35,027	34,903*		
Luc_Liq	40,778*			
Luc_Bruto	21,138	17,720	13,123*	
At_Total	2,637	2,637	2,372	2,067
Ações	1,865	1,583	1,428	1,413
Lucratividade	3,676	1,117	1,101	1,074

* Variáveis excluídas

Fonte: Dados da Pesquisa (2013).

De acordo com Fávero et al. (2009), sugere-se que, quando os resultados do teste VIF apresentarem valores superiores a 5, devem ser excluídos da amostra analisada. Foram realizados então quatro testes, sendo que em cada um deles era excluída a variável com maior coeficiente VIF. Desse modo, no quarto teste restaram apenas cinco variáveis, todas com coeficiente VIF dentro do limite tolerável. As variáveis de Lucro Líquido, Faturamento e Lucro Bruto tiveram de ser excluídas. Com isso, foram utilizadas no processo de análise de dados em painel as variáveis independentes de Capital Social, IR e CSLL, Ativo Total, Número de Ações e Lucratividade.

A partir dos resultados do teste K-S de normalidade dos dados e do teste VIF de multicolinearidade entre as variáveis independentes, utilizou-se a técnica de análise de regressão de dados em painel para a verificação da significância dos dados e do seu nível de explicação das variáveis.

Foi realizado também o teste de homoscedasticidade de Levene, o qual rejeitou a hipótese nula, confirmando que os dados são homoscedásticos, assim, não detectando problemas de heteroscedasticidade.

Para verificar qual a técnica adequada de análise de dados em painel, inicialmente utilizou-se o teste LM de Breusch-Pagan para verificação da utilização do modelo de efeitos POLS ou efeitos aleatórios. O

resultado do teste LM de Breusch-Pagan sugere a rejeição da hipótese nula de adequação do modelo POLS e, portanto, sugere-se, assim, aceitar o modelo de efeitos aleatórios.

Com os dados do teste de Breusch-Pagan orientando para a utilização da análise de dados por meio do método aleatório, foi realizado o teste de Hausman, a fim de certificar-se da utilização do modelo de efeitos aleatórios ou de efeitos fixos, realizando a comparabilidade entre ambos os dados. Com o resultado do teste de Hausman, observou-se a rejeição da hipótese nula, portanto, o modelo de correção de erros foi rejeitado. Assim, o modelo utilizado na análise de dados em painel foi o de efeitos fixos, com base em regressão robusta. Na Tabela 2 apresentam-se os resultados das regressões multivariadas, tanto com dados em painel (2008 a 2011), como ano a ano.

Tabela 2: Estatísticas dos dados em painel e *cross section*

Variáveis	Dados em Painel	Por período			
	2008-2011	2008	2009	2010	2011
Constante	2,882177* (4,30)	0,962*** (1,800)	1,226*** (1,711)	-1,844* (-5,831)	0,916** (2,674)
Capital Social	0,3402098* (8,27)	0,676* (9,375)	0,773* (9,981)	0,495* (7,425)	0,891* (8,219)
IR e CSLL	0,1398255* (1,36)	0,377* (6,041)	0,292* (4,873)	0,554* (6,298)	-0,030 (-0,222)
Ativo Total	0,4651760* (6,48)	0,020 (1,081)	0,052 (1,094)	-0,026 (-0,621)	0,281* (4,920)
Número de ações	-0,1952031** (-5,30)	-0,276* (-7,986)	-0,396* (-7,809)	-0,095* (-4,014)	-0,256* (-5,962)
Lucratividade	-0,0382260* (-81,85)	0,106* (3,101)	0,155* (3,443)	0,258 (11,778)	0,023 (1,240)
R ²	0,8869	0,994	0,953	0,993	0,989
R ² Ajustado	0,8085	0,993	0,947	0,992	0,987
Teste F	25875,86*	998,64*	161,09*	975,39*	611,91*
Durbin-Watson	2,121	1,735	2,034	1,743	2,251
Observações	166	37	46	43	40

Valores entre parênteses = t-estatística; * significativo a 1%; ** significativo a 5%; *** significativo a 10%.

