

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS  
MESTRADO EXECUTIVO EM GESTÃO EMPRESARIAL**

**QUAL A INFLUÊNCIA DA POLÍTICA DE  
DIVIDENDOS BRASILEIRA NA CAPACIDADE DAS  
EMPRESAS LTDA DE CAPTAREM RECURSOS  
PARA INVESTIMENTO PRÓPRIO?**

DISSERTAÇÃO APRESENTADA À ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO  
PÚBLICA E DE EMPRESAS PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE

**LUCIANA LOPES CASTRO E SILVA FERNANDEZ**

Rio de Janeiro - 2017

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS**

**LUCIANA LOPES CASTRO E SILVA FERNANDEZ**

**QUAL A INFLUÊNCIA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS BRASILEIRA NA  
CAPACIDADE DAS EMPRESAS LTDA DE CAPTAREM RECURSOS PARA  
INVESTIMENTO PRÓPRIO?**

**RIO DE JANEIRO  
2017**

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS**

**LUCIANA LOPES CASTRO E SILVA FERNANDEZ**

**QUAL A INFLUÊNCIA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS BRASILEIRA NA  
CAPACIDADE DAS EMPRESAS LTDA DE CAPTAREM RECURSOS PARA  
INVESTIMENTO PRÓPRIO?**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Executivo Profissional, da Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getúlio Vargas como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Lars Norden

**RIO DE JANEIRO  
2017**

Fernandez, Luciana Lopes Castro e Silva

Qual a influência da política de dividendos brasileira na capacidade das empresas LTDA de captarem recursos para investimento próprio? / Luciana Lopes Castro e Silva Fernandez. – 2017.

79 f.

Dissertação (mestrado) - Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa.

Orientador: Lars Norden.

Inclui bibliografia.

1. Administração financeira - Brasil. 2. Sociedades comerciais - Finanças - Brasil. 3. Dividendos - Brasil. I. Norden, Lars. II. Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas. Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa. III. Título.

CDD – 658.15

LUCIANA LOPES CASTRO E SILVA FERNANDEZ

**“QUAL A INFLUÊNCIA DA POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS BRASILEIRA NA CAPACIDADE DAS EMPRESAS LTDA DE CAPTAREM RECURSOS PARA INVESTIMENTO PRÓPRIO”.**

Dissertação apresentado(a) ao Curso de Mestrado Profissional Executivo em Gestão Empresarial do(a) Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas para obtenção do grau de Mestre(a) em Administração.


Data da defesa: 24/11/2017

**ASSINATURA DOS MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA**

Lars Norden  
Orientador(a)



Ricardo Lopes Cardoso  
Membro Interno



Eduardo Pontual Ribeiro  
Membro Externo

Dedico esta dissertação aos meus pais,  
que antes de tudo fizeram de mim uma  
pessoa autônoma e capaz de enfrentar os  
desafios da vida.  
Também a dedico ao meu marido, pelo  
carinho especial, apoio, compreensão e  
amor incondicional.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus por ter me permitido chegar até aqui com determinação, resiliência e anjos no caminho, ultrapassando todos os obstáculos que surgiram nestes últimos dois anos.

Agradeço ao meu amado marido Carlos Antonio, meu grande incentivador, parceiro, amigo e cara-metade. Acreditou mais em mim do que eu mesma. Esteve o tempo todo ao meu lado, incondicionalmente. Soube entender minha ausência e meus momentos difíceis de ansiedade e estresse, que não foram poucos. Sem ele nada disso seria possível!

Agradeço à minha família, Marcello e Elenice, pois juntos superamos com força os grandes desafios que a vida nos colocou. Em especial a meus amados sobrinhos Gabriel e Daniella, que com seu sorriso alegam meus dias e redobram as minhas energias para seguir em frente. Estaremos juntos sempre!

Ao meu orientador, Prof. Dr. Lars Norden, minha imensa gratidão por me guiar com seu conhecimento de forma leve e objetiva, compreendendo as intempéries do meu cotidiano, mostrando-me caminhos que não conseguia enxergar. Mestre, muito obrigado!

À FGV-EBAPE, seus funcionários e docentes, em especial ao Prof. Joaquim Rubens Fonte Filho e o Prof. José Mauro Nunes, por me instigarem a aprender e a crescer como pessoa e profissional, proporcionando-me o conhecimento e os meios para me tornar um ser melhor e mais completo.

E aos colegas do MEX 2016 pela amizade, pelo ótimo convívio, pelas dicas e aprendizados trocados durante todo o curso.

## RESUMO

**Objetivo** - Este estudo pretende inferir sobre a influência que a política tributária brasileira de dividendos exerce, quando prevê a isenção do imposto, na capacidade das empresas de angariarem recursos através do investimento direto, especificamente as empresas LTDA.

**Metodologia** - Para atender ao objetivo deste trabalho, a metodologia utilizada foi a pesquisa qualitativa, do tipo exploratório e explicativa, considerando uma amostragem não probabilística, usando a seleção por julgamento. Foram realizadas entrevistas semiestruturadas em profundidade com 16 profissionais. Os dados obtidos foram analisados por meio da técnica de análise de entrevista utilizando o método de análise de conteúdo à luz das seguintes categorias: atratividade na captação de recursos, planejamento tributário, falta de transparência e divulgação, carga tributária e risco, e boa prática para a sociedade.

**Resultados** - Os resultados da pesquisa demonstraram que a política de dividendos é um instrumento de atratividade para o investimento, especialmente o estrangeiro. Todavia, o investidor brasileiro vê risco na prática dado o histórico de constantes mudanças na legislação brasileira e no inócuo esclarecimento e divulgação sobre o tema.

**Limitações** - Salientam-se as limitações do estudo quanto à difícil organização das informações colhidas nas entrevistas: a pouca sistematização, a dificuldade de expressão do entrevistado; a incompreensão acerca das perguntas; a disposição do entrevistado em dar informações; e a retenção de dados importantes por parte dos entrevistados.

**Contribuições práticas** - A partir desses resultados a autoridade política pode identificar pontos de melhoria, objetivando otimizar a aplicabilidade da política atual.

**Contribuições sociais** - Ao identificar focos que inibem o engajamento da sociedade, os cidadãos podem avaliar o papel e importância do investimento privado no desenvolvimento da economia brasileira.

Palavras-chave: Dividendos. Política de distribuição de dividendos. Instrumento de investimento.



## ABSTRACT

**Purpose** - This study intends to infer about the influence that the Brazilian tax policy of dividends exerts, when it foresees the exemption of the tax, in the ability of the companies to raise resources through the direct investment, specifically the companies LTDA.

**Methodology** - In order to meet the objective of this study, the methodology used was the qualitative research, of the exploratory and explanatory type, considering a non-probabilistic sampling, using selection by judgment. In-depth semi-structured interviews were conducted with 16 professionals. The data obtained were analyzed through the interview analysis technique using the content analysis method in light of the following categories: attractiveness in fundraising, tax planning, lack of transparency and disclosure, tax burden and risk, and good practice for the society.

**Findings** - The research results showed that the dividend policy is an instrument of attractiveness for investment, especially to foreigner. However, the Brazilian investor sees risk in practice given the history of constant changes in Brazilian legislation and in innocuous clarification and disclosure on the subject.

**Research Limitations** - The limitations of the study regarding the difficult organization of the information collected in the interviews are highlighted: the lack of systematization, the interviewee's difficulty of expression; misunderstanding about the questions; the willingness of the interviewee to give information; and the retention of important data by respondents.

**Practical implications** - From these results the political authority can identify improvement points, aiming to optimize the applicability of the current policy.

**Social implications** - By identifying focuses that inhibit the engagement of society, citizens can assess the role and importance of private investment in the development of the Brazilian economy.

Key words: Dividends. Dividend distribution policy. Investment instrument.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 -	Ilustração das três teorias de política de dividendos .....	27
Gráfico 2 -	A política de dividendos contribui para a captação de recursos .....	56
Gráfico 3 -	A isenção de dividendos ajuda a atrair o capital estrangeiro .....	57
Gráfico 4 -	Mais vantajoso investir diretamente nas empresas (alto risco & alto retorno) do que investir em produtos bancários (baixo risco & baixo retorno) .....	59
Gráfico 5 -	Ferramenta do planejamento tributário .....	60
Gráfico 6 -	Mais transparência e divulgação contribuem para o investimento nas empresas .....	62
Gráfico 7 -	A isenção tributária sobre os dividendos reduz a carga tributária do governo .....	65
Gráfico 8 -	Abandonar a política de dividendos é bom para a sociedade .....	67

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	<i>Paying Taxes in Brazil</i> .....	32
Tabela 2 -	Tratamento de dividendos – Comparativo entre países .....	34
Tabela 3 -	Categoria profissional dos entrevistados .....	50
Tabela 4 -	Perfil da amostra .....	53
Tabela 5 -	Categorias encontradas .....	55

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 –	Diferenças entre JCP e dividendos .....	36
Quadro 2 –	Desenvolvimento de uma Análise de Conteúdo .....	47

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CDB	Certificado de Depósito Bancário
COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
CSLL	Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido
FEBRABAN	Federação Brasileira de Bancos
FENABRAN	Federação Nacional dos Bancos
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IRF	Imposto de Renda Fonte
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
IRRF	Imposto de Renda Retido na Fonte
JCP	Juros Sobre o Capital Próprio
LTDA	Empresas por Quotas de Responsabilidade Limitada
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PT	Partido dos Trabalhadores
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
S.A.	Sociedades Anônima de Capital
SRF	Secretaria da Receita Federal
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	13
1.1	QUESTÃO DE PESQUISA	14
1.2	JUSTIFICATIVA	14
1.3	OBJETIVOS	16
1.3.1	Objetivo Geral	16
1.3.2	Objetivos Específicos	16
1.4	DELIMITAÇÃO DO TEMA	17
1.5	RELEVÂNCIA DO PROBLEMA	17
1.6	DEFINIÇÃO DOS TERMOS	18
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO</b>	19
2.1	OS FUNDAMENTOS E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS	19
2.2	ESTRUTURA DE CAPITAL	21
2.3	TEORIA DA RELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS	24
2.4	TEORIA DA IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS	25
2.5	TEORIA DA PREFERÊNCIA TRIBUTÁRIA	26
2.6	TEORIA DA SINALIZAÇÃO (CONTEÚDO INFORMACIONAL)	28
2.7	EFEITO CLIENTELA	29
2.8	DIVIDENDOS VERSUS FINANCIAMENTO	29
2.9	LEGISLAÇÃO BRASILEIRA	30
<b>3</b>	<b>INFLUÊNCIA DOS IMPOSTOS</b>	33
3.1	ASPECTOS TRIBUTÁRIOS NO EXTERIOR	33
3.2	ASPECTOS TRIBUTÁRIOS NO BRASIL	35
<b>4</b>	<b>PROCEDIMENTO METODOLÓGICO</b>	39
4.1	METODOLOGIA APLICADA	39
4.2	UNIVERSO E AMOSTRA	41
4.3	COLETA DOS DADOS	43
4.4	TRATAMENTO DOS DADOS	45
4.5	LIMITAÇÕES DO MÉTODO	50
<b>5</b>	<b>APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS</b>	52
5.1	PERFIL DOS ENTREVISTADOS	52
5.2	RESULTADOS	53
5.2.1	Atratividade na captação de recursos	55
5.2.2	Planejamento tributário	60
5.2.3	Falta de transparência e divulgação	61
5.2.4	Carga tributária e risco	63
5.2.5	Boa prática para a sociedade	65
<b>6</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	70
6.1	RECOMENDAÇÃO PARA ESTUDOS FUTUROS	72
	<b>REFERÊNCIAS</b>	74
	<b>APÊNDICE A</b>	78

## 1 INTRODUÇÃO

Os altos gastos do governo e o uso equivocado do erário público trouxeram ao cenário brasileiro um desestímulo ao investimento no país, seja interno, seja externo. O rebaixamento do grau de investimento no Brasil trouxe ao país e às empresas brasileiras dificuldades maiores, pois passaram a pagar juros mais altos nos empréstimos para financiar suas operações. Isto porque o grau de investimento é um "selo de qualidade" que assegura aos investidores um menor risco de calotes. A partir da nota de risco, os investidores podem avaliar se a possibilidade de ganhos (por exemplo, com juros maiores) compensa o risco de perder o capital investido em um país.

A política pública que prevê a isenção tributária na distribuição de dividendos é um dos temas mais polêmicos e pouco difundidos na sociedade brasileira. Diferentemente do aplicado em outros países, a previsão de isenção de pagamento de imposto de renda na fonte (IRF) é um mecanismo utilizado para atrair o investimento direto de capital em detrimento da modalidade de investimento por meio de empréstimos. A política tributária brasileira tem o propósito de estimular o investimento privado objetivando a retomada e a expansão do crescimento da economia brasileira.

Contudo, é importante salientar que o tema sofre grande preconceito e é pouco difundido junto à sociedade brasileira. O entendimento nas camadas pouco informadas da sociedade é que se trata de um instrumento de investimento essencialmente de capital e desassociado do interesse e de crescimento econômico-social das empresas, sendo a sua aplicabilidade e interesse exclusivos do sócio estrangeiro, capitalista. Paira o entendimento de que a abrangência do benefício é curta e que o governo tem o seu valor de arrecadação reduzido.

Em finanças corporativas as decisões de investimento e de financiamento são essenciais para o sucesso de um empreendimento. A decisão dos dividendos é considerada uma das mais importantes. Várias teorias explicam acerca desta temática, no intuito de aplicar o seu poder explicativo. Postulam Modigliani e Miller (1961) através da teoria da irrelevância dos dividendos que o valor da empresa não sofre interferência dos dividendos, quando ensejadas em ambiente e um mercado perfeito. No entanto, os dividendos podem influenciar em um mercado imperfeito, contrapõem a teoria da relevância dos dividendos (LINTNER, 1956).

Apesar dos inúmeros estudos da literatura financeira teórica realizados para identificar os determinantes financeiros acerca da decisão relativa à política de dividendos, continua não existindo um consenso entre os investidores sobre os fatores determinantes desta decisão (MODIGLIANI; MILLER, 1961).

A decisão sobre a política de dividendos é complexa, e sugerem Breadley *et al.* (2013) que o primeiro passo para entender sobre a política de dividendos é reconhecer que o tema tem significado distinto para pessoas distintas; portanto, deve-se definir qual sentido lhe será atribuído.

Nesse contexto, o tema dividendos tem sido exaustivamente pesquisado pelos estudiosos e as discussões travadas no mundo acadêmico, o que despertou a curiosidade da autora quanto a pesquisar sobre o que pensam os executivos, profissionais, acadêmicos e empreendedores. A propósito das empresas por quota de responsabilidade limitada (LTDA) que estão ensejadas no ambiente e mercado brasileiro com impostos assimétricos e outras imperfeições, de modo que os dividendos podem afetar o valor da empresa, e, portanto, a tributação e a isenção fiscal dos dividendos.

## 1.1 QUESTÃO DE PESQUISA

A pesquisa será norteadada pela seguinte questão: qual a influência da política de dividendos brasileira na capacidade das empresas LTDA de captarem recursos para investimento próprio?

## 1.2 JUSTIFICATIVA

O tema dividendos é bastante discutido no meio acadêmico. Entretanto, apesar de estudos sobre o assunto, várias questões permanecem sem uma resposta objetiva, bem como a polêmica teórica quanto à sua relevância. O interesse no tema também está presente fora do ambiente acadêmico, onde pessoas buscam agregar conhecimento sobre o mercado de capitais, motivadas pelas perspectivas de alcançar a independência financeira. Faz-se mister evidenciar que a literatura acadêmica brasileira é incipiente no que tange à discussão sobre o tema dividendos aplicado às empresas LTDA.



O interesse sobre dividendos refletido na literatura levanta novas questões sobre o tema na ótica do investidor brasileiro e do investidor estrangeiro, devido à abordagem de benefício fiscal, o que contribui para a viabilidade dos negócios. O estudo do contexto e das condições específicas do mercado brasileiro é de extrema relevância uma vez que a literatura estrangeira não pode ser aplicada diretamente.

No Brasil, em 1995 foi criada a Lei nº 9.249 (BRASIL, 1995) que ordena sobre a política de dividendo no país, ambicionando o incentivo ao investimento de capital privado. A Lei foi estabelecida no ordenamento jurídico para regular as sociedades de capital aberto, as S.A, e na falta de uma legislação própria, a aplicabilidade da mesma estende-se às sociedades anônimas de capital fechado e às empresas LTDA, conforme previsão do Artigo 1.053 da Lei nº 10.406 (BRASIL, 2002).

