



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337  
Blumenau, v. 8, n. 4, p. 60-75, out./dez., 2012

doi:10.4270/ruc.2012431

Disponível em [www.furb.br/universocontabil](http://www.furb.br/universocontabil)



## **ESTATAIS E RESULTADO PRIMÁRIO DO GOVERNO BRASILEIRO: IMPACTO DO DIVIDENDO MÍNIMO E DOS JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO<sup>1</sup>**

**STATE OWNED ENTERPRISES AND PRIMARY RESULTS OF BRAZILIAN GOVERNMENT: IMPACT OF MINIMUM DIVIDEND AND INTERESTS ON EQUITY**

**EMPRESAS ESTATALES Y RESULTADO PRIMARIO DEL GOBIERNO BRASILEÑO: EL IMPACTO DE LOS DIVIDENDOS Y INTERESES SOBRE EL CAPITAL PROPRIO**

**Gustavo Amorim Antunes**

Doutorando no Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - UnB/UFPB/UFRN

Endereço: Rua Ceará, nº 18, apto. 05 - Vila Planalto

CEP: 70.804-230 – Brasília/DF – Brasil

E-mail: [gaantunes@yahoo.com.br](mailto:gaantunes@yahoo.com.br)

Telefone: (61) 2020-4578

### **RESUMO**

Este estudo avalia o impacto do dividendo mínimo e dos Juros sobre Capital Próprio (JCP) das estatais sobre o resultado primário do governo federal. O dividendo aumenta o resultado primário de duas formas: produz receita primária líquida ou substitui despesa primária por despesa financeira. O JCP gera o mesmo efeito, com reflexo adicional por seu aspecto tributário. Assim, a fiscalização do dividendo/JCP pode contribuir para a política fiscal brasileira. A pesquisa analisou as 27 empresas controladas diretamente pela União que exibiram lucro em 2009. Os resultados revelaram 7 estatais com dividendo menor e outras 2 que poderiam remunerar os acionistas se absorvessem prejuízo acumulado. Ainda, verificou-se que 12 empresas declararam JCP abaixo do limite e que esse limite poderia ser ampliado nas 9 com dividendo mínimo passível de ajuste. Isso evidencia oportunidade para aumentar o resultado primário em R\$ 253 milhões e explicita a relevância prática deste estudo.

**Palavras-chave:** Política de dividendos. Destinação do lucro. Política fiscal. Remuneração ao acionista.

<sup>1</sup> Artigo recebido em 22.10.2011. Revisado por pares em 18.03.2012. Reformulado em 22.05.2012. Recomendado para publicação em 27.05.2012 por Ilse Maria Beuren (Editora). Publicado em 30.11.2012. Organização responsável pelo periódico: FURB.

## ABSTRACT

*This paper analyzes the impact of the minimum dividend and interest on equity of state owned companies on the primary results of Brazilian government. Dividend increases primary results in two ways: creates net primary revenue or substitutes primary expense by financial expense. Interest on equity holds the same effect, with additional reflect due to its taxation aspects. Thus, the monitoring of dividend and interest on equity can contribute to Brazilian fiscal policy. This research analyzed the 27 companies controlled directly by the Brazilian Treasury that had profit in 2009. The results revealed seven companies with lower dividend and other two companies that could remunerate the shareholders if they had absorbed past cumulated loss. It was also observed that twelve companies disclosed interest on equity lower than the limit and that this limit could be increased in nine companies with minimum dividend subject to adjustment. This shows opportunity to increase the primary result in R\$ 253 million and demonstrates the practical relevance of this paper.*

**Keywords:** *Dividend policy. Earning distribution. Fiscal policy. Shareholder remuneration.*

## RESUMEN

*Este trabajo evalúa el impacto del dividendo mínimo e del Interés sobre el Capital Propio (ICP) de las empresas estatales brasileñas sobre las ganancias primarias del gobierno federal en Brasil. El dividendo aumenta el resultado primario de dos formas: produce ingresos primarios líquidos o substituye gastos primarios por gastos financieros. El ICP produce el mismo efecto, aunque con reflejo adicional por su aspecto tributario. Así, la fiscalización del dividendo/ICP puede contribuir a la política fiscal brasileña. La investigación analizó las 27 empresas controladas directamente por la Unión que presentaron lucros en 2009. Los resultados revelaron 7 estatales con dividendo menor y otras 2 que podrían remunerar los accionistas si absorbiesen las pérdidas acumuladas. Además, se encontró que 12 empresas declarararan un ICP abajo del limite y que dicho limite podría ser ampliado en 9 empresas con dividendo mínimo pasible de ajuste. Este resultado evidencia oportunidad de aumentar el resultado primario del gobierno federal en R\$ 253 millones y explicita la relevancia práctica de este trabajo.*

**Palavras chave:** *Política de dividendos. Asignación de las ganancias. Política fiscal. Remuneración a los accionistas.*

## 1 INTRODUÇÃO

As metas de superávit primário foram implantadas no Brasil a partir de 1999, pelo Plano de Estabilização Fiscal (Silva, 2006, p. 48), como forma de controlar a dívida pública. Nesse contexto, o dividendo das estatais ganha relevância na política fiscal. Afinal, esse dividendo compõe o resultado primário do governo federal (União, suas autarquias e estatais incluídas no cálculo do primário) e é vinculado ao pagamento da dívida pública, conforme Lei nº 9.530/97, art. 1º, inciso I.

Dessa forma, torna-se relevante encontrar mecanismos para aumentar o fluxo de dividendos e reforçar sua contribuição para a meta fiscal, ilustrada na Tabela 1. Destaca-se que Brito, Lima e Silva (2009, p. 75) identificaram aumento na propensão das empresas brasileiras para remunerar os acionistas. Seria interessante que isso ocorresse também com as estatais, especialmente porque a distribuição de dividendos tende a aumentar com a concentração acionária (HAHN et al., 2010, p. 37) e, nas estatais, o governo sempre concentra

a maioria das ações com direito a votos.

**Tabela 1 - Evolução dos dividendos e do resultado primário (R\$ milhões)**

Descrição	2006	2007	2008	2009	2010
Dividendo das estatais	9.229	6.561	12.929	26.120	21.614
Resultado primário	75.915	88.078	103.584	64.769	101.696
Dividendo / Primário	12%	7%	12%	40%	21%

Fonte: www.tesouro.fazenda.gov.br e www.bcb.gov.br.

Uma primeira alternativa para alavancar os dividendos das estatais seria implantar melhorias de gestão que afetem o desempenho econômico das empresas. Outra possibilidade seria fiscalizar as regras de retenção de lucro nas estatais, conforme proposto por Antunes (2009, p. 20), e permitir maior distribuição de dividendos. Contudo, este trabalho optou por verificar se há espaço para ampliar os dividendos pela análise do dividendo mínimo e dos Juros sobre Capital Próprio (JCP) e seu possível efeito sobre o resultado primário.