Fonte: Dados da Pesquisa (2013).

A partir das regressões realizadas para esta pesquisa, conforme demonstrado na Tabela 2, faz-se inicialmente a análise dos resultados da regressão com dados *cross section*, a qual apresenta o comportamento das variáveis em cada um dos períodos que compreende a análise individualmente.

Em todos os períodos analisados o modelo apresentou significância estatística a 1%, como pode ser observado pelo Teste F, mostrando-se válido e confiável. Além disso, todos os períodos apresentam elevado poder de explicação para os resultados encontrados, tendo em vista o valor apresentado pelo R² ajustado, com seu menor índice em 2009 com 94,7%. Ou seja, expressa o nível de explicação para as variáveis analisadas, como fatores de remuneração sobre o capital próprio.

A variável que representa o capital social apresentou nos quatro períodos analisados uma relação positiva e significativa a 1% com a variável que representa a remuneração de juros sobre o capital próprio das

empresas. Com isso, pode-se dizer que o capital social da empresa é um fator determinante para a remuneração de JSCP.

As variáveis que representam o aspecto tributário das empresas como determinante do pagamento do JSCP (IR e CSLL) demonstraram uma relação positiva e significativa a 1% com a remuneração de JSCP para os anos de 2008, 2009 e 2010. Assim, depreende-se que, para estes períodos, o imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro líquido são determinantes para o pagamento de juros sobre o capital próprio. Somente no ano de 2011 não foi encontrada significância para as variáveis IR e CSLL como determinantes para a remuneração de JSCP. Estes achados podem ser suportados por Santos Neto e Souza (2007); Iquiapza, Lamounier e Amaral (2008), que destacam que é notória a percepção de utilização da remuneração de JSCP como uma forma de elisão fiscal, pois permite à entidade uma vantagem tributária, o que o torna um mecanismo eficiente de gestão tributária. Para a variável que representa o ativo total das empresas, ainda analisando sob o aspecto da regressão *cross section*, percebe-se que houve uma relação significativa apenas em 2011. Como o coeficiente foi positivo (0,281), o mesmo indica que quanto maior o ativo total das empresas, maior a remuneração de JSCP. Porém, os demais períodos, ou seja, 2008, 2009 e 2010, por não apresentarem uma relação com significância estatística, não caracterizam o ativo total como determinante para remuneração de juros sobre o capital próprio.

O número de ações das empresas apresentou uma relação negativa e significativa a 1% com a variável que representa a remuneração de JSCP em todos os períodos analisados. O coeficiente negativo apresentado por esta variável indica que, quanto maior o número de ações da empresa, menor será a distribuição de JSCP, sendo que o oposto também é válido.

Quando analisada a variável que representa a lucratividade das empresas, percebe-se que há uma relação significativa e positiva para os anos de 2008 e 2009 em relação à remuneração de JSCP, ou seja, indica que, quanto maior a lucratividade, maior a remuneração de JSCP. No entanto, o mesmo não pode ser afirmado para os períodos de 2010 e 2011, pois apesar de apresentar um coeficiente positivo, não houve significância estatística.

De modo geral, ao analisar os resultados da regressão *cross section*, nota-se que todas as variáveis utilizadas nesta análise demonstraram ser, ao menos em algum momento, determinantes para o pagamento de JSCP, entre as empresas que compõem a amostra deste estudo. Com o objetivo de verificar o comportamento das variáveis desta pesquisa, de modo global para o período analisado, foi utilizado o modelo de regressão por meio de dados em painel. O modelo de regressão com dados em painel para verificar quais fatores influenciam a remuneração de juros sobre capital próprio apresentou probabilidade ou grau de significância de 0,00, ou seja, o modelo tem significância estatística com margem aproximada de 100% de eficácia.

Para a verificação do nível de explicação das variáveis analisadas quanto aos fatores de remuneração de juros sobre capital próprio, o coeficiente de determinação R^2 ajustado apresenta uma precisão de 80,85%.