Muito do debate existente carece de embasamento sobre qual é o objetivo e a importância da participação do investidor privado no desenvolvimento e na expansão econômica do país, e o real papel da máquina pública Brasileira como provedora de instrumentos e mecanismos que promovem o crescimento do país a partir de recursos oriundos de recolhimentos de impostos.

O investimento em empreendimentos não é um privilégio de um segmento da sociedade ou factível tão só ao mercado investidor externo. Notoriamente o mercado externo possui maior volatilidade de recursos; todavia, o investidor brasileiro, seja ele pequeno, médio ou de grande pode a qualquer tempo investir em empreendimentos no país e utilizar o benefício da isenção tributária definida na política de distribuição de dividendos.

Desse modo, a distribuição de dividendos no Brasil tornou-se atraente para os investidores, e estratégica para as empresas em geral, principalmente porque é regulada pela legislação.

Com isso, o propósito deste estudo é levantar a questão sobre a influência da distribuição de dividendos na capacidade de as empresas LTDA angariarem recursos (ser um instrumento de captação para o financiamento direto).

São recorrentes os questionamentos e discussões no âmbito político sobre a política de dividendos. Tramita no Legislativo o Projeto de Lei nº 7.274 de 2014 (BRASIL, 2014) que propõe que os lucros e dividendos pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no Lucro Real, Presumido ou Arbitrado, que beneficiem pessoa jurídica ou física, passem a integrar a base de cálculo do imposto

de renda do beneficiário. Ou seja, que a distribuição dos dividendos passe a ser tributada, revogando o artigo 10 da Lei nº 9.249 de 1995 (BRASIL, 1995).

Nesse projeto de lei, o legislador pondera que a isenção do imposto traz uma injustiça tributária aos contribuintes, bem como impacta o recolhimento tributário federal.

Faz-se mister salientar que os investidores quando são isentos de impostos no recebimento dos dividendos estão agindo dentro da lei, pois o benefício é previsto no ordenamento tributário brasileiro. Não se deve criminalizar o empreendedor que utiliza o benefício da política de distribuição de dividendos na gestão da sua empresa, visto que buscam obter maior lucratividade, produtividade e eficiência empresarial. Para que o país retome seu curso de crescimento verifica-se cada vez mais a necessidade da participação dos empresários e da sociedade brasileira como um todo, uma vez que de uma forma objetiva só existe crescimento econômico quando há investimento. Com a escassez de investimento público, ressalta-se a importância do investimento privado como um instrumento para favorecer o desenvolvimento da economia brasileira. E a isto se deve o interesse da autora em trazer a discussão sobre a influência que o tema dividendos pode exercer sobre as empresas LTDA.

### 1.3 OBJETIVOS

#### 1.3.1 Objetivo Geral

Inferir sobre a influência que a política tributária brasileira de dividendos exerce, quando prevê a isenção do imposto, na capacidade das empresas de angariarem recursos através do investimento direto, especificamente as empresas LTDA, trazendo ao leitor um entendimento esclarecedor sobre a política tributária aplicada como instrumento para atrair investimento próprio.

#### 1.3.2 Objetivos Específicos

- Aferir a influência da política de dividendos na decisão do investidor, estrangeiro e brasileiro, em aportar recursos em uma empresa LTDA.

- Avaliar se a política de isenção tributária no pagamento dos dividendos é divulgada e disseminada na sociedade, elucidando as consequências.
- Inferir se o benefício da isenção tributária no pagamento dos dividendos é utilizado por toda a sociedade.
- Medir se o fim da isenção fiscal no pagamento dos dividendos será benéfico para o país.

Este estudo não tem a pretensão de perpetrar a análise e o levantamento de dados para fins de um resultado estatístico. Seu objetivo é entender junto aos profissionais, empresários e cidadãos sobre a influência da política, que prevê a isenção tributária de dividendos, na capacidade das empresas de angariarem financiamentos (investimento direto). Outro ponto abordado diz respeito à atual divulgação do tema junto à sociedade (cidadão comum, empresários, etc.).

#### 1.4 DELIMITAÇÃO DO TEMA

O propósito deste estudo é inferir sobre a influência da política de distribuição de dividendos do Brasil como um mecanismo de estímulo na captação de recursos para financiamento. O estudo concentra-se nas empresas LTDA brasileiras, não se estendendo às sociedades anônimas de capital aberto e às sociedades anônimas de capital fechado.

#### 1.5 RELEVÂNCIA DO PROBLEMA

A importância do estudo consiste em elucidar o leitor sobre qual a influência da isenção tributária no pagamento dos dividendos quanto à capacidade de uma empresa LTDA captar recursos para investimento direto. O estudo tem a pretensão de invocar o leitor a refletir e discutir sobre o tema, pois, no curso da carreira profissional a autora testemunhou que a política pública adotada através da Lei se tornou um instrumento de incentivo para o investimento direto, modalidade de financiamento empresarial menos onerosa. A complexidade, a pouca divulgação e o desconhecimento das regras tributárias brasileiras são fatores preponderantes, pois

inviabilizam a participação mais ativa da sociedade na discussão sobre o tema isenção tributária no pagamento dos dividendos.

## 1.6 DEFINIÇÃO DOS TERMOS

Segundo a Revista Desafios do Desenvolvimento do IPEA (INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA, 2006), o conceito de "dividendos" é a divisão dos lucros de uma empresa entre seus acionistas, após os descontos de imposto de renda e contribuição social, conceito que se adota neste trabalho.

Para o âmbito deste estudo o conceito de política de distribuição de dividendos é o tratamento fiscal de não incidência do imposto de renda na fonte, nem na base de cálculo do imposto de renda dos beneficiários, pessoas físicas ou jurídica, domiciliados no país ou no exterior, possuidores de cotas ou ações em uma sociedade, conforme delibera artigo 10 da Lei nº 9.249 de 1995 (BRASIL, 1995).

Considera-se ainda como conceito de "instrumento de investimento" o emprego da poupança em atividade produtiva, objetivando ganhos a médio ou longo prazo.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 OS FUNDAMENTOS E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

A política de dividendos da empresa diz respeito às diretrizes quanto à distribuição de dinheiro aos acionistas. De acordo com Gitman (2010), essas diretrizes devem seguir os preceitos de maximizar a riqueza dos proprietários e fornecer o financiamento suficiente para o desenvolvimento e prosperidade da empresa. O autor define que os dividendos constituem o retorno variável principal com a qual os proprietários e investidores determinam o valor da ação ou quota. Representam uma fonte de fluxo de caixa da empresa, bem como fornecem informação sobre o desempenho atual e futuro da empresa.

Para Brigham (2001) quatro fatores principais devem ser considerados quando do estabelecimento da política de dividendos: (1) o desejo dos acionistas ou cotistas por rendimentos correntes *versus* futuros, (2) a percepção de risco de dividendos *versus* ganhos de capital, (3) a vantagem tributária dos dividendos *versus* ganhos de capital, e (4) o conteúdo informacional dos dividendos (sinalização).

Brigham (2001) descreve cinco tipos de pagamentos de dividendos que envolvem desembolso:

1. *Payout*<sup>1</sup> constante;
2. Dividendo regular;
3. Dividendo regular baixo mais extra;
4. Dividendo especial; e
5. Dividendo de liquidação.

Na política de distribuição de dividendos a empresa define na sua política um percentual constante (*payout* constante) dos resultados de cada período. Essa prática é comumente adotada no Brasil devido à obrigatoriedade definida na Lei nº 6.404 de 1976 (BRASIL, 1976), que delibera sobre a distribuição do dividendo mínimo de 25% do lucro ajustado.

---

<sup>1</sup> *Dividend Payout* é um importante indicador que mostra uma relação de proporção entre os dividendos e os resultados líquidos da empresa; isto é: a política de dividendos de uma empresa. Normalmente o *Payout* já é definido pela própria empresa em seus estatutos.

Na política de distribuição de dividendos regular a empresa define um valor fixo em dinheiro a pagar. Essa prática minimiza as incertezas do investidor no que concerne a distribuição futura.

A política de dividendo regular baixo mais extra contempla a definição do pagamento de um dividendo regular pequeno, porém acrescido de um componente adicional, aplicado quando a empresa alcança resultados acima do esperado.

O dividendo extra é pago quando o resultado obtido pela empresa foi substancialmente alto.

O pagamento do dividendo de liquidação trata-se do reembolso de capital ao acionista para o caso de encerramento total ou parcial do negócio.

O aferimento de lucro e subsequentemente o recebimento dos dividendos constitui a principal fonte de retorno que os investidores ou proprietários esperam ao final de um exercício fiscal de uma empresa. É o retorno pelo seu investimento, seja ele capital ou laboral. A distribuição de dividendos fornece uma fonte de fluxo de caixa ao investidor e transmite para o mercado a situação econômico-financeira atual da empresa (sinalização), antecipando inclusive as perspectivas para o futuro da mesma. Deve-se lembrar que o recebimento ou não de dividendos é um fato oriundo de decisão adotada pela administração da empresa LTDA quando da definição da política de distribuição de dividendos aos sócios; para o caso das companhias de capital aberto, fica a cargo do conselho de administração essa decisão. Tanto a administração da empresa LTDA quanto o conselho nas empresas S.A. devem definir suas políticas internas de forma independente, e buscando, acima de tudo, a continuidade da pessoa jurídica.

Silva (2004) corrobora que a estrutura de controle e de propriedade societária da empresa são fatores determinantes na definição da política de distribuição de dividendos nas empresas brasileiras. Portanto, o estudo das questões acerca da propriedade das empresas não deve ficar restrito à propriedade direta, mas aprofundar-se em quem é o controlador final das empresas. Resultados de testes revelam que existe uma relação, muitas vezes estatisticamente significativa, entre estrutura de governança, valor de mercado, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras.

Os instrumentos da política de dividendos definidos em contrato ou estatuto, e em consonância com a legislação societária, preveem a distribuição em dinheiro ou a distribuição em bonificações. A bonificação é o resultado de incorporação ao

Capital Social de valores existentes no Patrimônio Líquido da empresa. Desse modo, mantém-se a mesma quantidade de ações ou quotas, alterando-se apenas o seu valor nominal, ou então resulta na emissão proporcional de novas ações ou quotas.

A política de pagamento de dividendos não é simplesmente uma decisão de quanto cada sócio ou quotista irá receber, mas também a decisão do valor que deverá ficar retido na empresa para fins de continuidade do negócio. A estrutura de capital próprio e de terceiros são fatores preponderantes na decisão de investimento. Ou seja, para o investidor em termos de lucratividade, a empresa que possui capital próprio maior que o de terceiros incorrerá em menos despesas financeiras; por isso, tornam-se investimentos mais atrativos. Segundo Loss (2003), os investidores buscam aportar seus recursos em empresas que não têm dívidas, ou seja, onde o capital próprio é maior que o de terceiros.

Segundo Assaf Neto *et al.* (2007), na prática toda empresa define sua política de dividendos juntamente com decisões de sua estrutura de capital. Os dividendos são pagos somente com lucros que excedam as necessidades ótimas de investimentos. Explicando a teoria residual de dividendos, uma empresa somente pode pagar como dividendos o montante que restar após todas as oportunidades aceitáveis de investimento tiverem sido atendidas.

Como dito, a decisão sobre a política de distribuição de dividendos é tomada pela gestão da empresa. Assim, a decisão torna-se uma forma de sinalização para o mercado sobre o desempenho da empresa no momento e quais são as tendências para o futuro, é a hipótese da sinalização. Ou seja, a política de distribuição de dividendos é também um instrumento de transferência de informação para o mercado.

## 2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital refere-se à forma como as empresas utilizam o capital, seja ele próprio ou de terceiros, para financiar os seus ativos. Via de regra, o capital próprio é oriundo dos recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, enquanto o capital de terceiros é oriundo dos recursos obtidos por meio de dívidas. Na discussão sobre o tema, estrutura de capital, salientam-se duas teorias

fundamentais: a teoria tradicionalista de Durand (1959) e a teoria moderna de Modigliani e Miller (1958).

Durand (1959) sustenta que a estrutura de capital influencia o valor da empresa. Ele defende a teoria de que o custo de capital de terceiros é mais barato que o custo do capital próprio. Desse modo, as empresas devem se endividar até atingir o patamar mínimo do custo do capital total. Esse ponto representaria a estrutura ótima de capital, fato que elevaria o valor da empresa.

Na contramão deste entendimento estão Modigliani e Miller (1958), que afirmam que não existe estrutura ótima de capital, e argumentam que a forma como a empresa é financiada é irrelevante para o seu valor. Os autores postulam que o valor de uma empresa não é resultado da forma de endividamento, mas dos fluxos de caixa que são gerados, por intermédio dos rendimentos gerados pelos seus ativos, e do seu risco operacional.

Em trabalhos subsequentes Modigliani e Miller (1961) avaliam o efeito dos impostos na estrutura de capital das empresas. Eles salientam o benefício fiscal decorrente do fato de os juros serem dedutíveis do imposto de renda. Em consequência, com a taxa de endividamento maior observa-se a maximização do valor da empresa.

Segundo Ross *et al.* (2008) dívida se diferencia de capital próprio sob vários aspectos trazendo benesses e risco para a empresa. As despesas oriundas de dívidas são consideradas custos de atividade e reduzem o lucro. Sob a ótica tributária da empresa, esse juro representa um subsídio fiscal às empresas, enquanto que os dividendos pagos não são considerados despesas, e por isso não compõem a base tributária. Credores não têm participação na sociedade, todavia, por ser a dívida um passível exigível, seja a curto ou longo prazo, quando não paga dá aos credores direitos legalmente constituídos de controlar a empresa. Este fato torna a empresa vulnerável quando o risco é excessivo. O valor do pagamento dos dividendos pode ser reduzido em momentos de dificuldade; por outro lado, os juros da dívida e a amortização do principal garantidos em contrato, não.

Em síntese, as empresas podem financiar suas atividades por meio de capital próprio ou de terceiros. Entretanto, o alto nível de endividamento com capital de terceiros pode sinalizar ao mercado que a administração da empresa acredita que o valor das suas ações está subavaliado. Seguindo esses pressupostos da assimetria informacional, segundo Myers e Majluf (1984), a teoria do *pecking order* considera



uma hierarquia nas fontes de financiamento, ou seja, as empresas mais rentáveis devem dar preferência a buscar recursos internos. Somente após esgotada a opção de captação interna, as empresas devem optar pela emissão de dívida e, apenas em último caso, pela emissão de ações.

A segunda teoria proposta por Modigliani e Miller (1963) é a teoria do *tradeoff*: os autores postulam sobre a necessidade de a empresa definir uma meta de endividamento. Essa meta estabelece como resultado os benefícios fiscais, reduzindo os custos de endividamento. O fato de que os juros são dedutíveis torna a dívida menos onerosa. A teoria reconhece o benefício fiscal dos pagamentos de juros, ou seja, porque o juro pago sobre a dívida é dedutível, a emissão de títulos efetivamente reduz a responsabilidade fiscal da empresa. A teoria defende o balanceamento entre os benefícios do financiamento com dívida (tratamento fiscal favorável à empresa) contra as taxas de juros mais altas e os custos de falência associados à alavancagem. Impetram os autores que os custos de falência alteram significativamente o custo de capital da empresa. À medida que a empresa assume mais dívidas, esta assume pagamentos de juros mais altos, o que diminui os ganhos, e, conseqüentemente, o fluxo de caixa. Devido à elevada dívida na estrutura de capital, o custo para financiar essa dívida aumenta, e o risco de inadimplência também.

Argumentam os autores que as metas de pagamento de dividendos são definidas em consonância com as oportunidades futuras de investimento, evitando assim adulterações na distribuição dos dividendos.

Modigliani e Miller (1961) alegam que a falência pode ser muito onerosa, pois as empresas falidas têm custos contábeis e legais muito altos, trazendo grande dificuldade na retenção de cliente, fornecedores e empregados. Corroborando com o entendimento, Ross *et al.* (2008) afirmam que o risco de falência em si não reduz o valor, mas sim os custos associados à falência é que ocasionam perda do valor da empresa.

É importante destacar que as teorias sobre estrutura de capital foram desenvolvidas em ambientes institucionais e econômicos diferentes do contexto brasileiro. Desse modo, o mercado brasileiro apresenta ineficiências e deficiências que impactam diretamente as decisões de financiamento tomadas pelas empresas. Destacam-se, entre essas imperfeições, o mercado de capital restrito, a elevada concentração do controle acionário das empresas, a restrição de capital de longo

prazo de terceiros, e as elevadas taxas de juros. Nessa conjuntura as empresas brasileiras, principalmente as de capital aberto, não buscam metas ideais de endividamento; estas preferem usar primeiramente o capital próprio para financiar suas oportunidades operacionais, em segundo lugar tomam empréstimos e, em último caso, emitem ações, em linha com a teoria do *pecking order*. As empresas com maiores expectativas de investimento, e que têm por prática pagar dividendos no modelo *pecking order* possuem um nível de alavancagem corrente menor.