Interessante observar que o resultado primário é tema tradicionalmente explorado na área de economia, mas poucos são os trabalhos que avaliam a influência das estatais no resultado primário sob a ótica contábil. Nesse sentido, este texto contribui com a literatura brasileira ao pesquisar uma abordagem inédita, não encontrada em nenhuma publicação contida nos principais periódicos e congressos contábeis do país.

A relação de periódicos consultados abrangeu todas as edições de onze revistas nacionais: *Advances in Scientific and Applied Accounting*, *Brazilian Business Review*, *Contabilidade Vista & Revista*, *Contabilidade, Gestão e Governança*, *Revista Base Unisinos*, *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, *Revista Contabilidade e Finanças*, *Revista Contemporânea de Contabilidade*, *Revista de Contabilidade e Organizações*, *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade* e *Revista Universo Contábil*.

A relação de congressos, por outro lado, envolveu as edições de 2006 a 2010 de quatro eventos: Congresso USP, Congresso ANPCONT, Congresso EnANPAD e Congresso Brasileiro de Contabilidade.

Em relação às pesquisas internacionais, o uso dessas referências foi prejudicado pelo foco em aspectos da legislação brasileira. Dessa forma, a ausência de pesquisas similares explica o menor número de citações acadêmicas contidas neste trabalho.

Por fim, destaca-se que esta pesquisa possui forte conteúdo prático, passível de orientar aspectos da política fiscal brasileira. Dessa forma, entende-se ter atendido a sugestão de Borba (2009, p. 108), no sentido de se preocupar e ressaltar a relevância prática das pesquisas em contabilidade.

## 2 IMPACTO DO DIVIDENDO SOBRE O RESULTADO PRIMÁRIO

O dividendo das estatais pode aumentar o resultado primário do governo federal de duas formas. Nas instituições financeiras e demais empresas excluídas do primário, o dividendo não produz despesa primária na estatal e gera receita primária líquida para o governo, na proporção de suas ações.

Nas estatais dependentes, que integram o resultado primário da União, e nas empresas listadas no Anexo II do Programa de Dispêndios Globais (PDG), que integram o resultado primário das estatais, o dividendo gera receita primária no governo e despesa primária na estatal. Contudo, sem o dividendo, a estatal poderia aplicar o recurso em suas atividades operacionais e incorreria em despesa primária, presente ou futura, reduzindo o resultado primário. Por outro lado, se o dividendo for pago, a União incorrerá em despesa financeira para amortizar a dívida pública, sem impacto primário. Assim, nas estatais incluídas no primário, o dividendo da União substitui despesa primária por despesa financeira e favorece o

resultado fiscal. Havendo outros acionistas, o dividendo de terceiros apenas trocaria o tipo de desembolso (investimento por dividendo), sem impacto primário.

Portanto, desconsiderando efeitos transitórios por defasagem temporal, pode-se concluir que o dividendo das estatais sempre aumenta o resultado primário do governo federal, conforme equação (1) a seguir:

$$ID_t = D_t \cdot G_t \quad (1)$$

Onde:

$ID_t$  é o Impacto no resultado primário do governo federal do ano  $t$  causado pelo Dividendo distribuído por empresa estatal;

$D_t$  é o Dividendo total distribuído pela estatal no ano  $t$  (inclui JPC); e

$G_t$  é a participação do Governo federal (União, suas autarquias e estatais incluídas no primário) no capital da empresa no ano  $t$ .

Para estimar a equação (1), usou-se a participação da União, disponível no *site* do Tesouro Nacional, para representar a participação total do governo federal. No caso específico da Dataprev, a participação do Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS) foi somada à da União para encontrar participação integral do governo federal.

### 3 EFEITO TRIBUTÁRIO DO JCP

O JCP é remuneração acionária como o dividendo e, como tal, produz o mesmo impacto primário expresso na equação (1). A única diferença entre JCP e dividendo é o aspecto tributário, capaz de gerar efeito adicional sobre o resultado fiscal.

O JCP foi introduzido no Brasil por ocasião do Plano Real, que proibiu a indexação de contratos para combater a inflação inercial (Santos, 2007, p. 34). Nesse contexto, a Lei nº 9.249/95 extinguiu a correção monetária de balanços. Com isso, a inflação passou a aumentar o lucro e a própria Lei criou o JCP como artifício para reduzir o impacto tributário nas empresas (Fabretti, 2000, p. 288). O autor esclarece que o JCP também incentiva o investimento produtivo, pois induz as empresas aumentarem a remuneração dos acionistas em busca de benefício fiscal.

No dividendo, o lucro da empresa é tributado em 34% antes de ser transferido para os acionistas, sendo 25% de Imposto de Renda (IR) e 9% de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). Portanto, o dividendo é remuneração líquida, não sujeita à tributação no acionista. Destaca-se que a CSLL é destinada para a seguridade social, gerida integralmente pela União, mas 48% do IR é repartido com Estados, Municípios e bancos regionais de fomento, em atenção à Constituição Federal, art. 159, inciso I, e art. 195, inciso I, alínea 'c'.

No JCP, o valor pago pela empresa é deduzido de seu IR/CSLL para ser adicionado à renda tributável do acionista. Portanto, o JCP é uma remuneração bruta, a ser tributada no investidor.

Para o acionista União, o JCP não é taxado, pois IR/CSLL são tributos federais e a União não tributa a si mesma. De forma análoga, a União não cobra imposto de Estados, Municípios, autarquias e fundações públicas, conforme Constituição Federal, art. 150, inciso VI, alínea 'a', e §2º. Assim, na empresa pública, o JCP produz economia fiscal de 34% do seu valor.

Se a empresa estiver incluída no primário, isso reduz desembolsos na estatal e cancela ingresso financeiro na União, com efeito aparentemente nulo sobre o resultado primário do governo federal. Contudo, a União recebe apenas parte do IR e, portanto, o JCP evita evasão fiscal de 12% do seu valor (48% dos 25% de IR). Se a empresa pública estiver excluída do primário, a economia na empresa não anula de imediato a perda tributária da União. Porém,

o respectivo aumento do lucro será revertido em dividendo futuro, em algum momento, quando haverá receita primária para recompor a perda passada da União e evidenciar ganho líquido por evitar evasão fiscal. Em ambos os casos, se houverem outros acionistas, esse ganho deve ser comparado com a saída de dividendo para terceiros.