Quando verificado o nível de significância das variáveis utilizadas no modelo por meio do *p-value* ou probabilidade, apurou-se que a variável IR e CSLL foi a única que não apresentou significância estatística ao nível de 5%. Esse resultado é contrário ao encontrado por Santos e Salotti (2008).

As variáveis que apresentaram significância no modelo foram: Capital Social, Ativo Total, Número de Ações e Lucratividade. O coeficiente da variável capital social apresentou-se positivo em 0,34. Depreende-se então que, dentre as empresas que remuneram com juros sobre capital próprio, há uma tendência de que para cada R\$ 1,00 de capital social, a empresa pague R\$ 0,34 em juros sobre capital próprio.

Dentre as variáveis analisadas, a variável de Ativo Total é a que exerce a maior influência positiva sobre a remuneração de juros sobre capital próprio, com coeficiente positivo de 0,47. Já no estudo de Santos e Salotti (2008), o Ativo Total apresentou tendência negativa, ou seja, quanto maior o valor dos ativos, menor foram os valores pagos de Juros sobre o Capital Próprio.

As variáveis Número de Ações e Lucratividade apresentaram coeficiente negativo em relação à remuneração de juros sobre capital próprio. Isso significa que empresas com maior quantidade de ações e lucratividade tendem a reduzir o valor dos juros sobre capital próprio.

Esse resultado é contrário ao encontrado por Santos e Salotti (2008), o qual apresenta que, quanto maior o número de ações e a lucratividade, mais as empresas tendiam a remunerar por juros sobre capital próprio.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi identificar os fatores determinantes do pagamento de juros sobre capital próprio em empresas brasileiras listadas na Revista Exame Maiores e Melhores. Para tanto, foram analisadas as empresas pertencentes ao grupo das 100 maiores e melhores de acordo com a Revista Exame para os períodos de 2008 a 2011, sendo que deste grupo foram selecionadas para a mostra as empresas que apresentaram pagamento de juros sobre o capital próprio.

A verificação foi efetuada por meio do modelo de dados em painel. Como variável dependente foi utilizada o Pagamento de Juros sobre Capital Próprio e as seguintes variáveis independentes: Capital Social, IR e CSLL, Faturamento, Lucro Líquido, Lucro Bruto, Ativo Total, Número de Ações e Lucratividade.

Após terem sido realizados os testes propostos para a análise, pode-se concluir que o pagamento de juros sobre capital próprio na amostra analisada está fortemente ligado às variáveis patrimoniais das empresas.

Com isso, conclui-se que quanto maior o capital social e o ativo total das companhias, maior tende ser a prática de remuneração de juros sobre capital próprio. Por outro lado, quando se tratar da quantidade de ações das empresas, os resultados revelam que quanto mais ações a empresa possuir, menor será a tendência pela opção de pagamentos de juros sobre o capital próprio. Tal resultado pode ser justificado devido à necessidade de pagamento de imposto de renda pelos acionistas na opção de pagamento de juros sobre capital próprio, o que poderia levá-los a optar pelo pagamento via distribuição de dividendos, como forma de evitar a tributação pelo imposto de renda pessoa física. Ainda sobre os dividendos, pode ser considerada uma justificativa quanto ao número de ações das empresas, devido à necessidade de pagamento mínimo de dividendos aos acionistas.

Na regressão de dados em painel, a variável lucratividade apresentou um coeficiente negativo ao nível de significância de 1%. Tal resultado pode ser justificado devido ao montante de a remuneração de juros sobre capital próprio reduzir o volume de lucratividade das empresas, logo, quanto maior o pagamento de juros sobre capital próprio, há uma tendência de diminuição da lucratividade da empresa. Já na análise *cross section*, observou-se uma relação positiva ao nível de significância de 1% nos anos de 2008 e 2009.