Diversas teorias tentam explicar a política de dividendos, e entre elas destacam-se a Teoria da Relevância dos Dividendos e a Teoria da Irrelevância dos Dividendos.

## 2.3 TEORIA DA RELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

As empresas devem levar em consideração as melhores decisões de investimentos e financiamento antes de definir sua política de dividendos. Questões como a importância quanto ao retorno imediato ao investidor e proprietário, bem como o impacto na valorização do preço da ação ou a própria valorização da empresa perante o mercado devem ser consideradas. Segundo autores como Gitman (2010), outros fatores devem ser levados em consideração quando da decisão de destinação do lucro das empresas. Esses fatores são: as restrições legais, as restrições contratuais internas e externas, a perspectiva de crescimento, a consideração dos proprietários e as considerações do mercado.

De acordo com Leme Jr. (*et al.*, 2001), a Teoria da Relevância dos Dividendos defende que quanto mais dividendos forem distribuídos pela empresa, maior será o preço de suas ações e menor será o custo do seu capital próprio. A teoria argumenta que os dividendos pagos pela empresa sejam o montante que tenha sobrado após todas as oportunidades de investimentos aceitáveis terem sido aproveitadas.

Nesse sentido, o principal argumento em favor da teoria da relevância dos dividendos e defendido por Lintner (1956) é o argumento ou a teoria do pássaro na mão, que atribui a crença de que mais vale um dividendo na mão que um ganho de capital incerto. Como o preço das ações oscilam no mercado, haverá sempre a incerteza quanto ao valor atribuído a determinado investimento. Os investidores consideram os dividendos correntes menos arriscados do que os derivados de

ganhos de capital. Lintner (1956) afirma que o pagamento de dividendos reduz a incerteza dos investidores, fazendo com que descontem os lucros de uma empresa a uma taxa menor e, em igualdade, das demais condições, atribuam um valor mais elevado às ações. Em um ambiente de incertezas os investidores são avessos ao risco por isso darão preferência por receber dividendos o quanto antes. A redução do ambiente de incerteza conduzirá ao aumento dos preços das ações da empresa, estabelecendo-se uma relação direta entre a política de dividendos e o valor de mercado da empresa.

Apesar da existência de vários argumentos ligados à relevância dos dividendos, estudos empíricos não fornecem evidências a favor desse argumento. Todavia, na prática, os atos dos administradores financeiros apoiam a crença de que a política de dividendos afeta o valor da ação, e, conseqüentemente, da empresa.

## 2.4 TEORIA DA IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

A abordagem concorrente à de Lintner (1956) é a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, defendida por Modigliani e Miller (1961). Esta teoria afirma que na existência de ambientes e mercados perfeitos, onde não haja incertezas, impostos, custos de transações, o comportamento dos agentes é racional e homogêneo (idêntico), ou outras imperfeições do mercado, os dividendos são irrelevantes na formação do valor da ação, não sendo capazes de alterar o valor de mercado da empresa. Ou seja, seu valor não pode ser alterado por meio de uma simples reorganização estrutural do financiamento, como, por exemplo, a alteração na decisão de retenção de lucros.

A teoria residual dos dividendos, segundo Brigham (2001), é usada na discussão dos principais argumentos a favor da irrelevância dos dividendos, pois considera que o dividendo pago por uma empresa é um resíduo, ou seja, um valor remanescente após terem sido aproveitadas as oportunidades de investimento da empresa. Sob a ótica dessa abordagem o pagamento de dividendo deve ser tratado após análise de três etapas. A primeira etapa é determinar o nível de dispêndio de capital necessário para oportunidade futura de investimento. A segunda é determinar o montante de capital próprio necessário para sustentar os dispêndios gerados na primeira etapa, seguido pela análise sob a proporção de capital ideal. E, por fim, a

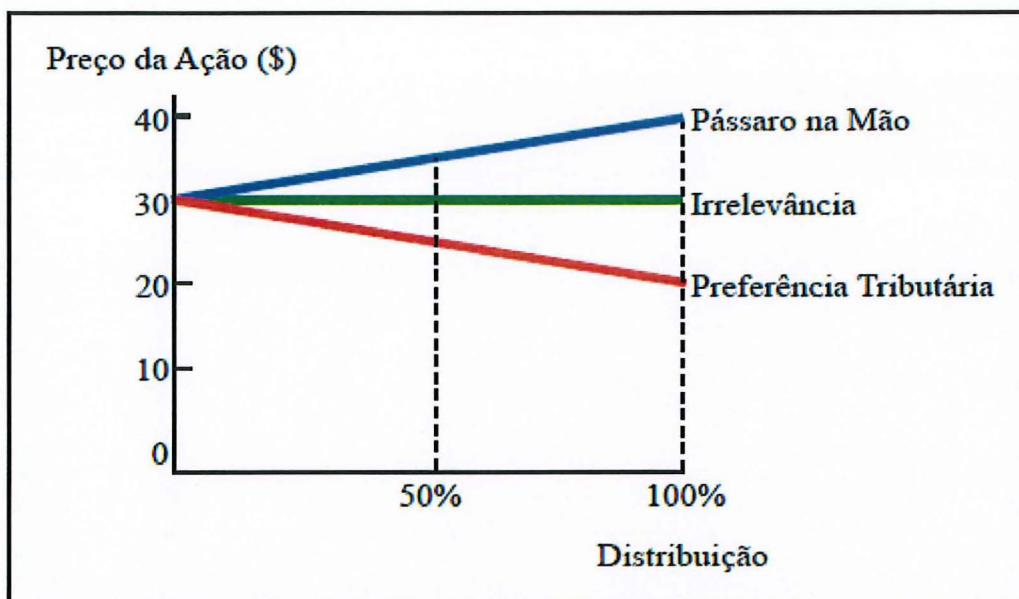
etapa três, se os lucros retidos disponíveis superarem a necessidade de capital definido nas etapas anteriores, então distribuir o excedente.

Por consequente, tal abordagem sustenta que os dividendos representem um resíduo dos lucros e não uma variável decisória que afete o valor da empresa. Corroboram esse conceito os autores Modigliani e Miller (1961) quando inferem que o valor da empresa é determinado pelo retorno e risco de seus investimentos e pela maneira como seus lucros são divididos entre dividendos e montantes internamente reinvestidos.

## 2.5 TEORIA DA PREFERÊNCIA TRIBUTÁRIA

Segundo Brigham (2001), existem três razões relacionadas aos impostos para atribuir a preferência dos investidores por empresas com baixa distribuição de dividendos a uma com alta taxa de distribuição. A primeira é a tributação dos ganhos de capital de longo prazo que são tributados em 20%. O investidor rico, que não precisa da remuneração dos dividendos, pode preferir que a empresa reinvesta os lucros no negócio, gerando um aumento no preço efetivo das ações. A segunda razão é que os impostos não são pagos até que os ganhos sejam auferidos no momento da venda das ações. A terceira razão é que, em caso de morte do proprietário da ação, nenhum imposto de ganho de capital seria devido. Em virtude dessas vantagens tributárias os investidores podem preferir empresas que retenham a maioria de seus lucros.

Comparando as três teorias, Brigham (2001) demonstra, como no Gráfico 1 a seguir, que o preço da ação oscila em consonância com o perfil do investidor quanto à sua preferência sobre a política de distribuição dos dividendos. Segundo a teoria do pássaro na mão, os preços das ações sobem, pois existem aqueles investidores que desejam a estabilidade do retorno do investimento por meio da distribuição constante dos dividendos. De acordo com a teoria da irrelevância, o preço da ação permanece inalterável, uma vez que a teoria de Modigliani e Miller (1961) preconiza que, sob a premissa de um mercado perfeito, o preço não está sujeito a interferências como a da questão de impostos. Já no que tange à teoria da preferência tributária, o preço das ações de empresas que têm altas distribuições de dividendos cai, pois não há o subterfúgio do benefício da postergação do pagamento dos tributos se comparado com os ganhos de capital.



**Gráfico 1** - Ilustração das três teorias de política de dividendos.  
 Fonte: Adaptado de BRIGHAM (2001, p. 639).

A rigor, no mercado existem investidores que tomarão suas decisões de investimento, independentemente de efeitos tributários: uns necessitam receber os dividendos de forma regular e imediata, e outros preferem que as empresas reinvestam seu fluxo de caixa contando com um retorno futuro maior.

Observa-se, portanto, que a decisão de escolha de investimento em um ativo é complexa e subjetiva em função das necessidades individuais de cada investidor. As questões que envolvem essa decisão são processadas de forma hierárquica, porém não necessariamente nessa ordem de preferência:

- Preferência por fluxo de caixa futuro;
- Condições macroeconômicas e estruturais do mercado, incluindo a regulamentação; e
- Qualidade da relação investidor versus administração da empresa.

Nesse contexto a distribuição de dividendos atua para (a) serem usados como ferramenta de crescimento, (b) serem distribuídos com base nos preceitos legais, e (c) serem usados pela administração como instrumento de relação com os investidores.

## 2.6 TEORIA DA SINALIZAÇÃO (CONTEÚDO INFORMACIONAL)

A decisão da política de dividendos tomada pela administração é uma forma de transmissão de sinais sobre o desempenho atual e futuro da empresa. A variação do pagamento de dividendos é entendida pelo mercado e pelos investidores como um sinal de como está a situação econômica e financeira da empresa. O termo “conteúdo informacional dos dividendos”, segundo Assaf Neto *et al.* (2007), refere-se à hipótese de que os dividendos divulgam informações importantes sobre as perspectivas futuras de lucros da empresa, permitindo que os investidores façam previsões mais precisas sobre seus lucros futuros.

Para os autores Modigliani e Miller (1961) o conteúdo informacional e a informação proporcionada pelos dividendos quanto aos lucros futuros têm relação direta com o preço da ação da empresa, bem como com a decisão dos proprietários de elevarem ou reduzirem seus investimentos dentro da própria empresa. É o que postularam os autores ao notar que as empresas são contrárias a cortar dividendos, pois isso traz um efeito negativo no mercado, ao colocar em cheque a capacidade de continuidade dos projetos em curso. Por outro lado, também, sugerem não aplicar um aumento no pagamento dos dividendos a não ser que antecipem bons lucros no futuro.

Faz-se mister salientar que as empresas com bons projetos precisam tomar medidas para impedir que tais projetos sejam imitados pelos concorrentes – o que representaria uma criação de custo para si mesmas aumentando as necessidades de fluxo de caixa de longo prazo. O fato de estarem dispostas a assumir este compromisso indica aos investidores que elas acreditam que têm capacidade de gerar os fluxos de caixa para fazer frente aos pagamentos decorrentes da decisão. O mercado assimila este sinal de forma positiva, levando a uma reavaliação dos valores da empresa. Por outro lado, quando se evidencia a redução de dividendos, isto indica pessimismo na geração de caixa futuro e, como consequência, financiamento a partir do lucro retido (não exigível). É importante enfatizar que o mercado entenderá se os sinais dados são factíveis, podendo reverter a avaliação imediatamente caso entendam em contrário. Assim, a política de dividendos pode ser usada pela administração como um instrumento de transmissão de informação para o mercado das expectativas futuras da empresa.

## 2.7 EFEITO CLIENTELA

Modigliani e Miller (1961) argumentam que o efeito clientela é o fenômeno que atrai os acionistas cujo padrão de preferência pelo pagamento e estabilidade dos dividendos coincide com o padrão por ela utilizado. Portanto, diferentes grupos de investidores optam por políticas de dividendo diferenciadas. Os autores baseiam-se no fato de que os investidores preferem adquirir ações com *yield* reduzido, devido às altas taxas de impostos sobre dividendos pagas. Já os investidores que são tributados por alíquotas menores têm interesse em ações com *yield* elevado. Ao se estudar o efeito clientela no mercado norte-americano, quando da ausência de impostos, os investidores levam em consideração o valor dos dividendos pagos.

De acordo com o ordenamento tributário brasileiro, investidores institucionais como fundos de pensão, fundos para doação de universidades e indivíduos não são tributados no recebimento dos dividendos. Desse modo, o grupo de investidores interessados em rendimentos estáveis buscam empresas que possuem uma política de distribuição de dividendos correntes constantes. Na medida em que os investidores podem trocar seus investimentos, os administradores devem evitar promover mudanças bruscas na política de dividendos, porque uma mudança inadequada pode significar a saída dos investidores do negócio.

Pôde-se inferir, conforme a proposição de Modigliani e Miller (1961), que a política de dividendos de empresas brasileiras confirma o efeito clientela de influenciar na decisão de dividendos destas; o impacto do efeito clientela, ademais, é devido a questões associadas à governança corporativa e a mecanismos de financiamento predominantes no mercado financeiro brasileiro.

## 2.8 DIVIDENDOS VERSUS FINANCIAMENTO

O processo de tomada de decisões de uma empresa está atrelado ao conceito da administração, ficando a cargo da gestão da empresa. Administrar nada mais é do que decidir pela alternativa propícia. As decisões são tomadas pelas empresas de forma contínua e inevitável. As decisões de investimento envolvem todo o processo de identificação, avaliação e seleção das alternativas de aplicações de recursos. Insere-se nesse contexto a decisão quanto à alocação do resultado

líquido da empresa, à decisão de distribuir ou não os dividendos, uma vez que esta é uma alternativa de financiar as atividades da própria empresa.

Quaisquer que sejam a natureza da atividade operacional da empresa e os resultados obtidos de seus fluxos de caixa, os administradores e investidores se deparam com duas grandes questões: investir agora para incrementar a operação da empresa, e qual o momento adequado para consumir o recurso investido. Nesse sentido, os investidores optam pela empresa que corrobora sua preferência quanto à política de distribuição de lucros e dividendos. Concluem que, caso não recebam os dividendos hoje, não consumindo seu investimento de forma imediata, é esperado que o retorno futuro justifique o tempo despendido.

Trata-se do Teorema da Separação de Fisher<sup>2</sup>. O teorema se baseia em três afirmações: (1) a primeira é que as decisões de investimento da empresa são separadas das preferências dos seus proprietários (investidores); (2) a segunda é que as decisões de investimento da empresa são separadas das decisões de financiamento da empresa; e (3) a terceira afirmativa é que o valor dos investimentos é separado do *mix* de métodos usados para financiar os investimentos. Portanto, as decisões dos proprietários e investidores não são levadas em consideração durante o processo de seleção de investimentos, já que para a administração o objetivo de maximizar o valor da empresa é a principal consideração quando da tomada de decisões de investimento. O teorema de separação de Fisher conclui que o valor de uma empresa não é determinado pelo modo como é financiada ou pelos dividendos pagos aos investidores da empresa.

## 2.9 LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

A Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976), conhecida como a Lei das Sociedades Anônimas (“Lei das S.A.”) delibera sobre as questões de dividendo no Brasil das sociedades de capital aberto, mantendo os direitos essenciais dos acionistas previstos na legislação anterior, o Decreto-lei 2.627/40 (BRASIL, 1940). O Artigo 1.053 da Lei nº 10.406 (BRASIL, 2002) prevê que como não existe uma regulamentação específica para as empresas LTDA, devido à

---

<sup>2</sup> O teorema é nomeado em homenagem ao economista americano Irving Fisher. O teorema de separação de Fisher estipula que o objetivo de qualquer empresa é aumentar o seu valor em toda a extensão, independentemente das preferências dos proprietários da empresa.



omissão de regras próprias, a Lei das S.A. também delibera sobre a política de dividendos na empresa LTDA.

Por conta do objetivo definido para esta dissertação, o trabalho não entrará em discussões ou ponderações específicas sobre dividendo por ações, tão pouco em aspectos ensejados no Mercado de Capitais Brasileiro – haverá concentração da narrativa nas práticas da política de dividendos nas empresas LTDA.

Na empresa LTDA, a política de distribuição dos lucros é deliberada de acordo com a vontade dos sócios, e definida por meio de cláusula específica no contrato social, mitigando questionamentos acerca da parcela proporcional do dividendo distribuído e o instituto do dividendo mínimo obrigatório, conforme determina a Lei das S.A. (art. 202, §2º). O legislador procurou dar proteção ao acionista minoritário quando estabeleceu o dividendo mínimo obrigatório, impedindo que o controlador retenha a totalidade dos lucros. Destaca-se o inciso IV do art. 202 da Lei das S.A., que postula que o dividendo mínimo não será obrigatório no exercício social em que o resultado apurado não seja compatível com a situação financeira da empresa.