Desconsiderando efeitos transitórios por defasagem temporal, pode-se concluir que a tributação do JCP evita evasão de IR e gera perda de dividendo para terceiros. Esse entendimento está expresso na equação (2) a seguir. Vale lembrar que, enquanto remuneração acionária, o JCP *per si* produz o efeito primário descrito na equação (1).

$$\begin{aligned} IJ_t &= EV_t - DT_t \\ IJ_t &= EV_t - B_t \cdot (1 - G_t) \end{aligned} \quad (2)$$

Onde:

$IJ_t$  é o Impacto no resultado primário do governo federal do ano  $t$  causado pela tributação do JCP de uma estatal;

$EV_t$  é a Evasão de IR a ser evitada pelo JCP no ano  $t$ ;

$DT_t$  é o Dividendo de Terceiros derivado da economia tributária do JCP no ano  $t$ ;

$B_t$  é o Benefício tributário gerado pelo JCP no ano  $t$ .

Nas empresas públicas, a evasão de IR equivale a 12% do JCP e o benefício fiscal é de 34%. Nesse caso, a equação (2) pode ser substituída pela equação (2.1) a seguir.

$$IJP_t = [12\% - 34\% \cdot (1 - G_t)] \cdot JCP_t \quad (2.1)$$

Onde:

$IJP_t$  é o impacto no resultado primário do governo federal do ano  $t$  causado pela tributação do JCP de empresa Pública;

$JCP_t$  é o total de Juros sobre Capital Próprio distribuído pela estatal no ano  $t$ ; e

A partir da equação (2.1), é possível inferir que a tributação do JCP de empresa pública só prejudica o primário quando a participação do governo é inferior a 65%. Atualmente, isso não se verifica em nenhuma empresa pública federal. Esse percentual crítico foi obtido pela dedução algébrica a seguir.

$$\begin{aligned} IJP_t &= [12\% - 34\% \cdot (1 - G_t)] \cdot JCP_t > 0 \\ 12\% - 34\% \cdot (1 - G_t) &> 0 \\ 12 - 34 + 34G_t &> 0 \\ 34G_t - 22 &> 0 \\ G_t &> 22/34 \\ G_t &> 65\% \end{aligned}$$

Nas estatais de economia mista, o reflexo do JCP é diferenciado pela tributação incidente em pessoas físicas e jurídicas. No acionista pessoa física, o JCP é taxado por IR de 15%, sem CSLL. Com isso, tem-se economia tributária de 19% sobre o JCP da pessoa física e evita-se evasão fiscal de 4,8% (48% da redução de 10% no IR).

Nesse caso, a evasão de IR equivale a 12% do JCP do ente público, mais 4,8% do JCP da pessoa física. O benefício tributário do JCP, por sua vez, será de 34% no ente público e 19% na pessoa física. Dessa forma, a equação (2.1) pode ser expandida pela equação (2.2) a seguir.

$$IJF_t = [12\% \cdot E_t + 4,8\% \cdot F_t - (34\% \cdot E_t + 19\% \cdot F_t) \cdot (1 - G_t)] \cdot JCP_t \quad (2.2)$$

Onde:

$IJF_t$  é o impacto no resultado primário do governo federal causado pela tributação do JCP em uma estatal cujos acionistas privados são pessoas Físicas;

$E_t$  é a participação de Entes públicos no capital da empresa no ano  $t$ ; e

$F_t$  é a participação de pessoas Físicas no capital da empresa no ano  $t$ .

A partir da equação (2.2), é possível inferir que o JCP da estatal em que os outros acionistas são pessoa física só prejudica o resultado primário do governo federal quando a participação do governo é inferior a 67%. Atualmente, isso não se verifica em nenhuma estatal. Esse valor crítico foi obtido pela dedução algébrica a seguir, que assume  $E_t = G_t$  e  $F_t = (1 - G_t)$ .

$$\begin{aligned} IJF_t &= [12\% \cdot E_t + 4,8\% \cdot F_t - (34\% \cdot E_t + 19\% \cdot F_t) \cdot (1 - G_t)] \cdot JCP_t > 0 \\ 12\% \cdot G_t + 4,8\% \cdot F_t - (34\% \cdot G_t + 19\% \cdot F_t) \cdot F_t &> 0 \\ 12G_t + 4,8F_t - F_t \cdot (34G_t + 19F_t) &> 0 \\ IJF_t &= 12G_t + F_t \cdot [4,8 - (34G_t + 19F_t)] > 0 \\ 12G_t + (1 - G_t) \cdot [4,8 - 34G_t - 19 \cdot (1 - G_t)] &> 0 \\ 12G_t + (1 - G_t) \cdot [4,8 - 34G_t - 19 + 19G_t] &> 0 \\ 12G_t + (1 - G_t) \cdot [-14,2 - 15G_t] &> 0 \\ 12G_t - (1 - G_t) \cdot [14,2 + 15G_t] &> 0 \\ 12G_t - (14,2 + 15G_t) + (14,2G_t + 15G_t^2) &> 0 \\ 12G_t - 14,2 - 15G_t + 14,2G_t + 15G_t^2 &> 0 \\ 15G_t^2 + 11,2G_t - 14,2 &> 0 \\ G_t &> 67\% \end{aligned}$$

No acionista pessoa jurídica, a Lei nº 9.718/98, art. 3º estabelece que o JCP sofre incidência de Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) e para o Programa de Integração Social (PIS). Apesar de a taxa não ser homogênea entre empresas, a alíquota geral é de 0,65% e 3%, respectivamente. Em seguida, incide 34% de IR/CSLL que, por ser aplicado pós-PIS/COFINS, gera alíquota efetiva de 24,09% e 8,67%, menores que as alíquotas tradicionais de 25% e 9%. Dessa forma, a União troca receita tributária por JCP e evita transferir IR para Estados e Municípios. Isso gera ganho para a União no montante de 0,44% do JCP distribuído, equivalente a 48% da economia de 0,91% no IR.

Adicionalmente, o JCP pago pela estatal à pessoa jurídica aumenta o recolhimento das contribuições sociais em 3,32% (3,65% de PIS/COFINS menos 0,33% de perda na CSLL), que são recebidas integralmente pela União, de acordo com a Constituição Federal, art. 239, e Lei Complementar nº 70/91, art. 1º. Esse aumento da carga tributária é numericamente exemplificado por Malaquias *et al* (2007, p. 57).