As diferenças nos resultados entre os dois tipos de regressão utilizados devem-se principalmente à forma como se dá a análise em cada um dos modelos. Conforme Fávero et al. (2009), pela regressão linear faz-se a análise do comportamento das variáveis em cada um dos períodos. Enquanto que a regressão por dados em painel considera o mesmo grupo de variáveis para um período de tempo maior, ou seja, busca explicar o comportamento das variáveis ao longo de um período de tempo. Com isso, as diferenças nos coeficientes de determinadas variáveis podem ser explicadas pela influência do tempo e da quantidade de observações.

Diferente da investigação de Santos e Sallotti (2008), a qual também analisou os fatores determinantes do pagamento dos juros sobre capital próprio, as variáveis Ativo Total, Número de Ações e Lucratividade apresentaram uma relação positiva. Destaca-se que estas diferenças podem ser atribuídas ao período de análise dos dados, pois a crise de 2008 pode ter afetado algumas das variáveis, principalmente a lucratividade das empresas. Constatou-se que o ano de 2008 foi o que apresentou o menor número de empresas que realizaram pagamento de juros sobre o capital próprio.

Outra diferença entre os estudos refere-se à quantidade de empresas analisadas, tendo em vista que o estudo de Santos e Salotti (2008) abordou 3.921 empresas tributadas pelo lucro real constantes na base de dados da FIPECAFI, enquanto o presente estudo voltou-se às empresas pertencentes ao *ranking* das 100 maiores e melhores da Revista Exame.

Como sugestão de pesquisas futuras, sugere-se a continuidade dos estudos sobre o tema de juros sobre capital próprio, utilizando-se de outras variáveis no processo de análise, bem como a sua comparabilidade com a opção das empresas por dividendos, a qual não foi levada em consideração nos objetivos do presente estudo.

REFERÊNCIAS

- ASMUSSEN, S.; HOJGAARD, H.; TAKSAR, M. Optimal risk control and dividend distribution policies. Example of excess-of loss reinsurance for an insurance corporation. **Finance and Stochastics**, v. 4, n. 3, p. 299-324, 2000.
- BAKER, H. K.; POWELL, G. E. How corporate managers view dividend policy. **Quarterly Journal of Business and Economics**, v. 38, n. 2, p. 17-35, 1999.

- BIASSIO, R.; MECCA, M.S. Juros sobre capital próprio: uma ótima opção de planejamento tributário para o fortalecimento do capital de giro e do capital próprio das empresas. In: VI CONGRESSO VIRTUAL BRASILEIRO DE ADMINISTRAÇÃO, 6, 2009, São Paulo. **Anais eletrônicos...** Porto Alegre: CONVIBRA, Dez. 2009. CD-ROM.
- BLACK, F.; SCHOLES, M. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. **Journal of Financial Economics**, v.1, n. 1, p. 1-22, 1974.
- BRASIL. Decreto nº 41.019, de 26 de fevereiro de 1957. Regulamenta os serviços de energia elétrica. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**. Rio de Janeiro, RJ, Seção 1, p. 5657, 12 de março de 1957.
- BRASIL. Lei nº 6.404/76. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, Seção 1, p. 1, Suplemento - 17 de dezembro de 1976.
- 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 da outras providências. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, Seção 1, p. 25, 27 de dezembro de 1995.
- BRASIL. Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e dá outras providências. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, Seção 1, p. 12, 28 de dezembro de 1996.
- CARLETON, W. T. An Analytical Model for Long-Range Financial Planning. **The Journal of Finance**, v. 25, n.2, p.291-315, 1970.
- CORREIA, L.F.; AMARAL, H.F. O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 26, 2002, Salvador. **Anais Eletrônicos...** Salvador: ANPAD, 2003. CD-ROM.
- CORSO, M. C.; KASSAI, J. R.; LIMA, G. A. F. S. Distribuição de Dividendos e de Juros Sobre o Capital Próprio Versus Retorno das Ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**. Brasília. v.6, n. 2, art. 3, p. 154-169, abr./jun. 2012.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: Modelagem Multivariada para Tomada de Decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FIORATI, A.R.S. GARCIA, F.G.; TAMBOSI FILHO, E. Dividendos e juros sobre capital próprio: Sinalização de lucratividade futura? Estudo no mercado brasileiro 1999/2004. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. CD-ROM.
- FRIED, H. O.; LOVELL, C. A. K.; YAISAWARNG, S. The impact of mergers on credit union service provision. **Journal of Banking & Finance**, v. 23, p. 367-386. 1999.
- FUTEMA, M.S.; BASSO, L.F.C.; KAYO, E.K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças USP**, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 44-62, jan./abr., 2009.
- GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- GOUVEIA, F.H.C.; AFONSO; L.E. Uma análise das formas de remuneração dos sócios por meio do planejamento tributário. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n.2 São Paulo, p. 69-98, 2013.
- GRACE, M. F.; HARRINGTON, S. E.; KLEIN, R. W. Risk-based capital and solvency screening in property-liability insurance: hypotheses and empirical tests. **The Journal of Risk and Insurance**, n. 65, v. 2, p. 213-243, 1998.
- GUERREIRO, R.; SANTOS, A dos. As empresas que operam no Brasil estão pagando juros sobre capital próprio? In: CONGRESSO USP E CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6, 2006, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 2006. CD-ROM.
- HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27, 2003, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2003. CD-ROM.

- IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 1, n. 1, p. 1-15, 2008.
- MALAQUIAS, R.F.; GIACHERO, O.S.; COSTA, B.E.; LEMES, S. Quais podem ser os reflexos da contabilização de juros sobre o capital próprio na riqueza do acionista. **Revista Brasileira de Contabilidade**. São Paulo. n. 188, p. 59-69, mar./abr. 2011.
- _____. Juros sobre capital próprio: Uma análise envolvendo a empresa pagadora e o acionista recebedor. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança – UnB Contábil**. Brasília, v. 10. n. 2, jul./dez. 2007.
- MILLER, M. H.; MODIGLIARI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.
- MOTA, D.C. **Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações**: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. 2007. 71 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração do Estado de São Paulo, fundação Getúlio Vargas, São Paulo. 2007.
- NAKAMURA, W.T.; MARTIN, D.M.L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A.F.; COSTA, A.C.F.; AMARAL, A.C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro – análise de regressão com painel de dados no período de 1999-2003. **Revista Contabilidade e Finanças USP**. São Paulo, n.44, p. 72-85, mai./ago. 2007.
- RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. (2009). Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: Ilse Maria Beuren (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas.
- ROCHE, I.C. La decisiones de distribución de beneficios em la empresa: política de dividendos. **Revista Espanola de Financiación Y Contabilidad**. v. 5, n.17, p. 37-54, jul./sep. 1976.
- SANTOS NETO, D.P.; SOUZA, L.M. A influência da remuneração do capital (juros sobre capital próprio e dividendos) na avaliação do valor da empresa. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 17, 2007, Belo Horizonte. **Anais eletrônicos...** Belo Horizonte: Associação Brasileira de Custos - ABC, 2007. CD-ROM.
- SANTOS, A. Quem está pagando juros sobre capital próprio no Brasil? **Revista Contabilidade e Finanças USP**. São Paulo, p. 33-44, junho. 2007. Edição Especial 30 anos de Doutorado.
- SANTOS, A.; SALOTTI, B.M. Juros sobre o capital próprio: Qual a relação existente entre essa forma de remuneração e as características das empresas? In: CONGRESSO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAIS DOS CURSOS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.
- SILVA, J. C.; LIMA, M. R.; BRITO, R. D. O crescimento da remuneração direta aos acionistas no Brasil: economia de impostos ou mudança de características das firmas? **Brazilian Business Review**. v. 6. n.1. Vitória – ES, p. 62-81, abril. 2009.
- VERGARA, S. C. **Projeto e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 1998.
- YANO, A. M.; ALENCAR, R.C. de. Governança corporativa e juros sobre capital próprio. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA, 7, 2010, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 2010.