A Lei das S.A. exige a distribuição de pelo menos 25% do lucro líquido a título de dividendos aos detentores de ações ou quotas depois de realizados os seguintes ajustes no lucro líquido: (-) Reserva Legal (-) Reservas Para Contingências (-) Reserva de Lucros a Realizar (+) Reversão de Reservas para Lucros/Prejuízos Acumulados.

O sistema tributário brasileiro é complexo e traz ao país um custo operacional de proporções descomunais, pois o número de horas despendido para a empresa se manter em conformidade com as leis e normativas estabelecidas por esse sistema monta à casa de 2.600 horas por ano, conforme estudo do Banco Mundial (2015) (Vide Tabela 1.) O número de horas é alto comparado com a média dos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE (175 horas) e dos países da América Latina e Caribe (365 horas). O Brasil ocupa a 177ª posição em um total de 188 países.

**Tabela 1 - Paying Taxes in Brazil**

Indicator	Brazil (São Paulo)	Latin America & Caribbean	OECD
Payments (number per year)	9.0	29.9	11.8
Time (hours per year)	2.600	365.8	175.4
Profit Tax (%)	24.8	20.7	16.4
Labor tax and contributions (%)	40.3	14.7	23.0
Other taxes (%)	3.8	12.9	1.9
Total tax rate (% profit)	68.9	48.3	41.3

Fonte: World Bank (2015).

O sistema tributário brasileiro foi definido pela Constituição de 1988, que substabeleceu aos três níveis de governo (federal, estadual e municipal) a cobrança de impostos. Em nível federal os impostos incidentes sobre a receita, entre a média das empresas, são Imposto de Renda (IRPJ 15%) e adicional de imposto de renda (IRPJ 10%) quando do excedente de R\$ 240.000,00 de lucro, a contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL 9%) e as contribuições sobre os programas de integração social PIS e COFINS (1,65% e 7,6%, respectivamente). Dito isso, o peso médio dos tributos corporativos é de 43,25%, para as empresas enquadradas no regime tributário lucro real ou lucro presumido.

Vale ressaltar que existem outras modalidades de regime tributário e tipos de impostos com alíquotas diferenciadas, como o Simples Nacional, salvaguardadas as condições societárias e econômicas impostas pelo ordenamento jurídico brasileiro. Para o âmbito deste trabalho, não serão tratados mais detalhes sobre tal regime.

O tempo imposto e a complexidade na manutenção das informações tributárias, bem como o peso dos tributos corporativos, trazem um alto custo para o Brasil, tornando-se um desincentivo ao empreendedorismo e ao investimento no país.

### 3 INFLUÊNCIA DOS IMPOSTOS

#### 3.1 ASPECTOS TRIBUTÁRIOS NO EXTERIOR

Nas principais economias mundiais existem diferentes regimes de tributação, e é latente a preocupação quanto ao problema da bitributação. Países como os Estados Unidos da América (EUA), por exemplo, adotam o sistema clássico no qual as empresas e investidores são tratados como entidades separadas, tributando primeiro o lucro no nível corporativo e, em seguida, no nível do acionista quando o lucro é distribuído como um dividendo (OCED, 2017). Nesse sistema, o lucro das empresas é tributado na apuração do resultado do exercício e o lucro distribuído como dividendos aos acionistas, novamente tributado para pessoa física. Nos EUA o acionista é duplamente tributado, no nível de empresa (35% imposto sobre os rendimentos) e no nível do indivíduo (15% imposto sobre a renda ou sobre os ganhos de capital). Isto caracteriza a dupla tributação, que teria efeitos negativos sobre o financiamento de novos projetos empresariais que tivessem por base o aporte de capital dos acionistas. No sistema clássico os juros pagos a título de empréstimo são dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda; portanto, o endividamento é privilegiado e se torna a fonte de financiamento preferida das empresas.

O modelo norte-americano de política de dividendos é a base de quase todos principais modelos mundiais, principalmente por possuir uma das principais bolsas de valores do mundo (Vide Tabela 2). No mercado norte-americano os dividendos são tributados, assim como os ganhos de capital. Apesar de possuírem a mesma alíquota de 15%, a legislação norte-americana favorece os ganhos de capital se comparados com os dividendos, pois o pagamento dos impostos sobre os dividendos deve ser realizado imediatamente, enquanto os impostos sobre os ganhos de capital podem ser diferidos até que as ações sejam negociadas e os ganhos efetivamente realizados (BREADLEY *et al.*, 2013).

Com a globalização, a mobilidade do capital tornou-se muito mais intensa. Portanto, países que adotassem regimes de dupla tributação de lucros poderiam ver os investimentos migrarem para outros mercados. A reboque Austrália, França, Itália e a Alemanha preferiram integrar seus sistemas de tributação sobre as pessoas físicas e jurídicas de tal forma a abrandar o problema da dupla tributação de lucros.

Segundo Brigham (2001) nesses países as empresas pagam impostos sobre os dividendos na fonte, porém os sócios e acionistas podem deduzir sua participação no imposto sobre a receita já pago pelas empresas por intermédio da adoção do sistema de tributação por imputação e/ou sistema de alíquotas diferenciadas. No primeiro caso, a ideia básica é conceder um crédito à pessoa física que, em geral, é formalizado na sua declaração de ajuste. Tal crédito tem por base o imposto retido na fonte sobre os dividendos. No segundo caso, a retenção na fonte sobre os dividendos vale-se de uma alíquota inferior à que é normalmente usada para os demais rendimentos de capital. Em ambos os casos, busca-se fazer com que as somas do imposto pago pela empresa com os impostos retidos sobre os dividendos resultem iguais à aplicação da alíquota básica do capital sobre o total do rendimento. Exemplificando: se uma empresa francesa apura o pagamento de dividendos de \$100 para o acionista, a empresa emite um cheque de \$70 e um crédito fiscal de \$30. Aos olhos do erário público o contribuinte recebeu \$70, mas tem um crédito de imposto de \$30, que poderá ser abatido de sua declaração pessoal de imposto.

**Tabela 2** - Tratamento de dividendos - Comparativo entre países

<b>País</b>	<b>Sistema</b>	<b>Alíquota Imposto (%)</b>	<b>Tratamento</b>
Alemanha	Alíquotas diferenciadas	41,1	Aplicação da alíquota do IR pessoa física sobre ½ do rendimento
Brasil	Isenção	Zero	Isentos
EUA	Clássico	31,0	Alíquota marginal media
França	Imputação	34,0	Crédito
Itália	Imputação	34,0	Crédito

Fonte: Dados brutos oriundos dos sites do International Bureau of Fiscal Documentation, da OCED e da SRF.

No que tange à política de dividendos a realidade brasileira é significativamente diferente da dos outros países, principalmente quanto aos aspectos legais. No Brasil, desde a promulgação da Lei nº 9.249 de 1995 (BRASIL, 1995), não há tributação para os lucros distribuídos na forma de dividendos até o montante do lucro fiscal apurado no período – fato que faz com os que investidores recebam integralmente os valores distribuídos. Comparativamente, nos EUA o

recebimento dos dividendos é tributado a uma taxa em torno de 35% (BRIGHAM, 2001).

No Brasil, o ganho de capital é tributado em 15%, segundo o Artigo 46 da Instrução Normativa nº 1.022 de 2010 (BRASIL, 2010), e a distribuição de lucros e dividendos, como já dito, é isenta de tributação na pessoa física. Os sócios ou acionistas declaram esses valores como remuneração oriunda de dividendos na pessoa física e não pagam Imposto de Renda. O argumento para justificar a isenção, criada pela Lei nº 9.249 de 1995 (BRASIL, 1995), é exatamente evitar a bitributação.

### 3.2 ASPECTOS TRIBUTÁRIOS NO BRASIL

A promulgação da Lei nº 9.249 de 1995 (BRASIL, 1995) trouxe ao mercado brasileiro um atrativo fiscal para as empresas no caso de investimento em capital social, pois as empresas enquadradas no regime do lucro real passaram a deduzir o valor do juro pago ao sócio ou acionista para efeito da remuneração do capital próprio. Ou seja, à empresa é permitida a dedução de sua base tributável dos valores pagos como remuneração do capital investido pelo sócio ou acionista, a título de juros sobre o capital próprio (JCP). Desse modo, com a introdução no ordenamento jurídico da lei, o JCP é outra alternativa de remuneração dos sócios ou acionistas, além da distribuição de dividendos.

Segundo Assaf Neto *et al.* (2007) o JCP é apurado com base no capital dos sócios ou acionistas e pode ser deduzido do resultado da empresa a título de despesas financeiras, reduzindo assim a base de cálculo do imposto de renda da empresa. Tal mecanismo permite a redução da carga tributária da empresa, tornando-se um fator de economia fiscal e de preservação do patrimônio da sociedade.

O Artigo 9 da Lei nº 9.249 de 1995 (BRASIL, 1995) delibera sobre os principais critérios legais para a aplicação do JCP no país: (a) a permissão para as empresas imputarem os juros pagos a título de remuneração do capital próprio ao valor dos dividendos mínimos obrigatórios, conforme art. 202 da Lei das S.A.; (b) a condição de que somente haverá pagamento de JCP quando da existência de lucros, apurados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e da reserva de lucros; (c) os pagamentos de JCP aos acionistas trazem vantagens fiscais a

empresa, pois são contabilizados como despesa financeira, passando a compor o lucro real da empresa no resultado do exercício.

Na prática as empresas consideram os juros sobre o capital próprio como parte de sua política de dividendos, tornando-se, assim, um mecanismo eficiente de economia fiscal distribuir o máximo possível de JCP aos seus sócios ou acionistas. Veja as diferenças no Quadro 1.

<b>JCP</b>	<b>Dividendos</b>
Distribuição optativa, condicionada à previsão em estatuto e à existência de lucro	Distribuição obrigatória, condicionada à existência de lucros
Base de cálculo - patrimônio líquido	Base de cálculo - lucro líquido ajustado
Percentual de remuneração - vinculado à variação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)	Percentual de distribuição definido em estatuto
Existência de impostos para os acionistas ou sócios, valor recebido é tributado na fonte em 15% sobre o valor distribuído	Inexistência de impostos para os acionistas ou sócios, o valor recebido não é tributado
Situação fiscal para as empresas: JCP tratados como despesas financeiras e dedutíveis da base de cálculo do IRPJ e CSLL	Situação fiscal para as empresas: dividendos distribuídos não podem reduzir a base de cálculo do IRPJ e CSLL.

**Quadro 1** – Diferenças entre JCP e dividendos.  
Fonte: LAGIOLA (2011).

Surge, então, neste momento a pergunta – qual a preferência do investidor: juros sobre o capital próprio ou dividendos? O objetivo deste trabalho não é a resposta a esta questão, mas somente a reflexão.

A Lei nº 9.249 de 1995 (BRASIL, 1995) instituiu que a distribuição lucros e dividendos calculados a partir do resultado operacional, pagos a pessoas jurídicas cujo regime de tributação é o lucro real, não está sujeita à incidência do imposto de renda na fonte, nem integra a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, seja ele pessoa física ou jurídica, domiciliado no Brasil ou no exterior.

O ordenamento jurídico brasileiro define que os sócios e acionistas podem receber dividendos, e nesse caso não será tributado enquanto pessoa física, bem como receber juros sobre o capital próprio. Entretanto, as pessoas físicas ou jurídicas creditadas com JCP serão tributadas a alíquota de imposto de renda na fonte de 15%. Devido à legislação, sob a ótica de economia fiscal do sócio, o recebimento de dividendo é mais vantajoso que os ganhos de capital. Desse modo, pode-se concluir

que a tributação é fator preponderante na decisão da estratégia de distribuição de dividendos.

Um aspecto importante a se enfatizar é que o pagamento de dividendos contribui para a solução dos problemas de agência, pois diminui o excedente de caixa livre na empresa. Jensen e Meckling (1976) desenvolveram a teoria da agência partindo da premissa de que a essência da empresa é definida pelas relações contratuais que possui. Sob esse prisma, a relação de agência é o contrato em que os “principais” delegam autoridade aos contratados para desempenhar um determinado objetivo – os contratados são os “agentes”, ou seja, os acionistas são os principais, e os administradores os agentes.

Postulam Jensen e Meckling (1976) sobre a existência de conflitos de interesses entre acionistas e administradores, naquelas empresas que têm poucas oportunidades de investimento, gerando objetivos e interesses muitas vezes distintos entre as partes. Dessa forma, o pagamento de dividendos teria a função de reduzir o conflito de agência, uma vez que reduz os recursos à disposição dos administradores.

No contexto de propriedade e controle, o ambiente internacional é caracterizado por possuir um controle pulverizado e o ambiente brasileiro pela alta concentração de controle nas mãos de um único acionista, ou grupo controlador. O controle concentrado das empresas de capital aberto brasileiras é motivo de preocupação para os acionistas minoritários. O fato é que, após a apuração do lucro, as empresas têm que decidir entre distribuir dividendos aos seus acionistas ou reter lucros para reinvestimentos ou futuros investimentos, ou seja, as empresas têm que definir sua política de dividendos. A política de dividendos nem sempre está de acordo com os interesses dos acionistas minoritários, que possuem como direito principal o recebimento de dividendos, gerando assim um conflito de agência com os controladores das empresas, pois estes podem estar interessados em investimentos que não possuam bons retornos.

O conflito de agência entre controladores e acionistas minoritários é grande, principalmente em países onde a proteção legal é fraca. De acordo com a pesquisa feita por La Porta *et al.* (2000), nos países onde a lei é forte os acionistas minoritários conseguem garantir os direitos de receber os dividendos das empresas.

No Brasil, dada a histórica insegurança jurídica, foi lançado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), o Novo Mercado<sup>3</sup>.

Diante do exposto, as decisões quanto ao investimento ou distribuição de lucros e dividendos podem estar relacionadas com a concentração acionária, dado o poder do capital votante das empresas.

---

<sup>3</sup> Com o intuito de melhorar a credibilidade devido à falta de transparência das empresas e à forma como estas estavam tratando os acionistas minoritários, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) lança no ano 2000 o Novo Mercado, de onde passam a fazer parte aquelas empresas que apresentam alguns outros pré-requisitos de proteção aos acionistas minoritários, tais como transparência nos relatórios, etc. As empresas passam a ser classificadas no Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de comprometimento por elas assumido.



## 4 PROCEDIMENTO METODOLÓGICO

Este capítulo tem por objetivo demonstrar e explicar a metodologia aplicada no desenvolvimento desta pesquisa, e de que forma ela foi conduzida. A pesquisa busca a investigação sobre a influência que a política de dividendos exerce sobre a capacidade de as empresas LTDA angariarem capital (investimento direto).

A pesquisa foi conduzida individualmente pela autora, que é gestora sênior de uma empresa de consultoria e prestação de serviços na área contábil e fiscal, atuando junto a empresas nacionais e internacionais há mais de 18 anos. A autora deparou-se com o problema em questão no transcurso da sua carreira profissional, e por isso se pode ressaltar a sua neutralidade reduzida enquanto observador participante, bem como na análise do conteúdo dos dados.

### 4.1 METODOLOGIA APLICADA

Em linha com a fundamentação teórica, o método mais acertado para atingir os objetivos deste trabalho é a realização de uma pesquisa fenomenológica, sob o ponto de vista, opiniões e visões dos entrevistados, quanto à influência que a política de dividendos possui na capacidade das empresas LTDA de angariarem recursos próprios, investimento direto.

Em termos metodológicos este estudo é classificado como pesquisa de natureza aplicada, cuja abordagem do problema se deu por uma perspectiva qualitativa. Os objetivos do estudo foram analisados por uma óptica descritiva, cujos procedimentos técnicos envolveram levantamento bibliográfico, realização de entrevistas, análise de conteúdo e triangulação das informações.

O método adotado na pesquisa tem natureza qualitativa e é do tipo explicativa, sob as perspectivas epistemológicas construtivista e interpretativista, tendo em vista o objetivo de examinar e refletir sobre as percepções e o entendimento sobre a influência da política de dividendos na capacidade de captação de recursos monetários (investimento direto) das empresas LTDA. Segundo Godoy (1995), o fenômeno pode ser mais bem compreendido no contexto em que ocorre e do qual é parte, devendo ser analisado numa perspectiva integrada.

Dessa forma, a pesquisa qualitativa pode ser definida como uma metodologia que constrói dados a partir de observações extraídas diretamente do estudo com

pessoas, lugares ou processos com os quais o pesquisador estabelece uma interação direta para compreender os fenômenos estudados.

Assevera Yin (2016) que a pesquisa qualitativa, quanto à sua característica, possui limitações relacionadas com o viés dos participantes, devido aos aspectos emocionais, fase da empresa e pelo próprio estudo.