Dessa forma, no JCP pago por estatal à pessoa jurídica, a União ganha na proporção de 3,76% ao prevenir evasão de IR de 0,44% e aumentar as contribuições sociais em 3,32%. Inserindo esse efeito na equação (2.2), pode-se generalizar o impacto tributário do JCP pela equação (3) a seguir.

$$\begin{aligned} IJ_t &= [12\% \cdot E_t + 4,8\% \cdot F_t + 0,44\% \cdot J_t + 3,32\% \cdot J_t - (34\% \cdot E_t + 19\% \cdot F_t) \cdot (1 - G_t)] \cdot JCP_t \\ IJ_t &= [12\% \cdot E_t + 4,8\% \cdot F_t + 3,76\% \cdot J_t - (34\% \cdot E_t + 19\% \cdot F_t) \cdot (1 - G_t)] \cdot JCP_t \quad (3) \end{aligned}$$

Onde:  $J_t$  é a participação de pessoas Jurídicas na estatal no ano  $t$ .

A partir da equação (3), é possível inferir que o JCP da estatal cujo acionista privado é pessoa jurídica só prejudica o resultado primário do governo federal quando a estatal fora do primário e a participação da União é inferior a 56%. Atualmente, apenas quatro empresas se encontram nessa situação: IRB, Banco do Brasil, Eletrobrás, e Petrobrás. Petrobrás e Eletrobrás foram excluídas do primário pelas Leis nº 12.053/09 e nº 12.377/10, respectivamente. Esse valor crítico foi obtido pela dedução algébrica a seguir, que assume  $E_t = G_t$ ,  $F_t = 0$  e  $J_t = (1-G_t)$ .

$$\begin{aligned}
 IJ_t &= [12\% \cdot E_t + 4,8\% \cdot F_t + 3,76\% \cdot J_t - (34\% \cdot E_t + 19\% \cdot F_t) \cdot (1-G_t)] \cdot JCP_t > 0 \\
 12\% \cdot G_t + 3,76\% \cdot J_t - (34\% \cdot G_t) \cdot (1-G_t) &> 0 \\
 12G_t + 3,76J_t - 34G_t \cdot (1-G_t) &> 0 \\
 12G_t + 3,76(1-G_t) - 34G_t \cdot (1-G_t) &> 0 \\
 12G_t + 3,76 - 3,76G_t - 34G_t + 34G_t^2 &> 0 \\
 34G_t^2 - 25,76G_t + 3,76 &> 0 \\
 G_t &> 56\%
 \end{aligned}$$

No intuito de verificar o impacto do JCP das estatais no resultado primário do governo federal, buscou-se estimar a equação (3). Contudo, as empresas não divulgam a composição acionária completa e, para viabilizar os cálculos, assumiu-se, por simplificação, que todos os acionistas das estatais são pessoas jurídicas nas sociedades de economia mista e entes públicos nas empresas públicas. Esse procedimento equivale a suprimir o termo  $+4,8\% \cdot F_t$  da equação (3) e substituir o termo  $-19\% \cdot F_t$  por  $-34\% \cdot E_t$ . Em ambos os casos, os resultados se tornam conservadores, pois o impacto calculado do JCP fica discretamente inferior ao real.

Outra simplificação adotada foi utilizar a participação da União, disponível no *site* do Tesouro Nacional, para representar a participação total do governo federal. No caso específico da Dataprev, porém, a participação do INSS foi somada à da União para obter participação integral do governo. Assim, utilizou-se a seguinte equação:

$$IJ_t = [12\% \cdot E_t + 3,76\% \cdot J_t - 34\% \cdot E_t \cdot (1-G_t)] \cdot JCP_t \quad (3.1)$$

#### 4 PROBLEMA E HIPÓTESES DE PESQUISA

O dividendo das estatais possui impacto positivo sobre o resultado primário do governo federal e motiva a busca por alternativas para aumentá-los. Uma opção seria alavancar o desempenho econômico com melhorias de gestão ou fiscalizar as regras para constituição de reservas de lucro para aumentar a distribuição de dividendos.

Contudo, este trabalho optou por avaliar se o monitoramento do dividendo mínimo e do JCP revelam oportunidades para aumentar o resultado primário. Dessa forma, adota-se a seguinte questão de pesquisa:

A fiscalização do dividendo mínimo e do JCP permite aumentar o resultado primário do governo federal?

Resposta sugerida pelos resultados: Sim.

Para investigar essa pergunta foram adotadas duas hipóteses de trabalho passíveis de testes empíricos:

H1: Nenhuma estatal distribui dividendo abaixo do mínimo.  
Inferência sugerida pelos resultados: rejeição de H1.

H2: Todas as estatais utilizam o limite máximo de JCP.

Inferência sugerida pelos resultados: rejeição de H2.

## 5 METODOLOGIA

Esse tópico demonstra o cálculo do dividendo mínimo e do limite máximo do JCP, além de apresentar a amostra de empresas aqui estudadas.

### 5.1 Dividendo Mínimo

O dividendo mínimo é a remuneração mínima a ser paga aos acionistas quando a empresa apresenta lucro no final do ano. Seu valor é definido pela seguinte legislação: Decreto nº 2.673/98, art. 1º, Lei nº 6.404/76, arts. 189, 195-A e 202, caput e § 2º, e Plano Contábil das Instituições Financeiras (COSIF), tópico 1-20-3-2c, itens 7, 11 e 12. O cálculo do dividendo mínimo pode ser resumido pela equação (4), cujas variáveis podem ser obtidas na Demonstração de Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL) da empresa.

$$DM_t = 25\% \cdot LLA_t \quad (4)$$

Onde:

$DM_t$  é o Dividendo Mínimo referente ao ano  $t$ ; e

$LLA_t$  é o Lucro Líquido Ajustado do ano  $t$ , obtido na equação (4.1).

$$LLA_t = LL_t - PA_{t-1} - RL_t - RIF_t - RC_t - RR_t + AEA_t \quad (4.1)$$

Onde:

$LL_t$  é o Lucro Líquido no ano  $t$ ;

$PA_t$  é o saldo de Prejuízos Acumulados no ano  $t-1$ ;

$RL_t$  é a constituição de Reserva Legal no ano  $t$ , equivalente a 5% do lucro até o limite de 20% do capital social;

$RIF_t$  é a constituição de Reserva de Incentivos Fiscais no ano  $t$ ;

$RC_t$  é a constituição de Reserva de Contingências no ano  $t$ ;

$RR_t$  é a realização da Reserva de Reavaliação no ano  $t$ ; e

$AEA_t$  é o valor do Ajuste de Exercícios Anteriores no ano  $t$ .

No caso específico da Caixa Econômica Federal, a equação (4.1) possui um termo adicional para deduzir a constituição da reserva de loterias, por força do Decreto-Lei nº 759/69, art. 10, caput e §1º.

Para testar a primeira hipótese de trabalho “H1: nenhuma estatal distribui dividendo abaixo do mínimo”, o dividendo mínimo foi calculado pela equação (4) e comparado com o valor declarado pela empresa (inclui JCP). Se o dividendo for menor que o mínimo, H1 será rejeitada e haverá oportunidade para aumentar o resultado primário do governo federal, na magnitude apurada pela equação (1).

Ressalta-se que a simples diferença numérica é suficiente para os propósitos deste trabalho, não sendo aplicáveis testes de significância estatística. Vale lembrar que o dividendo mínimo não é uma variável aleatória com média e desvio padrão; trata-se de parâmetro definido por lei e que deve ser observado pelas empresas.

Nos casos em que o dividendo proposto for inferior ao mínimo, serão consultadas as notas explicativas da empresa na expectativa de se encontrar a memória de cálculo para o dividendo. Sobre o assunto, a Lei nº 6.404/76, art. 176, §5º, inciso III, define comando genérico de que as notas explicativas devem conter informações adicionais para apresentar as demonstrações contábeis adequadamente. De modo específico, a Interpretação Técnica nº 8 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – ICPC 8, item 14, recomenda que a destinação do



lucro seja detalhada em nota explicativa.

## 5.2 Limite Máximo dos Juros sobre Capital Próprio

O limite máximo de JCP é obtido em quatro etapas. Nas duas primeiras, são calculados parâmetros intermediários necessários na terceira etapa. O primeiro deles é extraído da equação (5), cujas variáveis podem ser obtidas no *site* do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e no Balanço Patrimonial da empresa, mais especificamente nas contas de patrimônio líquido.

$$PI_t = TJLP_t \cdot PL'_{t-1} \quad (5)$$

Onde:

$PI_t$  é o primeiro parâmetro intermediário para cálculo do JCP no ano  $t$ ;

$TJLP_t$  é a Taxa de Juros de Longo Prazo do período  $t$ ;

$PL'_{t-1}$  é o Patrimônio Líquido ajustado em  $t-1$ , obtido na equação (5.1).

$$PL'_{t-1} = PL_{t-1} - SRR_{t-1} - AAP_{t-1} \quad (5.1)$$

Onde:

$PL_{t-1}$  é o Patrimônio Líquido do período  $t-1$ ;

$SRR_{t-1}$  é o Saldo da Reserva de Reavaliação do período  $t-1$ ; e

$AAP_{t-1}$  é o Ajuste de Avaliação Patrimonial do período  $t-1$ .

Nas empresas que apuram o lucro real trimestralmente, a equação (5) é computada quatro vezes no ano, no final de cada trimestre. Assim, o parâmetro do 1º trimestre é baseado no PL de dezembro; do 2º, no PL do 1º trimestre; do 3º, no PL do 2º; e do 4º, no PL do 3º. Contudo, o balanço trimestral não é publicado pela maioria das estatais e, por restrição de dados, optou-se por utilizar sempre o PL de dezembro e a TJLP média, desconsiderando o aumento gradativo do PL pelos lucros trimestrais e as variações da TJLP.

Com isso, o parâmetro  $PI_t$  obtido na equação (5) pode estar subavaliado. Porém, isso não prejudica os resultados da pesquisa de forma significativa, pois o lucro trimestral tende a não ser expressivo em relação ao PL total. Além disso, o parâmetro  $PI_t$  é apenas o primeiro valor de referência para cálculo do JCP e pode ser desprezado quando seu valor é maior que os apurados nas próximas etapas a seguir.

O segundo parâmetro intermediário do JCP é apurado pela equação (6) a seguir, cujas variáveis podem ser extraídas da Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) e do Balanço Patrimonial da empresa.

$$P2_t = \text{máx} \{SRL_{t-1}; LL'_t\} \quad (6)$$

Onde:

$P2_t$  é o segundo parâmetro intermediário para cálculo do JCP no ano  $t$ ;

$SRL_{t-1}$  é o Saldo das Reservas de Lucro do ano  $t-1$ ; e

$LL'_t$  é o Lucro Líquido ajustado do ano  $t$ , obtido pela equação (6.1).

$$LL'_t = LL_t - IR_t \quad (6.1)$$

Onde:

$LL_t$  é o Lucro Líquido do exercício no ano  $t$ ; e

$IR_t$  é a provisão para Imposto de Renda do ano  $t$ , sem CSLL.

Uma vez calculados os dois parâmetros intermediários ( $PI_t$  e  $P2_t$ ), deve-se selecionar o menor, que é o limite fiscal do JCP. Esse procedimento está descrito na equação (7) a seguir, que se baseia em diversos normativos: Lei nº 9.249/95, art. 9º, caput e §§1 e 8, Lei nº 11.941/09, art. 59, Instrução Normativa da Receita Federal (INRF) nº 93/97, art. 29, Decreto nº 3.000/99, art. 347, §4º, e art. 668, §1º, e Decreto nº 5.442/05, art. 1º, parágrafo único, inciso I.

$$LF_t = \text{mín} \{PI_t ; P2_t\} \quad (7)$$

Onde:  $LF_t$  é o limite fiscal do JCP no ano  $t$ .

Finalmente, o limite fiscal só poderá ser utilizado se a empresa efetivamente remunerar seus acionistas em tal magnitude. Ou seja, a remuneração paga pela empresa representa um limite gerencial do JCP, que se impõe junto com o limite fiscal. Portanto, o menor desses valores expressa o limite máximo do JCP, conforme equação (8) a seguir.

$$LM_t = \text{mín} \{LF_t ; LG_t\} \quad (8)$$

Onde:

$LM_t$  é o limite máximo de JCP permitido para o ano  $t$ ; e

$LG_t$  é o limite gerencial do JCP, equivalente à remuneração total dos acionistas relativa ao ano  $t$ .

Para testar a segunda hipótese de trabalho “H2: todas as estatais utilizam o limite máximo de JCP”, o limite máximo do JCP foi calculado pela equação (8) e comparado com o valor declarado pela empresa, disponível na DMPL, na Demonstração de Valor Adicionado (DVA) e/ou nas notas explicativas. Se o JCP for menor que o limite, H2 será rejeitada e haverá oportunidade para aumentar o resultado primário do governo federal, na magnitude apurada pela equação (3.1).

Ressalta-se novamente que a diferença numérica é suficiente para os propósitos deste trabalho, não sendo aplicáveis testes de significância estatística. Vale lembrar que o limite de JCP não é uma variável aleatória com média e desvio padrão; trata-se de parâmetro definido por lei e que deve ser observado pelas empresas.

Nos casos em que o JCP proposto for inferior ao limite permitido em lei, serão consultadas as notas explicativas da empresa, porém, sem expectativa de se encontrar a memória de cálculo para o JCP. A Lei nº 6.404/76, art. 176, §5º, inciso III, define comando genérico de que as notas explicativas devem conter informações adicionais para apresentação adequada das demonstrações contábeis, porém, as normas brasileiras não exigem o cálculo específico do JCP, que não é usual nas divulgações contábeis.