A pesquisa possui uma abordagem participatória dos entrevistados, utilizando a estratégia de compreender e interpretar a opinião e as expectativas dos indivíduos com relação ao problema. É a busca da teoria embasada na realidade, através de pesquisa bibliográfica e do conhecimento adquirido com os entrevistados.

Gil (2015) afirma que a entrevista é uma técnica utilizada pelo entrevistador indagar, sob forma de perguntas, os dados que interessam na sua investigação. As entrevistas buscaram extrair o conhecimento e a opinião dos entrevistados. Nesse estudo, as entrevistas seguiram um roteiro ordenado (limitada a um conjunto de questões pré-definidas), porém flexível e interativa, adaptando-se à medida que as informações foram passadas pelos entrevistados. Entende-se que esse tipo de pesquisa ajudou na busca do conhecimento sobre o problema estudado e no aprofundamento das noções ainda não sedimentadas sobre o entendimento a respeito da influência da política de dividendos nas empresas LTDA.

A tipologia empregada foi o paradigma fenomenológico. Seu objetivo é o estudo do fenômeno, ou seja, o estudo da coisa ou do objeto em si mesmos, não o que dizem sobre estes. A utilização do método fenomenológico nesta pesquisa está pautada no fato de ela se voltar para a experiência habitada dos participantes, possibilitando a compreensão das motivações e temores percebidos no processo de tomada de decisão sobre investir em um empreendimento que distribua dividendos.

Vale ressaltar que a base metodológica da fenomenologia dos ambientes mercadológicos tem sua proposta epistemológica direcionada para: (a) mergulhar no campo da experiência humana; (b) focar a percepção da situação social pelos participantes; (c) ver como o fenômeno investigado se desdobra a partir da experiência social; (d) observar o significado das experiências dos participantes; e (e) entender a vida como um mistério, e não como um problema a ser resolvido (CRESWELL, 2014).

Nos métodos qualitativos, à luz da fenomenologia e no estruturalismo, a investigação é considerada eficaz quando permite apresentar o fenômeno em seu contexto. Os métodos qualitativos servem à compreensão do fenômeno estudado e

à capacidade de transferência para outros grupos e indivíduos dos resultados obtidos, evitando a generalização (THIRY-CHEQUES, 2009).

Quanto aos objetivos a pesquisa possui dois componentes: um exploratório, porque há poucos ou nenhum estudo anterior sobre o fenômeno, e um explicativo. O componente exploratório tem o objetivo de procurar padrões, ideias ou hipóteses sobre a política de distribuição dos dividendos, estabelecendo sua relação como um instrumento de investimento nas empresas por quota de responsabilidade limitada no Brasil (em vez de testar hipóteses ou confirmar uma hipótese). O componente explicativo terá como base o referencial teórico do tema, buscando estratificar da literatura disponível o conceito de dividendos e a política de dividendos, bem como identificar os fatores que contribuem para a ocorrência do fenômeno.

Quanto à forma da abordagem qualitativa, esta pesquisa usou o enfoque indutivo que parte do empírico e constrói a teoria à luz da experiência do pesquisador, como também da coleta e análise dos dados.

Como esta pesquisa possui caráter qualitativo, significa dizer, nas palavras de Stake (2011), que o raciocínio se baseia na percepção e na compreensão humana, essencialmente. Contudo, vale ressaltar que o método adotado não esgota as análises acerca do tema.

## 4.2 UNIVERSO E AMOSTRA

Deve-se ressaltar que a amostra utilizada nesta pesquisa foi não probabilística, devido à necessidade de depender do julgamento do pesquisador, e não se baseou em procedimentos estatísticos. Amostragem não probabilística é aquela em que a seleção dos elementos da população para compor a amostra depende ao menos em parte do julgamento do pesquisador ou do entrevistador no campo (KALVIAINEN *et al.*, 1995).

A circunspeção de seleção da amostra foi intencional e por conveniência, uma vez que foram adotados critérios definidos pela autora e pesquisadora na seleção dos entrevistados. Foram escolhidos entrevistados que se enquadram dentro do perfil definido pela pesquisadora, possibilitando a contribuição efetiva na discussão do problema de pesquisa apresentada.

Segundo Bourdieu (1999) para se obter uma boa pesquisa é necessário escolher as pessoas que serão investigadas, sendo que, na medida do possível,

estas pessoas sejam já conhecidas pelo pesquisador ou apresentadas a ele por outras pessoas da relação da investigada. Dessa forma, quando existe uma certa familiaridade ou proximidade social entre pesquisador e pesquisado as pessoas ficam mais à vontade e se sentem mais seguras para colaborar.

Para a coleta de dados foi utilizada a técnica de pesquisa com uma amostra de 30 respondentes compostos por brasileiros, homens e mulheres, com idade entre 25 a 65 anos de idade, com escolaridade mínima de ensino superior e atuantes no mercado de trabalho. A ocupação e experiência profissional dos entrevistados foi segregada em cinco (05) categorias: (a) profissional área contábil e fiscal, (b) profissional área financeira, (c) empreendedores, (d) profissional área tributária e societária, e (e) professores de pós-doutorado e mestrado. Os respondentes foram selecionados por (i) terem relacionamento pessoal e/ou comercial com a autora deste estudo, bem como (ii) possuírem conhecimento sobre o tema estudado.

De forma a demarcar o tamanho da amostra na pesquisa foi utilizado o critério de saturação, que determina que o momento é atingido quando o acréscimo de dados e informações em uma pesquisa não mais irá alterar a abrangência do fenômeno estudado. O critério de saturação "é um processo de validação objetiva em pesquisas que adotam métodos, abordam temas e colhem informações em setores e áreas em que é impossível ou desnecessário tratamento probabilístico da amostra" (THIRY-CHEQUES, 2009, p. 21).

Segundo Thiry-Cheques (2009) a forma de utilização mais comum do critério de saturação é a da aplicação de entrevistas semiestruturadas de forma sequencial, com respostas em aberto. Ao concluir as entrevistas, as repetições e tipos de resposta são identificados pelo pesquisador. O ponto de saturação é atingido a partir do momento em que nenhuma nova informação, nem um novo tema submerge. O tamanho ou número de observações da seleção não probabilística e intencional obedece a critérios *ex-post*, ou seja, em função das respostas obtidas.

A pesquisa foi realizada com a aplicação de um questionário semiestruturado composto de 12 perguntas, na cidade do Rio de Janeiro durante o período de novembro de 2016 a junho de 2017. Um pré-teste foi realizado no mês de novembro de 2016 com entrevista de campo com 05 (cinco) indivíduos, visando avaliar a eficácia do questionário, a metodologia de entrevista, bem como identificar inconsistências e obter uma prévia da relação das respostas com o objetivo da pergunta deste estudo. A realização do pré-teste propiciou modificações de

aprimoramento no que tange ao vocabulário utilizado nas questões, possibilitando facilitar a aplicação do roteiro de pesquisa. As alterações feitas foram a substituição de algumas palavras evitando jargões não tão familiares para as pessoas fora da área, bem como a introdução da escala Likert<sup>4</sup> (de um a cinco) em algumas perguntas o que evitou a obtenção de respostas puramente afirmativas ou negativas, permitindo medir até que ponto o entrevistado concorda ou discorda sobre algum aspecto relacionado à sentença.

No transcorrer do pré-teste e durante o processo de coleta de dados por intermédio da aplicação de entrevistas, comprovou-se que o roteiro das perguntas se mostrou alinhado com o objetivo do estudo, assim como a exploração dos temas previamente pesquisados no referencial teórico.

#### 4.3 COLETA DOS DADOS

Inicialmente foi feita uma pesquisa bibliográfica, com coleta de dados e informações na literatura que trata o assunto (VERGARA, 1998). Na pesquisa bibliográfica foram verificados livros, dicionários, revistas especializadas, artigos científicos, teses e dissertações. O estudo embasou-se na revisão bibliográfica objetivando trazer para este trabalho a fundamentação teórica e o posicionamento atual a respeito do tema.

Na sequência, foram realizadas entrevistas nas quais a autora vestiu-se de entrevistador e foi a campo buscar identificar o fenômeno em estudo a partir da perspectiva das pessoas nele envolvidas, considerando todos os pontos de vista relevantes.

O recurso utilizado para a coleta de dados foi a realização de pesquisa, adotando-se entrevistas semiestruturadas individuais em profundidade, que norteiam a discussão sobre o tema. A entrevista como coleta de dados sobre um determinado tema científico é a técnica mais utilizada no processo de trabalho de campo (GIL, 2008).

A abordagem inicial foi realizada por intermédio de contato telefônico individual e de mensagens individuais encaminhadas por correio eletrônico (e-mail),

---

<sup>4</sup> Criada em 1932, pelo psicólogo norte-americano Rensis Likert, a Escala Likert, ou de Likert, é uma escala de resposta psicométrica utilizada na maioria das vezes em pesquisas de opinião de clientes. Ao responderem a um questionário baseado nesta escala, os entrevistados especificam seu nível de concordância com uma afirmação.

em que foi explicado o teor da pesquisa, assim como a metodologia aplicada na obtenção das informações. A partir da concordância das pessoas contatadas para a participação da pesquisa foi realizado o agendamento da entrevista, atendendo a disponibilidade e dentro da melhor conveniência de cada entrevistado, bem como o local para a realização da entrevista. Na oportunidade foi ressaltado aos participantes que as informações seriam tratadas como confidenciais e que os nomes dos entrevistados não seriam divulgados.

As questões foram direcionadas por um roteiro semiestruturado, possibilitando assim a compilação das informações no tratamento dos dados. Os dados receberam tratamento qualitativo, seguindo a lógica de Vergara (1998), sendo semiestruturados e codificados de forma a permitirem uma conclusão objetiva e indutiva. As entrevistas semiestruturadas combinaram perguntas abertas e fechadas, em que o entrevistado teve a oportunidade de discorrer sobre o tema. A fundamentação teórica do roteiro da entrevista foi realizada com o embasamento no referencial teórico deste estudo.

Foram colhidas 30 respostas do questionário com 12 perguntas, 16 (dezesesseis) por intermédio de entrevistas individuais presenciais e em profundidade, e 14 (quatorze) através do questionário respondido pelo e-mail.

O curso das entrevistas iniciou-se com a explicação do entrevistador sobre o assunto, o método escolhido para a abordagem, o roteiro definido no questionário semiestruturado (ver Apêndice A), seguido por perguntas abertas emergidas no transcorrer das entrevistas, de acordo com o perfil de cada entrevistado e as respostas obtidas, que foram gravadas e transcritas. Informou-se também previamente o tempo aproximado que cada entrevista levaria. As entrevistas foram gravadas conforme autorização dos entrevistados e tiveram a duração média de 33 (trinta e três) minutos. Anotações também foram feitas pela pesquisadora para serem utilizadas em momento posterior como auxiliares na transcrição dos áudios.

A entrevista foi estruturada em três etapas. A primeira contemplou 05 perguntas que registraram a data, a idade, o gênero, a experiência profissional e a ocupação dos entrevistados. Nessa fase procurou-se qualificar o entrevistado para traçar o perfil do mesmo e, na compilação final, traçar o perfil do grupo de entrevistados.

Na segunda etapa foram elencadas questões buscando investigar o conhecimento do entrevistado sob o tema, sob a forma de perguntas diretas e

questões com a escala Likert (de um a cinco), na qual 1 significa discordo totalmente, e 5 concordo totalmente.

A terceira etapa iniciou-se com três perguntas em aberto, objetivando extrair a opinião e aspirações do entrevistado sobre a questão de pesquisa, incentivando-o a falar abertamente. Na sequência houve perguntas que brotaram sob a influência da experiência de cada um dos participantes, das respostas deflagradas durante o curso da entrevista, e da leitura do discurso por parte da entrevistadora.

Apesar de seguir roteiro definido houve pequenas variações de uma entrevista para outra. Essas variações decorreram de respostas ou reações de alguns entrevistados, o que suscitou perguntas adicionais. Entretanto, é importante ressaltar que essas alterações no transcorrer da entrevista não trouxeram malefícios ao fenômeno sob investigação, já que a ideia central foi mantida durante todo o transcurso.

As entrevistas foram conduzidas dentro de uma conjuntura muito semelhante à de uma conversa sem formalidades, com um clima descontraído e informal. Os entrevistados demonstraram compreensão sobre o assunto abordado e mostraram-se interessados em obter acesso ao resultado da dissertação.

#### 4.4 TRATAMENTO DOS DADOS

Após a coleta dos dados as entrevistas foram transcritas o que resultou em um volume significativo de informações a serem analisadas. Os dados e informações oriundos das entrevistas foram compilados em um documento seletivo com segmentação dos pontos abordados, as opiniões e experiência dos entrevistados. O método de análise de conteúdo foi utilizado, cuja definição é:

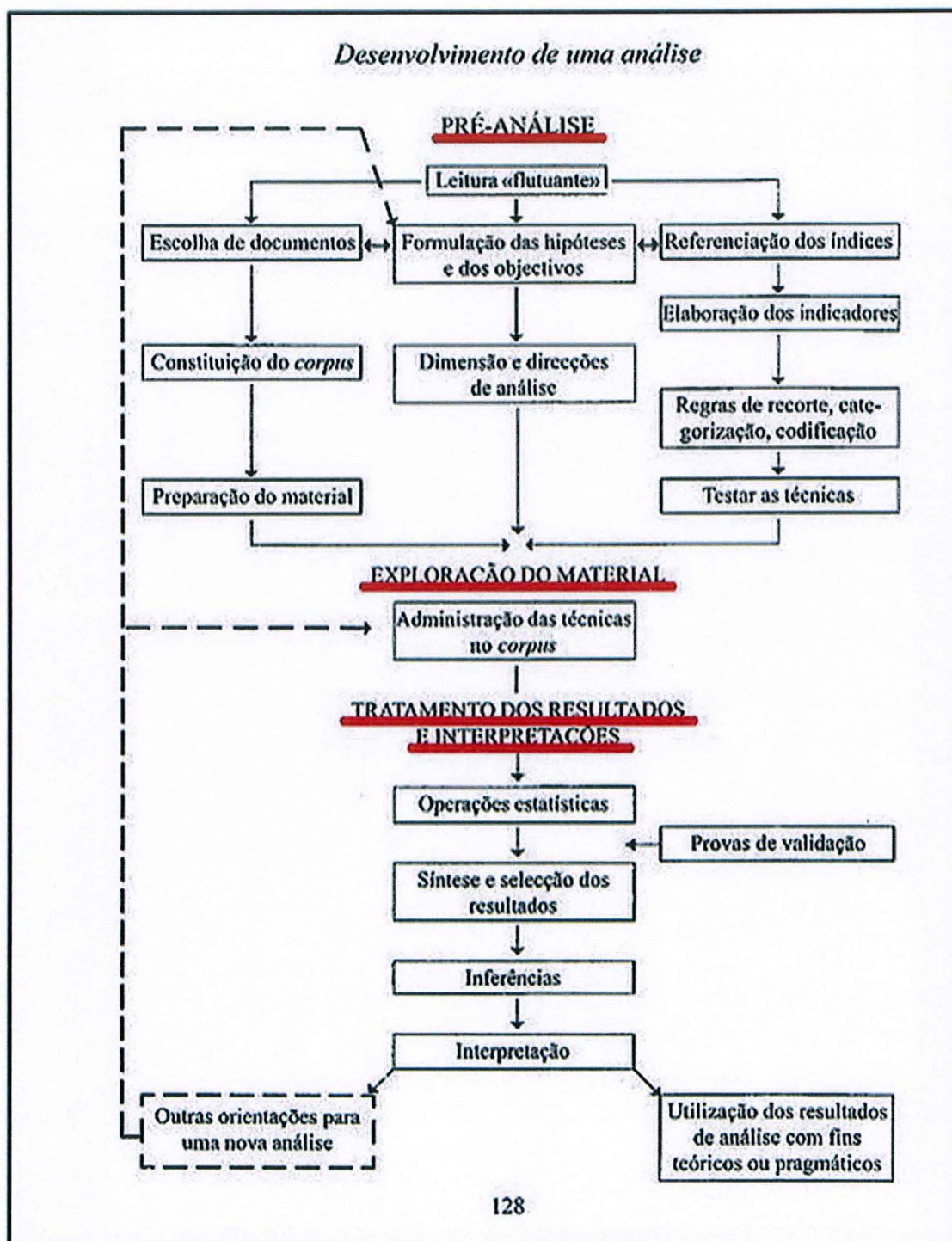
Um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando a obter, por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) destas mensagens (BARDIN, 2016, p. 48).

A técnica de análise de conteúdo utiliza a definição de categorias que permitem a classificação dos componentes do significado, ocupando-se de uma descrição objetiva e sistemática do conteúdo extraído das entrevistas e sua

respectiva interpretação. O conhecimento é fundamentado exclusivamente na experiência, sem levar em consideração princípios preestabelecidos. Para Bardin (2016) a segmentação em categorias facilita a prática da análise de conteúdo, uma vez que o processo permite organizar as informações de forma sistemática.

Bardin (2016) sugere que a utilização da análise de conteúdo seja realizada em três fases fundamentais: pré-análise, exploração do material e tratamento dos resultados: a inferência e a interpretação, conforme demonstrado no Quadro 2.





**Quadro 2** – Desenvolvimento de uma análise de conteúdo.  
 Fonte: BARDIN (2016).

Na primeira fase, fez-se a transcrição completa das entrevistas e foram juntadas as anotações feitas pela entrevistadora; esse material foi organizado em arquivos de texto. Em seguida, procedeu-se a uma leitura flutuante para estabelecer contato e conhecimento com o conteúdo, e para delimitação do material utilizado.

Posteriormente, passou-se à fase da exploração do material. Nessa etapa foram realizadas três novas leituras sobre o material. No tratamento das informações foram consideradas as etapas de perguntas. As respostas da primeira fase foram agrupadas segundo a qualificação dos entrevistados. No que tange às etapas dois e três as perguntas foram tratadas individualmente, destacando-se as respostas os índices, os indicadores e a codificação.

Para Bardin (2016) no processo de análise de conteúdo é necessário se estabelecerem as unidades de registro, pois permitem codificar o conteúdo possibilitando a contagem sequencial. Segundo a autora a categorização pode ser realizada considerando o critério léxico, sintático e semântico, ou seja, pautados por temas com significado.

Como resultado do processo de tratamento e interpretação as categorias emergidas seguiram as regras de homogeneidade, exaustividade, exclusividade, objetividade e adequação (BARDIN, 2016). O critério de categorização adotado na pesquisa foi semântico. As categorias selecionadas foram:

1. Atratividade na captação de recursos.
2. Planejamento tributário.
3. Falta de transparência e divulgação.
4. Carga tributária e risco.
5. Boa prática para a sociedade.

Por fim, deu-se a fase do tratamento dos resultados: a inferência e a interpretação das informações coletadas. Nessa fase a pesquisadora validou os resultados brutos realizando a interpretação do conteúdo manifesto, mas também o conteúdo latente, uma vez que se torna essencial ao pesquisador interpretar o sentido que se encontra por trás das respostas obtidas. É um instrumento de indução (roteiro de entrevistas) para se investigarem as causas (variáveis inferidas) a partir dos efeitos (variáveis de inferência ou indicadores, referências). Ao longo do trabalho, principalmente na análise dos dados, a pesquisadora procurou evitar o etnocentrismo. Para tal, foi adotada a escolha de entrevistados de diferentes grupos de atuação e experiência profissionais. Tal ação é imperativa para reduzir os erros de análise originários de opiniões preconcebidas.

Os dados brutos foram tratados de maneira a ter sentido e dar significado à pesquisa, onde os resultados são também apresentados com análises estatísticas. Postula Bardin (2016), que uma vez que o analista obtenha resultados sólidos e de fonte segura, é possível a antecipação de interpretações decorrentes de objetivos previstos ou de descobertas súbitas.

Com o intuito de dar validade ao tratamento dos dados, a autora utilizou a técnica de triangulação. Para Creswell (2014), a triangulação contempla abordagens metodológicas distintas, pesquisa qualitativa e pesquisa quantitativa, e nela são utilizados diferentes métodos para se obter o resultado sobre o tema estudado. Já Stake (2011) advoga que a triangulação é um meio para a compreensão dos dados pelo pesquisador. São dados adicionais utilizados para ampliar a interpretação do pesquisador. Em síntese, trata-se de um procedimento que compila método de coleta e de análise de dados distintos, diferentes amostras, diferenças nas perspectivas teóricas em momentos distintos, objetivando chegar a conclusões a respeito do fenômeno sob investigação.

No caso deste estudo, foi adotada a tipologia de triangulação de dados que consiste em utilizar diferentes fontes de dados, sem utilizar métodos distintos (DENZIN; LINCOLN, 2006). Utilizou-se, a triangulação de diversas fontes de dados (entrevistas, discussão teórica e documentos) para que as respostas aos objetivos ganhassem consistência e o resultado ganhasse robustez; foram feitas análises estatísticas para corroborar o entendimento. A propósito, a pesquisa foi realizada com diferentes categorias de profissionais, observando-se a área e atuação dos participantes, bem como a aplicando em duas etapas: um primeiro pré-teste e uma segunda rodada de entrevistas. As respostas coletadas de categorias profissionais distintas permitiram a validação das informações colhidas, evitando opiniões preconcebidas e o etnocentrismo. Os entrevistados foram segmentados conforme segue e representados na Tabela 3:

- a) Profissional da área contábil e fiscal;
- b) Profissional da área financeira;
- c) Empreendedores;
- d) Professor pós-doutorado e mestrado;
- e) Profissional da área tributária e legal.

**Tabela 3** – Categoria profissional dos entrevistados.

<b><u>Categoria Profissional</u></b>	<b><u>%</u></b>
Profissional Área Contábil / Fiscal	44%
Empreendedor	31%
Profissional Área Financeira	13%
Professor Pós-Doutorado e Mestrado	6%
Profissional Área Tributária e Societária	6%
	100%

Fonte: Elaborada pela autora.

Observa-se a triangulação na comparação dos dados coletados junto aos participantes com experiência e pertencentes a contextos profissionais distintos, sendo 44% da amostra de profissionais ligados à área de discussão, 31% de empreendedores, 13% são profissionais da área financeira, 6% de professor acadêmico e 6% de profissionais atuantes na área tributária e societária.

#### 4.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO

Segundo Vergara (1998) não existe método que não tenha limitações, e alerta Yin (2016) sobre as limitações quanto ao uso de entrevista como método de coleta de dados, na qual entrevistados podem fornecer respostas tendenciosas, é possível haver falta de precisão nas respostas devido à pouca flexibilidade por parte do entrevistado quando este pode tender a responder o que acredita que seja o que o entrevistador quer ouvir.

As limitações do estudo são a difícil organização das informações colhidas nas entrevistas para análise, pela pouca sistematização, assim como:

- a) Dificuldade de expressão de ambas as partes;
- b) Incompreensão acerca das perguntas por parte do entrevistado;
- c) Disposição do entrevistado em dar informações;
- d) Retenção de alguns dados importantes por parte dos entrevistados.

Outro aspecto que merece destaque é a subjetividade intrínseca a qualquer método qualitativo de pesquisa, abordagem aplicada neste estudo. *Data venia*, o resultado das análises sofre a influência da formação acadêmica e da experiência

profissional da pesquisadora, no ato da interpretação, codificação e categorização dos dados coletados durante toda a elaboração deste trabalho.

A propósito das limitações e obstáculos encontrados no decorrer da pesquisa observou-se que os resultados do estudo não foram afetados de forma significativa a ponto de invalidá-lo. Todavia, eles devem ser levados em consideração por futuros pesquisadores que decidam pela adoção deste mesmo método.

A despeito de esta pesquisa ser qualitativa e a dimensão da amostra ser reduzida, não é possível a generalização conclusiva dos resultados. Assim, o objetivo deste estudo é levantar hipóteses que vão merecer pesquisas posteriores para comprovação empírica.

A pouca neutralidade da pesquisadora pode ser também considerada uma limitação na análise de conteúdo, visto o seu envolvimento com o tema, o que pode acarretar em viés na interpretação das respostas.

## 5 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

No transcorrer do trabalho de campo foram contados 53 profissionais de diferentes categorias profissionais. Deste montante, 23 pessoas não deram retorno, 14 profissionais responderam ao questionário, mas não se prontificaram a conceder entrevista, e 16 profissionais foram entrevistados individualmente de forma presencial e em profundidade. A amostra da pesquisa realizada representa 57% do total das pessoas contatadas.

O roteiro de entrevista foi segmentado de modo a inicialmente identificar o perfil dos entrevistados (idade, gênero, escolaridade, cargo, etc.) para em seguida correlacionar os perfis com a experiência profissional, de modo a explorar as percepções que emergiram das entrevistas quanto à influência que a política de dividendos possui na capacidade das empresas LTDA de angariar recursos para o investimento direto.

### 5.1 PERFIL DOS ENTREVISTADOS

A amostra da pesquisa compõe-se de 30 (trinta) respondentes, cujo delineamento de perfil se encontra descrito na Tabela 4, a seguir.



**Tabela 4 – Perfil da amostra**

<b><u>Categoria</u></b>	<b><u>%</u></b>
Nível hierárquico	
Gerente	43%
Empresário	27%
Diretor	23%
Outro	3%
Experiência	
Mais de 5 anos	100%
2 a 5 anos	0%
Gênero	
Masculino	77%
Feminino	23%
Faixa etária	
25 a 35 anos	20%
35 a 45 anos	40%
45 a 60 anos	37%
Mais de 60 anos	3%

Fonte: Elaborada pela autora.

A Tabela 4 demonstra que parte substancial do contingente de profissionais está em posição de decisão, onde: 43% dos entrevistados ocupam cargo de gerente, 27% são empresários e 23% têm o cargo de diretor. A totalidade dos entrevistados (100%) possui mais de cinco anos de experiência.

Na questão gênero, observou-se que 77% são do gênero masculino e 23% do gênero feminino; quanto à idade observa-se que 20% estão na faixa etária de 25 a 35 anos, 40% na faixa etária de 35 a 45 anos, 37% na faixa etária de 45 a 60 anos, e 3% acima de 60 anos.

## 5.2 RESULTADOS

Para o computo dos resultados foram analisadas e consideradas as respostas oriundas das entrevistas, e desconsideradas as respostas provenientes dos questionários. As seguintes considerações foram ponderadas:

- a) Inexistência de controle de quem efetivamente respondeu ao questionário;
- b) Identificada elevada neutralidade nas respostas;

c) Inexpressividade nas respostas das questões dissertativas.

O aprofundamento nas entrevistas permitiu identificar as categorias insurgidas no transcurso do trabalho, por meio do processo de codificação e conversão dos dados brutos coletados tendo como base o relato dos entrevistados.

Em conformidade com o que pondera Bardin (2016), o critério de categorização foi semântico, ou seja, pautado no significado dos temas. De modo a garantir a confiabilidade do sistema de categorização, conforme sugere Bardin (2016), foram respeitados os critérios de:

- a) Exaustividade - nenhum elemento relevante deve ser deixado de lado para o cumprimento dos objetivos estabelecidos;
- b) Exclusão mútua - uma unidade de registro não pode pertencer a mais de uma categoria;
- c) Homogeneidade - cada categoria deve possuir somente um padrão de classificação;
- d) Pertinência - as categorias devem se adaptar ao objeto da pesquisa e aos assuntos abordados;
- e) Objetividade - a classificação deve ser feita de forma objetiva, evitando-se a subjetividade da interpretação.

Desse modo, foram transcritas 05 (cinco) categorias que estão descritas na Tabela 5, utilizada para avaliar a frequência com que cada uma delas aparece na fala dos entrevistados.



**Tabela 5 - Categorias encontradas**

Categorias	Entrevista																Total Recorrência
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Atratividade na captação de recursos	x		x	x	x		x	y	y	x	y	x		x	x	x	10
Planejamento tributário	x	x	x	x	x	x	x		x	x	x		x	x	y	y	12
Falta de transparência e divulgação	x	x	x		x	x	x	x	x		x	y	x	x	x	x	13
Carga tributária e risco	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	16
Boa prática para a sociedade	x	x		x			x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	13
<b>Total Novos Tipos Ocorrência</b>	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	1	0	0	1	1	

Legenda - X - recorrência e

Y - novos tipos ocorrência.

Fonte: Elaborado pela autora.

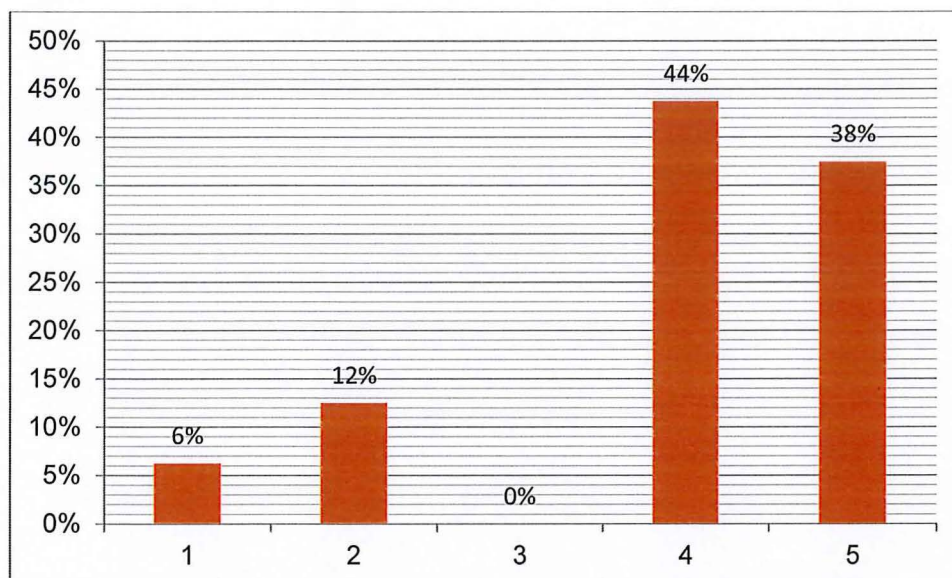
Na sequência as entrevistas foram analisadas com base nas categorias identificadas durante o transcurso das entrevistas, exemplificadas pelas citações feitas pelos entrevistados, conforme orientado por Thiry-Cherques (2012).

### 5.2.1 Atratividade na captação de recursos

A categoria atratividade na captação de recursos mede a influência da política de dividendos na capacidade de atrair capital para as empresas LTDA.

Constata-se nos relatos referentes a esta categoria que o benefício de isenção tributária no pagamento dos dividendos atrai o investidor a aportar seus recursos nas empresas LTDA.

Restou notadamente demonstrada a concordância dos entrevistados quanto à contribuição que a política de dividendos tem na atratividade do investimento direto: 44% dos entrevistados concordam e 38% concordam totalmente (Vide Gráfico 2).



**Gráfico 2** - A política de dividendos contribui na captação de recursos.

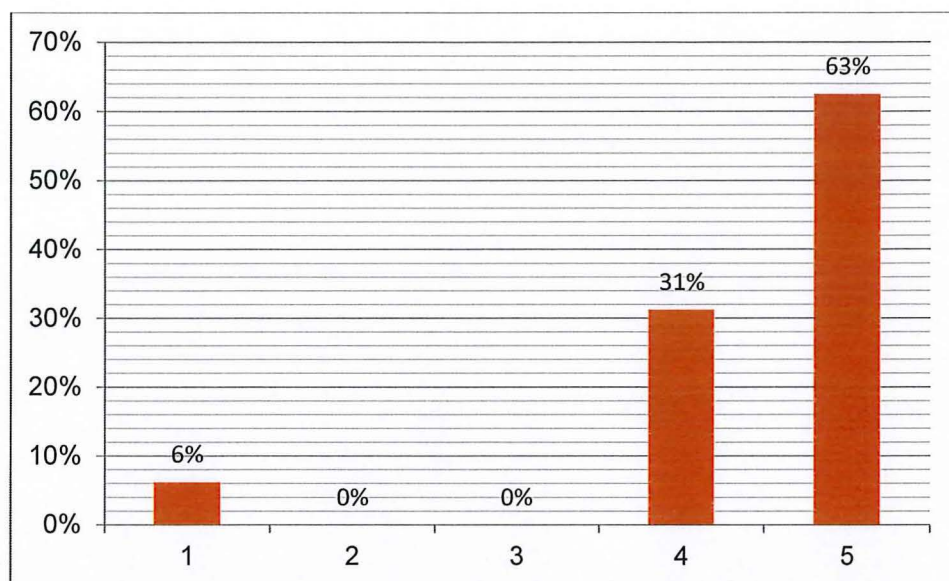
Legenda: 1 - discordo totalmente  
 2 - discordo parcialmente  
 3 - nem discordo nem concordo  
 4 - concordo parcialmente  
 5 - concordo totalmente

Fonte: Elaborado pela autora.

A política de dividendos tem a pretensão de fomentar o desenvolvimento das empresas, pois incentiva o investimento privado. Assim, pode se tornar uma ferramenta de auxílio dos pequenos e médios empreendimentos a atrair investidores. No Brasil os pequenos e médios empreendimentos sofrem com exíguas oportunidades de obter financiamento de baixo custo. Por isso o investimento direto torna-se uma modalidade de captar recursos menos onerosa.