### 5.3 Amostragem

Optou-se por analisar o ano de 2009 por ser o período mais recente disponível à época de elaboração deste trabalho. Posteriormente, ao revisar o texto, foi possível incluir o ano de 2010 e aproveitou-se para analisar também o ano de 2008.

Em 2009, a União controlava diretamente 45 empresas, mas apenas 27 exibiram lucro no final do exercício, apresentadas no quadro 1. A coleta dos dados foi feita a partir das demonstrações contábeis individuais das empresas, livremente disponíveis na *internet*.

A princípio, o ano de 2009 poderia ser suficiente para satisfazer os objetivos desta pesquisa, pois o dividendo mínimo e o limite de JCP são parâmetros legais que devem ser observados em todos os exercícios, independentemente da conjuntura econômica. Porém, para

complementar e enriquecer a análise, as empresas que não observaram esses parâmetros em 2009 foram também avaliadas em 2008 e 2010.

1. BASA	6. CEF	11. Codevasf	16. ECT	21. HCPA	26. Serpro
2. BB	7. CDP	12. Conab	17. Eletrobrás	22. Imbel	27. Trensurb
3. BNB	8. Ceasa-MG	13. CPRM	18. Emgepron	23. Infraero	
4. BNDES	9. CMB	14. Dataprev	19. EPE	24. IRB	
5. Casemg	10. Codesp	15. EBC	20. FINEP	25. Petrobrás	

**Quadro 1 – Relação de empresas controladas diretamente pela União com lucro em 2009**

Fonte: elaboração própria.

Por fim, destaca-se que esta pesquisa se baseia nas demonstrações contábeis oficiais, que são publicadas antes da assembleia geral de acionistas, por força do art. 133 da Lei nº 6.404/76, no pressuposto de que a destinação do lucro será aprovada. Assim, eventuais apontamentos observados nesta pesquisa se referem à proposta elaborada pela empresa.

## 6 RESULTADOS

Para organizar a apresentação dos resultados, optou-se por dividi-los em dois grupos, referentes a dividendo mínimo e JCP.

### 6.1 Dividendo Mínimo

A Tabela 2 revela que seis estatais declararam dividendo menor que o mínimo legal. Com isso, estima-se que a União deixou de arrecadar R\$ 178 milhões, com igual reflexo no resultado primário.

**Tabela 2 - Estatais com dividendo menor que o mínimo (R\$ mil)**

Nº	Empresa	Dividendo mínimo (4)	Dividendo/JCP declarado	Remuneração a menor	Participação da União	Impacto primário (1)
1	Casemg	309	-	309	92,96%	287
2	Conab	10.195	5.028	5.167	100%	5.167
3	CPRM	193	114	79	97,33%	77
4	ECT	226.166	55.834	170.331	100%	170.331
5	HCPA	2.466	-	2.466	100%	2.466
6	Serpro	11.116	10.905	211	100%	211
<b>Total</b>		<b>250.445</b>	<b>71.881</b>	<b>178.563</b>		<b>178.539</b>

Fonte: Resultados desta pesquisa.

Equação (4):  $DM_t = 25\% \cdot LLA_t$ .

Equação (1):  $ID_t = D_t \cdot G_t$ .

Para complementar a análise, as empresas acima foram avaliadas também nos anos de 2008 e 2010. Ao contrário do que se esperava, as notas explicativas das estatais não demonstraram o cálculo do dividendo mínimo.

A CASEMG apurou prejuízo em 2008 e 2010 e, portanto, não houve mais distribuição de dividendo. As notas explicativas de 2009 não fazem nenhuma menção aos dividendos devidos e não pagos.

A CONAB distribuiu dividendo abaixo do mínimo também em 2008, no montante de R\$ 4.7 milhões. As notas explicativas informam que a parcela do lucro gerado por atividades governamentais foi excluída do cálculo dos dividendos, sem amparo legal. Esse procedimento não se repetiu nos anos seguintes. Em 2009, as notas explicativas não esclarecem o cálculo do dividendo, inferior ao mínimo em R\$ 5,5 milhões, mas citam que houve ajuste negativo de R\$ 163 milhões denominado “resultado de exercícios anteriores”. Porém, a empresa detinha saldo de R\$ 178 milhões em lucro acumulado ainda não destinado, suficiente para absorver o

ajuste, sem afetar o dividendo. Ademais, no ano seguinte houve ajuste positivo, não oferecido para dividendo. Em 2010, a empresa voltou a pagar dividendo inferior ao mínimo, em R\$ 2,0 milhões, por desconsiderar o referido ajuste no cálculo dos dividendos.

A CPRM não computou a realização da reserva de reavaliação no cálculo do dividendo em 2008 e 2009. Com isso, houve pagamento a menor de R\$ 79 mil em cada ano. Em 2010, apurou-se prejuízo.

A ECT pagou dividendo duas vezes superior ao mínimo em 2008 e 2010, mas as notas explicativas de 2009 não esclarecem o pagamento a menor daquele ano.

O HCPA apurou lucro em 2008, 2009 e 2010, mas não pagou dividendo, nem constitui reserva legal: o resultado do exercício é sempre transferido integralmente para o capital social. As notas explicativas não esclarecem o assunto. O dividendo mínimo total do período 2008-2009 seria de R\$ 5,5 milhões.

O SERPRO pagou dividendo abaixo do mínimo em 2008 e 2009, no montante de R\$ 604 mil e R\$ 211 mil, respectivamente. Em 2010, apurou-se prejuízo. As notas explicativas não demonstram nem esclarecem o cálculo do dividendo mínimo.

### 6.1.1 Absorção de Prejuízo

Adicionalmente, verificou-se que duas estatais exibiram base de cálculo nula para o dividendo mínimo devido à existência de prejuízos acumulados ainda não absorvidos pelo capital social. Se a absorção dos prejuízos fosse realizada antes da destinação do lucro, conforme facultado pela Lei nº 6.404/76, art. 173, a União poderia recolher mais dividendos. Estima-se que a arrecadação de dividendos poderia aumentar em, no mínimo R\$ 18 milhões, com igual impacto no resultado primário, conforme a Tabela 3.

**Tabela 3 - Estatais que poderiam pagar dividendo ao absorver prejuízo (R\$ mil)**

Nº	Empresa	Mínimo ajustado (4)	Mínimo original (4)	Remuneração a menor	Participação da União	Impacto primário (1)
1	EPE	24	-	24	100%	24
2	Trensurb	18.652	-	18.652	99,39%	18.538
	<b>Total</b>	<b>18.676</b>	<b>-</b>	<b>18.676</b>		<b>18.562</b>

Fonte: Resultados desta pesquisa.