“A atratividade da isenção fiscal do dividendo e a percepção de uma remuneração regular, pequenos e médios investidores podem investir e desse modo ajudar aquela pequena empresa, com potencial de crescimento, que precisa de dinheiro para se desenvolver e enfrenta enorme dificuldade de pegar dinheiro barato nos bancos” (Entrevistado 8).

Na questão feita em que se busca saber se a isenção tributária dos dividendos é um fator que ajuda a atrair o capital estrangeiro no país, observou-se entre os entrevistados que 63% concordam totalmente e 31% concordam parcialmente com a afirmativa, conforme demonstrado no Gráfico 3.



**Gráfico 3** - A isenção de dividendos ajuda a atrair o capital estrangeiro.

Legenda: 1 - discordo totalmente  
 2 - discordo parcialmente  
 3 - nem discordo nem concordo  
 4 - concordo parcialmente  
 5 - concordo totalmente

Fonte: Elaborado pela autora.

Comprova-se pelos relatos que a isenção tributária no pagamento dos dividendos é um fator decisório para a entrada do investimento estrangeiro nos meios econômicos brasileiros. Os investidores estrangeiros são atraídos vista a oportunidade de aportar recursos em empresas LTDA, sendo beneficiados com a isenção tributária quando recebem a distribuição dos lucros através do dividendo.

É importante salientar que o modelo de isenção tributária dos dividendos não é um modelo adotado em nenhum país desenvolvido no mundo. Com isso com a intensa mobilidade globalizada de capital, os investidores estrangeiros buscam países que oferecem oportunidades de negócios rentáveis, tornando-se o Brasil um dos destinos escolhidos.

“... apesar de o investidor estrangeiro ser atraído para o Brasil, porque o Brasil tem altas taxas de juros e a rentabilidade do capital dele, vamos dizer assim, vai ser maior em um curto espaço de tempo, se você comparar com um investimento nos Estados Unidos ou outro país, dito desenvolvido, o que acontece? A gente tem oportunidade de trazer profissionais com expertise, para nos ajudar a desenvolver toda uma atividade no Brasil e o dividendo é uma remuneração que traz atratividade ao país.” (Entrevistado 9)

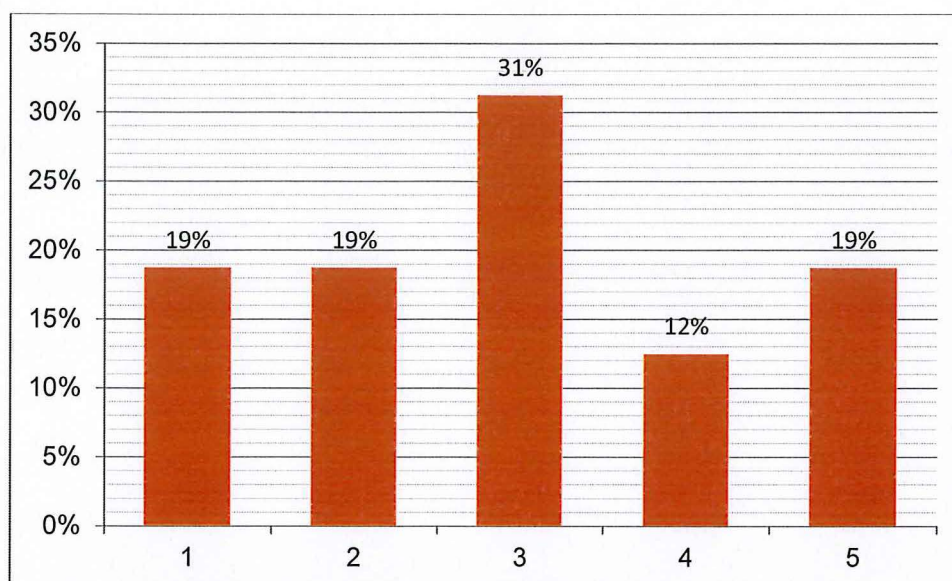
A isenção tributária na distribuição dos dividendos tem forte influência na decisão das empresas estrangeiras em investirem no Brasil. As empresas brasileiras LTDA com sócio estrangeiro optam por distribuir os dividendos em vez de pagar juros sobre o capital próprio (JCP).

“Sim, no nosso negócio distribuir dividendo é interessante, porque têm uma tributação favorecida lá fora. Então se eu efetivamente caracterizo o pagamento de dividendo sem tributação, ele tem uma alíquota diferenciada. A JCP é um negócio mais ou menos híbrido. O fisco europeu, por exemplo, entende que isso não é dividendo, porque não tem tributação favorecida no país pagador. Então ele entende que deve ser tributado pela alíquota cheia.” (Entrevistado 8)

Vinculado ao fato de que o Brasil é país com grande instabilidade política e econômica, planejar a longo prazo é um grande desafio, o que traz grande insegurança ao pequeno e médio investidores. Posto isto, o cidadão que tem alguma possibilidade de investir prefere incorrer no risco menor, aplicando em produtos bancários com retorno menor, mas na visão da maioria mais seguro.

Dados demonstrados no Gráfico 4 sinalizam para a indecisão e a insegurança do brasileiro na hora de decidir onde colocar suas reservas e economias. Quando questionados 31% dos entrevistados preferiram não optar; 19% discordam totalmente e 19% discordam parcialmente que é mais vantajoso investir nas empresas.





**Gráfico 4** - Mais vantajoso investir diretamente nas empresas (alto risco e alto retorno) do que investir em produtos bancários (baixo risco e baixo retorno).

Legenda: 1 - discordo totalmente  
 2 - discordo parcialmente  
 3 - nem discordo nem concordo  
 4 - concordo parcialmente  
 5 - concordo totalmente

Fonte: Elaborado pela autora.

“Vivemos com uma insegurança enorme, então, as pessoas investem no país, mas investem com medo. O grande problema hoje é a insegurança jurídica de continuidade das questões no Brasil.” (Entrevistado 12)

“É, assim, dependemos do cenário, caso se desenvolvesse estabilidade da economia no geral, seria mais fácil para as pessoas começarem a arriscar. Mas eu acho que hoje, do jeito que... ainda mais politicamente, do jeito que está hoje... fica muito difícil” (Entrevistado 13)

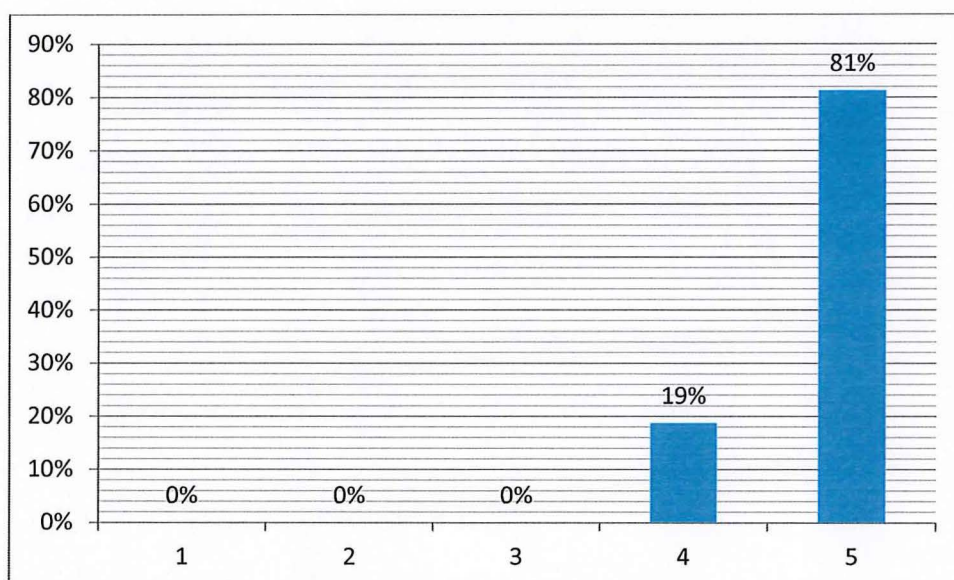
A decisão de investimento não está pautada somente na benesse tributária; é necessário um minucioso estudo sobre o negócio, o mercado, *stakeholders*, condições econômicas, entre outros aspectos.

“Na hora de investir não podemos somente olhar o aspecto do benefício tributário, temos que avaliar sobre a ética e perspectiva futura do negócio que almejamos investir, como também conhecer o corpo diretivo que gere o empreendimento, o plano de negócios e o histórico da rentabilidade e atuação da empresa” (Entrevistado 4).

### 5.2.2 Planejamento tributário

A categoria planejamento tributário compreende o entendimento de que a política de dividendos é uma ferramenta que deve ser utilizada na gestão das empresas.

Sob esta questão, os entrevistados corroboraram na sua maioria: 81% concordam totalmente e 19% concordam parcialmente que a política de dividendos deve ser usada como ferramenta do planejamento tributário, seja da empresa, seja do próprio investidor (Vide Gráfico 5).



**Gráfico 5** - Ferramenta do planejamento tributário.

Legenda: 1 - discordo totalmente  
2 - discordo parcialmente  
3 - nem discordo nem concordo  
4 - concordo parcialmente  
5 - concordo totalmente

Fonte: Elaborado pela autora.

No Brasil a margem de lucro das empresas é pequena. Evidentemente existem setores em que a margem é substancial, mas na maioria dos segmentos a margem é apertada; portanto, faz-se mister utilizar os métodos mais adequados para a redução e para uma melhor gestão do custo, entre esses métodos adotar práticas para mitigar a carga tributária. O planejamento tributário eficiente é um componente importante no êxito das empresas, e, sendo esse um planejamento legítimo e com elisão fiscal. Nesse contexto a isenção tributária no pagamento dos dividendos

contribui com um planejamento tributário eficiente visto que as empresas captam recursos por intermédio do investimento direto.

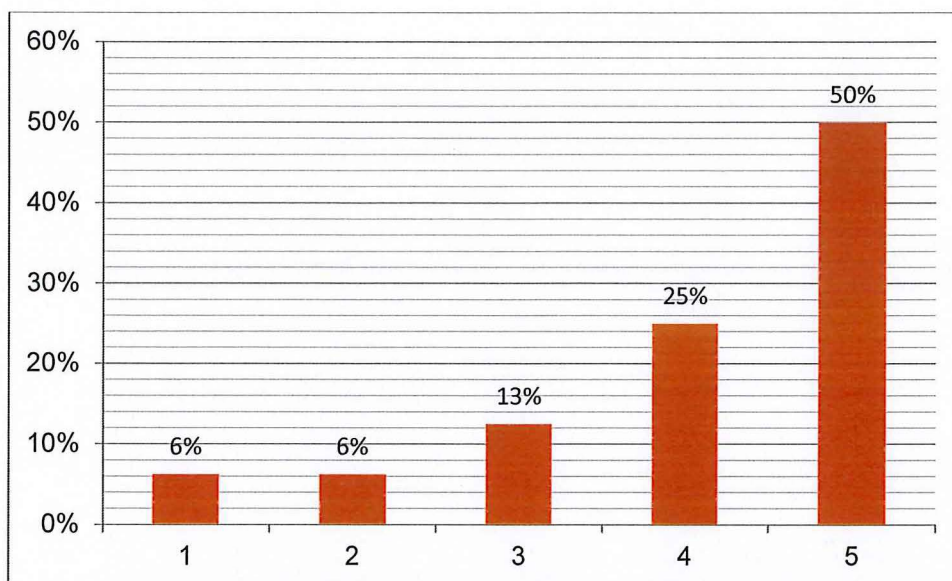
### **5.2.3 Falta de transparência e divulgação**

Essa categoria compreende a percepção das pessoas quanto aos efeitos que a falta de transparência e a pouca divulgação exercem sobre a capacidade de as empresas LTDA captarem recursos a título de investimento direto.

O componente que traz grande dificuldade para os pequenos e médios investidores é a trajetória histórica das empresas LTDA: grande parte delas é de origem familiar, o controle é muito centralizado e há pouca transparência, trazendo temor aos pequeno e médio investidores, que avaliam conservadoramente onde aportar suas economias.

Observou-se entre os entrevistados que a transparência e a divulgação sobre o tema dividendos contribuiriam sob o ponto de vista do incentivo ao investimento das pessoas comuns nas empresas LTDA. O Gráfico 6 a seguir destaca que 50% concordam totalmente e 25% concordam parcialmente que estes aspectos influenciam na decisão sobre investimento.





**Gráfico 6** - Mais transparência e divulgação contribuem para o investimento nas empresas

Legenda: 1 - discordo totalmente  
 2 - discordo parcialmente  
 3 - nem discordo nem concordo  
 4 - concordo parcialmente  
 5 - concordo totalmente

Fonte: Elaborado pela autora

“Eu acho que a política é usada de forma limitada e ela não é difundida, esclarecida e, de repente, fomentada, poderia ser melhor explorada. Eu acho que sim, eu acho que falta divulgação. Acho que falta esclarecimento, divulgação, ela existe para quem conhece, para quem sabe o dia a dia, o jogo.” (Entrevistado 8)

Com transparência e uma melhor divulgação sobre a política que prevê a isenção tributária no pagamento do dividendo as pessoas poderiam ter conhecimento maior sobre o benefício, e, assim, melhor avaliar sua utilização e eficiência. Entretanto, é nítido o entendimento de que esses dois aspectos não são os fatores únicos decisórios para o investimento; estes precisam estar atrelados à estabilidade econômica.

“Quer dizer, a transparência e a divulgação sobre o tema não são as únicas condições necessárias para investir em empresa. Você precisa é de estabilidade, você precisa de continuidade regular da tomada de decisões, você precisa de um regime de contratos muito bem montado, é necessário ter *compliance*. Você necessita ter evidências e provas de que não se alterará a regra do jogo no meio do caminho.” (Entrevistado 14)



Emerge durante o curso da pesquisa a percepção de que a divulgação deve ter caráter real e irrestrito, certificando-se em alcançar todas as pessoas de uma forma geral. O benefício fiscal oriundo da política pública está disponível para todos?

“Eu acho que na seara das políticas públicas tributárias de incentivo, óbvio que ela é uma política interessante. Agora, ela beneficia toda a sociedade? Ela beneficia do ponto de vista só formal? A lei é para todos? Mas, em termos de acesso, ela não me parece ser para todos. Vivemos em uma sociedade que não está minimamente vocacionada a fazer negócios, é uma sociedade que está mais preocupada em ser empregada, não empregadora,” (Entrevistado 16)

#### **5.2.4 Carga tributária e risco**

Essa categoria engloba o entendimento dos entrevistados no que tange aos efeitos imputados pela carga tributária do país e ao risco geral do negócio em si, e qual sua relação com a capacidade que as empresas têm de captar recursos para se desenvolver.

É juízo comum que a alta carga tributária brasileira inibe o investimento e prejudica o desenvolvimento das empresas, recaindo sobre grande parcela da sociedade o ônus pela inexpressividade do crescimento econômico brasileiro. A isenção de imposto proporcionada na distribuição dos dividendos reduz a carga tributária dos investidores – fato este que gera uma desigualdade na sociedade porque beneficia os investidores, ou seja, uma parcela de pessoas que a priori poderia ter capacidade contributiva maior.

“Apesar da carga tributária brasileira ser excessivamente alta como um todo, a isenção de dividendos sobre os lucros distribuídos coloca o sócio que os recebe em situação por vezes amplamente vantajosa em relação ao cidadão que recebe o pagamento de salário ou pela prestação de serviço diretamente. Na prática, o mais rico acaba pagando menos imposto. Vale ressaltar que este argumento pode ser refutado através do reflexo do benefício econômico trazido pelo referido modelo no Brasil. É fato que a isenção de pagamento sobre o recebimento do dividendo é um atrativo de investimento, o que gera mais empregos e alavanca a economia.” (Entrevistado 5).

A questão do risco é vista com grande preocupação. Há não só o risco referente ao negócio em si, mas principalmente o decorrente das constantes mudanças na legislação brasileira da não obrigatoriedade de prestação de contas

em uma empresa LTDA. Este risco é um fator que inibe o pequeno e o médio investidor a aportar seus recursos nessas empresas. Não existem programas de incentivo, ou mesmo ensinamento, para investir em empresas. Por conta dessa falta de transparência os pequeno e médio investidores acabam por tomar decisões mais conservadoras, conforme mencionado, optando por aplicar seus recursos em produtos bancários.