Equação (4):  $DM_t = 25\% \cdot LLA_t$ .

Equação (1):  $ID_t = D_t \cdot G_t$ .

Para complementar a análise, as empresas acima foram avaliadas também nos anos de 2008 e 2010.

A EPE apresentou lucro em 2009, mas houve prejuízo em 2008 e 2010.

A TRENSURB apresentou lucro em 2008 e 2009 poderia ter distribuído dividendo mínimo de R\$ 14,5 milhões e R\$ 18,6 milhões, se houvesse prévia redução de capital para absorver o prejuízo acumulado de períodos anteriores. Em 2010, apurou-se prejuízo.

### 6.1.2 Primeira Hipótese de Pesquisa

A análise conjunta das Tabelas 2 e 3 permite inferir que o monitoramento do dividendo mínimo poderia aumentar o resultado primário em R\$ 197 milhões. Dessa forma, pode-se rejeitar H1 e responder afirmativamente a questão de pesquisa: há indícios de que a fiscalização do dividendo mínimo permite aumentar o resultado primário do governo federal.

## 6.2 Juros sobre Capital Próprio

A Tabela 4 revela que doze estatais declararam JCP abaixo do limite máximo permitido. Estima-se que isso tenha gerado transferências de R\$ 37 milhões para Estados e Municípios, com reflexo no resultado primário.

Tabela 4 - Estatais com JCP menor que o limite permitido (R\$ mil)

Nº	Empresa	Limite máximo (8)	JCP declarado	JCP a menor	Participação da União	Impacto primário (3.1)
1	BNDES	1.537.680	1.207.798	329.882	100%	39.586
2	CDP	670	-	670	100%	80
3	Ceasa-MG	552	-	552	99,57%	65
4	CEF	662.233	627.567	34.666	100%	4.160
5	CMB	21.824	-	21.824	100%	2.619
6	Codevasf	1.668	-	1.668	100%	200
7	Conab	5.028	-	5.028	100%	603
8	CPRM	114	-	114	97,33%	13
9	Dataprev	2.878	2.671	207	100%	25
10	Finep	11.773	-	11.773	100%	1.413
11	IRB	113.021	113.000	21	50%	(0)
12	Petrobrás	8.335.373	7.194.743	1.140.630	32,13%	(11.483)
<b>TOTAL</b>		<b>10.692.814</b>	<b>9.145.779</b>	<b>1.547.035</b>		<b>37.281</b>

Fonte: Resultados desta pesquisa. Equação (8):  $LM_t = \min \{LF_t ; LG_t\}$ .

Equação (3.1):  $IJ_t = [12\% \cdot E_t + 3,76\% \cdot J_t - 34\% \cdot E_t \cdot (1 - G_t)] \cdot JCP_t$ .

Para complementar a análise, as empresas acima foram avaliadas também nos anos de 2008 e 2010. Como já era esperado, nenhuma estatal demonstrou o cálculo do JCP em suas notas explicativas e, portanto, as demonstrações contábeis não fornecem justificativa para o uso de JCP inferior aos valores aqui estimados.

BNDES, IRB e DATAPREV utilizaram todo o limite de JCP em 2008, mas era possível aumentar o JCP dos anos seguintes em R\$ 570 milhões, R\$ 744 mil e R\$ 449 mil, respectivamente.

A PETROBRÁS utilizou todo o limite de JCP em 2010, mas era possível aumentar o JCP dos anos anteriores, em R\$ 1,4 bilhão.

A CEASA-MG não utilizou JCP em 2008 e 2009 e poderia ter substituído todo o dividendo distribuído no período, totalizando R\$ 1,1 milhão. Em 2010, a empresa passou a privilegiar o JCP, usando todo o limite permitido.

CDP, CODEVASF, CONAB, CPRM e FINEP não utilizaram JCP em nenhum ano analisado e poderiam ter substituído todo o dividendo distribuído, totalizando R\$ 1,5 milhão, R\$ 9,5 milhões, R\$ 2,1 milhões, R\$ 180 mil e R\$ 31,6 milhões, respectivamente.

A CMB também não utilizou JCP em nenhum ano analisado e poderia ter substituído parte do dividendo pago, em até R\$ 75,5 milhões.

A CEF utilizou todo JCP permitido em 2008 e 2010, mas era possível aumentar o JCP de 2009, em R\$ 34,7 milhões.

### 6.2.1 Equalização do Dividendo Mínimo e Absorção de Prejuízo

Adicionalmente, observou-se a possibilidade de aumentar o limite de JCP nas empresas com dividendo menor que o mínimo (Tabela 2) ou com prejuízo acumulado ainda não absorvido (Tabela 3). Nessas empresas, o aumento na remuneração dos acionistas ampliaria o limite gerencial do JCP. Dessa forma, o JCP poderia ser majorado, com impacto de R\$ 19 milhões no resultado primário, conforme Tabela 5.

**Tabela 5 - Estatais que poderiam usar JCP ao ajustar dividendo mínimo ou absorver prejuízo (R\$ mil)**

Nº	Empresa	Limite ajustado (8)	Limite original (8)	JCP a menor	Participação da União	Impacto primário (3.1)
1	Casemg	309	-	309	92,96	30
2	Conab *	10.575	5.028	5.547	100%	666
3	CPRM *	141	114	27	97,33%	3
4	ECT	190.157	55.834	134.323	100%	16.119
5	HCPA	2.466	-	2.466	100%	296
6	Serpro	11.328	10.905	420	100%	50
7	EPE	24	-	24	100%	3
8	Trensurb	15.948	-	15.948	99,39%	1.873
<b>TOTAL</b>		<b>230.948</b>	<b>71.881</b>	<b>159.064</b>		<b>19.040</b>

Fonte: Resultados desta pesquisa. Equação (8):  $LM_t = \min \{LF_t; LG_t\}$ .

Equação (3.1):  $IJ_t = [12\% \cdot E_t + 3,76\% \cdot J_t - 34\% \cdot E_t \cdot (1 - G_t)] \cdot JCP_t$ .

\* Essas empresas também estão na Tabela 4.

### 6.2.2 Segunda Hipótese de Pesquisa

A análise conjunta das Tabelas 4 e 5 permite inferir que o monitoramento do JCP pode aumentar o resultado primário em R\$ 56 milhões. Dessa forma, pode-se rejeitar H2 e responder afirmativamente a questão de pesquisa: há indícios de que a fiscalização do JCP permite aumentar o resultado primário do governo federal.

Por fim, é interessante destacar que, na Tabela 4, sete estatais não utilizaram nenhum valor de JCP. Isso sugere possível desconhecimento desse tipo de remuneração por parte de algumas estatais e reforça a necessidade de se monitorar a distribuição de dividendo/JCP das empresas controladas pelo governo.

## 7 CONCLUSÃO

O dividendo das estatais pode aumentar o resultado primário do governo federal (União, suas autarquias e estatais incluídas no cálculo do primário) de duas formas. Nas instituições financeiras e demais empresas excluídas do primário, o dividendo não produz despesa primária na estatal e gera receita primária líquida para o governo, na proporção das ações detidas pelo governo.

Nas estatais dependentes e nas empresas listadas no Anexo II do PDG, que integram o resultado primário do governo federal, o dividendo da União substitui despesa primária por despesa financeira e favorece o resultado fiscal.

O JCP também possui esse efeito, similar ao dividendo, mas gera impacto adicional sobre o resultado primário por questões tributárias. O JCP transfere a incidência de impostos da empresa para o acionista, que possui alíquota diferenciada para o caso do acionista ser ente público, pessoa física ou jurídica. No caso das estatais, o principal acionista é a União, que goza de imunidade tributária. Dessa forma, o JCP evita o recolhimento de IR nas empresas e evita partilha de recursos da União com Estados e Municípios. Por outro lado, se a estatal possuir outros acionistas, esse ganho deve ser comparado com a perda incorrida ao converter a redução tributária dividendo para terceiros. Este trabalho demonstrou que a tributação do JCP favorece o primário quando a participação do governo federal é superior a 65% na empresa pública e 56% na sociedade de economia mista.

Nesse contexto, buscou-se investigar alternativas para alavancar o fluxo de dividendo/JCP das estatais e, assim, aumentar o resultado primário do governo federal. Para tanto, foram pesquisadas todas as 27 empresas controladas diretamente pela União que exibiram lucro em 2009. Este ano foi escolhido por ser o mais recente disponível à época de elaboração deste trabalho.

Os resultados revelaram 06 estatais com dividendo menor que o mínimo e outras 02

que poderiam remunerar os acionistas se absorvessem o prejuízo acumulado. Quanto ao JCP, 12 empresas declararam valor abaixo do limite permitido e esse limite poderia ser ampliado nas 08 estatais com dividendo passível de ajuste por causa de valor abaixo do mínimo legal ou por prejuízos acumulados não absorvidos.

Essas evidências demonstram oportunidade para alavancar a remuneração da União e aumentar o resultado primário do governo federal em R\$ 253 milhões. Dessa forma, entende-se que este texto possui relevância prática e contribui com a política fiscal brasileira ao evidenciar que a fiscalização do dividendo mínimo e do JCP pode favorecer as contas do governo.

## REFERÊNCIAS

ANTUNES, Gustavo Antunes. **Diagnóstico da destinação de lucro nas estatais federais**. Prêmio DEST Monografias: Empresas Estatais – Monografias Premiadas 2005-2008. Brasília: Embrapa Informação Tecnológica, 2009. Disponível em: <[http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/dest/premio\\_dest/premio\\_monografias\\_05a08.pdf](http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/dest/premio_dest/premio_monografias_05a08.pdf)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Plano **Contábil das Instituições Financeiras (COSIF)**. Apresenta os critérios e procedimentos contábeis a serem observados pelas instituições financeiras. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BORBA, José Alonso. Estágio pós-doutoral no Canadá. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 3, n. 3, resenha, p. 106-108, set/dez. 2009.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**, de 05 de outubro de 1998. Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRASIL. **Decreto nº 2.673**, de 16 de julho de 1998. Dispõe sobre o pagamento de dividendos ou de juros sobre o capital próprio pelas estatais federais. Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRASIL. **Decreto nº 3.000**, de 26 de março de 1999. Regulamenta o Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRASIL. **Decreto nº 5.442**, de 09 de maio de 2005. Anula as alíquotas do PIS/PASEP e COFINS sobre as receitas financeiras das pessoas jurídicas sujeitas à sua incidência não-cumulativa. Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 759**, de 12 de agosto de 1969. Autoriza a criação da Caixa Econômica Federal. Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRASIL. **Lei nº 9.249**, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido. Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRASIL. **Lei nº 9.530**, de 10 de dezembro de 1997. Dispõe sobre a utilização dos dividendos de fundos e entidades da administração pública federal indireta. Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRASIL. **Lei nº 9.718**, de 27 de novembro de 1998. Altera a legislação tributária federal. Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRASIL. **Lei nº 11.941**, de 27 de maio de 2009. Institui regime tributário de transição. Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRASIL. **Lei nº 12.053**, de 09 de outubro de 2009. Altera a Lei nº 11.768/08 sobre as diretrizes da Lei Orçamentária de 2009. Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRASIL. **Lei nº 12.377**, de 30 de dezembro de 2010. Altera a Lei nº 12.017/09 sobre as diretrizes da Lei Orçamentária de 2010 e a Lei nº 12.309/10 sobre as diretrizes para a Lei Orçamentária de 2011. Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRASIL. **Lei Complementar nº 70**, de 30 de dezembro de 1991. Institui a Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS). Disponível em: <[www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

BRITO, Ricardo Dias, LIMA, Mônica R. e SILVA, Júlio César. 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, p. 62-81, jan-abr, 2009.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Interpretação Técnica nº 8**, 2009. Contabilização da proposta de pagamento de dividendos. Disponível em: <[www.cpc.org.br](http://www.cpc.org.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

FABRETTI, L. C. **Contabilidade Tributária**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

HAHN, Aucilene Vasconcelos; NOSSA, Silvania Neris; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo; NOSSA, Valcemiro. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de *payout* das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 3, p.15-48, 2010.

MALAQUIAS, Rodrigo Fernandes; GIACHERO, Osvaldo Sílvio; COSTA, Brenner Elias; LEMES, Sirlei. Juros Sobre o Capital Próprio: Uma Análise Envolvendo a Empresa Pagadora e o Acionista Recebedor. **UnB Contábil**, v. 10, n. 2, p. 43-68, jul/dez, 2007.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. Disponível em: <[www.tesouro.fazenda.gov.br](http://www.tesouro.fazenda.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Instrução Normativa nº 93**, de 24 de dezembro de 1997. Dispõe sobre a apuração do imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido das pessoas jurídicas a partir do ano-calendário de 1997. Disponível em: <[www.receita.fazenda.gov.br](http://www.receita.fazenda.gov.br)>. Acesso em: 22 out. 2011.

SANTOS, Arioaldo dos. Quem está pagando juros sobre capital próprio no Brasil? **Revista de Contabilidade & Finanças**. Edição especial de 30 Anos de Doutorado. p. 33-44, junho, 2007.

SILVA, Viviane Aparecida da. **Financiamento do investimento público: debate teórico e alternativas para o caso brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.