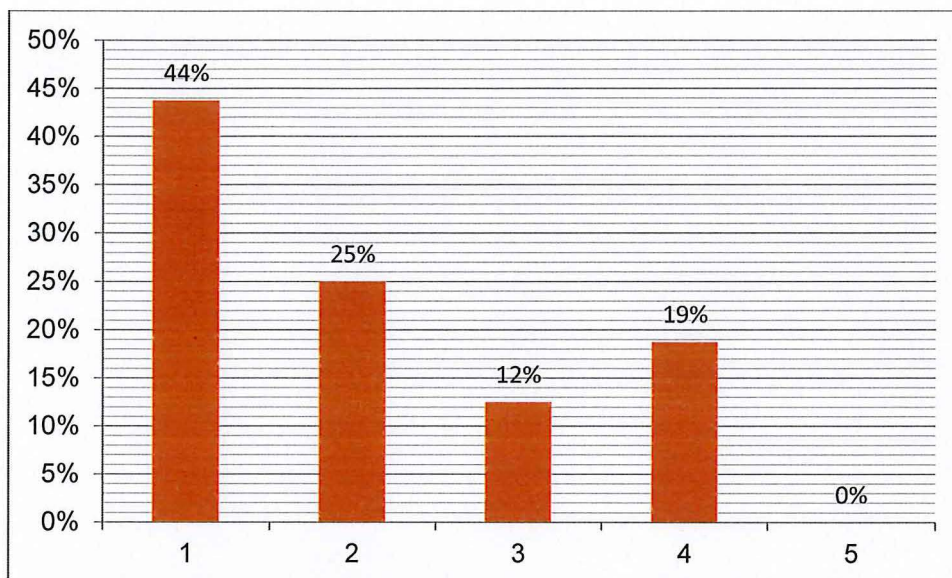
"Infelizmente, na realidade brasileira, a quantidade de encargos, obrigações e pegadinhas fiscais inibem os investidores amadores. Algumas pessoas que conheço deixaram de empreender porque quando tiveram seus negócios no passado sofreram com as exigências fiscais descabidas, e hoje têm verdadeiro horror a investir em empresas. Se tornou uma questão cultural a demonização do negócio próprio, poucas famílias incentivam seus filhos a empreender" (Entrevistado 6).

"Não vejo mercado de investimento em limitada. Pode ser que eu desconheça isso, mas eu não vejo... porque como é que você vai investir em uma limitada? Você tem que ter algum tipo de garantia do que está sendo feito pela empresa, entendeu? Como é que você vai ter essas garantias? Da qualidade dos relatórios contábeis? Da qualidade do que está sendo apresentado? Da transparência do que está sendo apresentado para você? Para você analisar e poder investir. Uma limitada não tem obrigação dessa transparência, então fica difícil investir." (Entrevistado 11)

"Existe enorme pressão fiscal e uma grande fragilidade da divulgação das regras, além de pouca relevância dada a um modelo de negócios baseados em lucros. Na grande parte das vezes, ser um empreendedor no país, obter lucros é visto de forma pejorativa, não existe um incentivo ao investimento." (Entrevistado 14)

A propósito dos impostos não recolhidos pelo governo referentes à isenção tributária no pagamento dos dividendos, os entrevistados relataram que tal fato não reduz significativamente a carga tributária recolhida atualmente pelo governo. O incentivo traz à luz da sociedade uma compensação para a alta carga tributária imposta pelo país, através da geração de novos postos de trabalho, ou serviços prestados a estas empresas, o que suscita nova base arrecadadora do governo. A pesquisa destaca a alta carga tributária do país e o quanto é nociva para o desenvolvimento das empresas LTDA.

O Gráfico 7 demonstra que 44% discordam totalmente e 25% discordam parcialmente da afirmação de que a isenção da política de dividendos prejudica a arrecadação do governo.



**Gráfico 7** - A isenção tributária sobre os dividendos reduz a carga tributária do governo.

Legenda: 1 - discordo totalmente  
 2 - discordo parcialmente  
 3 - nem discordo nem concordo  
 4 - concordo parcialmente  
 5 - concordo totalmente

Fonte: Elaborado pela autora.

“Existe uma correlação, um *trade off*, o país deixa de arrecadar o tributo na distribuição dos dividendos, mas por outro lado a sociedade ganha pois se cria mecanismos de aumentar o investimento nas empresas, no consumo da sociedade, então isso se reverte em nova base de arrecadação. Enfim, em algum contexto o governo vai arrecadar, ficando na pior das hipóteses, o recurso arrecado sendo transferido na administração central para os estados e municípios.” (Entrevistado 15)

### 5.2.5 Boa prática para a sociedade

Essa categoria inclui a percepção das pessoas para o fato de a política de dividendos ser uma boa prática para a sociedade.

De uma forma geral, a política de dividendos é bem recebida pelos entrevistados. Estes entendem que a política pública tem a pretensão de fomentar a economia porque incentiva o investimento privado por intermédio da participação

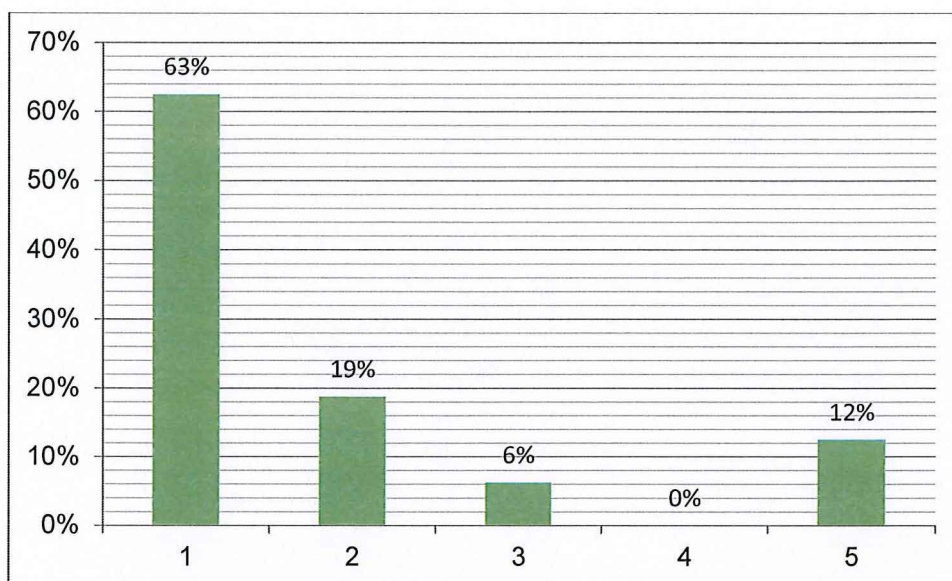
das pessoas (pequeno e médio investidores) no desenvolvimento de negócios, na geração de empregos. É o engajamento da sociedade civil e privada que pode contribuir com o desenvolvimento do país.

“Eu, particularmente, preferiria abrir um negócio, um investimento e colocar os meus recursos, mas, em um primeiro momento, não pensando única e exclusivamente em retorno. Claro que o retorno tem que ter, porque ninguém vai trabalhar de graça, mas, em um primeiro momento, pensando mais em realização profissional, esse é o meu perfil, particularmente.” (Entrevistado 9)

“A política de dividendos é uma boa prática para a sociedade brasileira”? Entendo que sim, acho que incentiva a criação de empresas, porque ela dá uma possibilidade de você fazer isso, você retirar esses dividendos e ele não ser, eu diria bitributado. Apesar de poder parecer um incentivo ao sócio, você pode estar criando uma política de auxiliar, de incentivar o reinvestimento desse valor na empresa.” (Entrevistado 11)

Um aspecto insurgido nas entrevistas é que alterar a política atual e tributar o dividendo será um malefício para o país, trazendo grande insegurança a todos: investidores, mercado e sociedade. No Gráfico 8 a seguir verifica-se que 63% dos entrevistados discordam totalmente da ideia de abandonar a política atual e passar a tributar a distribuição de dividendos, 19% discordam parcialmente, 6% nem concordam nem discordam; já 12% concordam.





**Gráfico 8** - Abandonar a política de dividendos é bom para a sociedade.

Legenda: 1 - discordo totalmente

2 - discordo parcialmente

3 - nem discordo nem concordo

4 - concordo parcialmente

5 - concordo totalmente

Fonte: Elaborado pela autora.

“... a volta da tributação sobre os dividendos será um retrocesso na política econômica do país. A alavancagem da economia se dá através do mercado de capitais, por intermédio do financiamento de longo prazo, o investimento de portfólio (ações, *private equity funds*) ou o investimento direto (fluxo de dividendos), tanto no mercado primário quanto no secundário. 60% do *funding* das empresas para investimento de longo prazo é oriundo do reinvestimento do dividendo. Portanto, tributar essa fonte de investimento trará consequências gravíssimas para as empresas” (Entrevistado 7)

“Acho que isso é uma mera ilusão, porque o Brasil já tem uma das maiores cargas tributárias do mundo e a pior administração tributária que existe. Então, se ele tivesse uma boa administração tributária, a gente podia até pensar em reduzir carga tributária. Então não é a operação dividendos que tem, vamos dizer assim, um benefício exclusivo. Eu digo que esse benefício é tanto para o investidor, quanto para a investida. O investidor levar os lucros dele, mas a investida fica com cultura, fica com estrutura, efetivamente, ela contribui para o desenvolvimento da sociedade.” (Entrevistado 9)

A política de dividendos é vista de forma positiva pelos entrevistados; contudo, alguns salientam que a falta de informação, o desconhecimento sobre o negócio e transparência na gestão tornam-se entraves para o investidor brasileiro, de boa-fé, abarcar em um empreendimento no Brasil.

"Não vejo problemas quanto à política de distribuição, mas vejo problemas na falta de conhecimento específico para que o investidor ganhe o retorno pretendido." (Entrevistado 2).

A percepção extraída da pesquisa é que os pequeno e médio investidores se sentem inseguros quanto a investir seu capital em um negócio no qual não têm poder de decisão de interferência na administração da empresa. A dificuldade das empresas LTDA em atrair novos sócios é uma questão de governança.

A pesquisa também revelou que somente uma pequena parcela da sociedade tem condições de investir devido à restrição salarial a que a massa da população está sujeita.

"Olha, há várias pesquisas. Primeiro, a grande maioria dos brasileiros é conservadora. Segundo, se você pega os levantamentos e as pesquisas que são feitas junto à FEBRABAN, FENABAN, tem várias pesquisas sobre o perfil do investidor. Você verá que entre 0 e 3 salários mínimos, praticamente ninguém é visto como um investidor, porque não tem recurso. Segundo, apenas 37, 38% dos brasileiros tem alguma poupança, com a qual se preocupam em manter. Porque todos os outros, ou seja, 67% dos brasileiros, não conseguem chegar até o final do mês atualmente. Então, restringe-se, dramaticamente, a equação do investidor do Brasil." (Entrevistado 14)

Para os entrevistados, a mesma isenção tributária aplicada no pagamento dos dividendos deveria se adotada em algumas formas de remuneração dos empregados com vínculo empregatício, como a participação nos resultados, possibilitando assim que o empregado seja beneficiado como o recebimento de opções de compra de ação ou cotas (são as *stock options* adotadas por algumas empresas no exterior). Dessa forma, o bom desempenho, o atingir metas, a dedicação ao trabalho representam um reconhecimento do empregado equiparado ao do investidor direto: enquanto este que aportou recursos, o empregado aportou esforço e trabalho. Ponderam que este tipo de reconhecimento traria maior comprometimento e sentimento de pertencimento do empregado à empresa onde trabalha. Seria um modelo de democratização do capital.

"A participação de lucro por parte dos funcionários deveria ser melhor revista dentro da legislação. Porque é uma forma de reduzir custos trabalhistas, é uma forma de você aumentar a relação, a fidelização do funcionário à empresa, vestir a camisa, etc. Sem que

isso represente um custo. Não faz sentido você punir um empresário, porque quer participar, ou punir um funcionário. Então se você, entre aspas, tornar a participação de lucros dos funcionários assemelhada ao máximo à distribuição de dividendos em que um subscreveu para o capital e o outro está subscrevendo para um trabalho isso seria uma coisa eu acho que bacana. Isso não é nada de novo...”  
(Entrevistado 15)

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo geral inferir sobre a influência que a política tributária brasileira de dividendos exerce, quando prevê a isenção do imposto, na capacidade das empresas LTDA de angariarem recursos, e teve como objetivos específicos:

- aferir a influência da política de dividendos na decisão do investidor, estrangeiro e brasileiro, em aportar recursos em uma empresa LTDA.
- avaliar se a política de isenção tributária no pagamento dos dividendos é divulgada e disseminada na sociedade, elucidando as consequências.
- inferir se o benefício da isenção tributária no pagamento dos dividendos é utilizado por toda a sociedade.
- medir se o fim da isenção fiscal no pagamento dos dividendos será benéfico para o país.

Para embasar teoricamente este trabalho foram citadas as diretrizes do ordenamento tributário brasileiro sobre a política adotada na distribuição de dividendos (Lei nº 6.404 de 1976 e Lei nº 9.249 de 1995), assim como se pôde analisar a influência dos impostos e a complexidade do atual sistema tributário brasileiro sobre a perenidade das empresas no Brasil. Foram abordadas as diferenças sobre os regimes de tributação praticados nas principais economias mundiais e no Brasil, no que tange à distribuição do lucro por meio de dividendos (OCED, 2017; BREADLEY *et al.*, 2013).

A partir da pesquisa de campo realizada e dos depoimentos colhidos é possível inferir algumas percepções importantes sobre o tema.

Pode-se concluir que a política de isenção tributária no pagamento de dividendos é um instrumento de atratividade para o investimento direto, podendo se tornar uma ferramenta de auxílio aos pequenos e médios empreendimentos – empreendimentos que tanto sofrem com as exíguas oportunidades de ofertas de financiamento de baixo custo.

Evidencia-se que a política tributária de distribuição de dividendos é um fator decisório para a entrada do investimento estrangeiro nos meios de produção. Isto é



notório nas empresas LTDA nas quais o investidor estrangeiro por vezes se torna o controlador da empresa, e com isso assegura as diretrizes na gestão.

É manifesto que as empresas estrangeiras investem em empresas LTDA no Brasil por conta do tamanho do mercado brasileiro, remetem os dividendos para os países de origem e ampliam o *market share* valorizando assim o valor da ação da empresa estrangeira investidora. Corrobora-se então a teoria da relevância dos dividendos defendida por Lintner (1956) e Durand (1959) em que, num mundo de incertezas, os investidores preferirão receber dividendos o quanto antes. Com as incertezas do mercado os investidores dão preferência a empresas que pagam dividendos. Esta teoria defende que, quanto mais dividendos forem distribuídos pela empresa, maior será o preço de suas ações e menor será o custo do seu capital próprio.

O entendimento pacífico entre os entrevistados é que os investimentos remunerados por dividendos remetem à necessidade de tempo de maturação do negócio, os retornos são de longo prazo. Como resultado, apesar de concordar com a política de distribuição dos dividendos, os investidores brasileiros se sentem ameaçados pelo histórico de mudanças constantes na legislação; por isso, optam por investimentos de curto prazo e com maior volatilidade, geralmente produtos bancários, tais como poupança, CDB e fundos de investimento. O fator risco Brasil influencia essa decisão, especialmente do pequeno e do médio investidor, que se sentem inseguros e avaliam conservadoramente onde colocar suas economias.

Nesse contexto, mesmo o pequeno e o médio investidor brasileiro que possuem algum conhecimento sobre a política fiscal não a levam em consideração na hora de investir, pois, ao analisar as variáveis, reputam-se incapazes de gerir tamanha complexidade.

Percebe-se um fenômeno peculiar já que na prática a política de dividendos atrai e influencia o investidor estrangeiro a aportar recursos no país, enquanto não influencia o investidor brasileiro a aportar suas economias nas empresas LTDA.

Constata-se que a política de distribuição de dividendos no país é um tema pouco discutido e divulgado na sociedade. Ao se confrontar os resultados obtidos na pesquisa com o referencial teórico que deu suporte à investigação, percebe-se que, conforme proposição de Modigliani e Miller (1961), a política de dividendos das empresas brasileiras confirma o efeito clientela de influência na tomada de decisão acerca dos dividendos. No Brasil as questões associadas à governança corporativa,

como transparência e prestação de contas, exercem grande influência na decisão dos investidores quanto a aportar recursos nas empresas LTDA.

A falta de divulgação pelas autoridades tributárias sobre a política de isenção tributária no pagamento dos dividendos e a falta de transparência da gestão nas empresas LTDA refletem diretamente na decisão dos pequeno e médio investidores. Como não existem programas de divulgação, fóruns para discussão ou programas públicos de incentivo vê-se como consequência a baixa participação dos pequenos e médios investidores no desenvolvimento das empresas LTDA no país. É salutar concluir que a divulgação deva ter caráter amplo e irrestrito, permitindo que, a partir do conhecimento, as pessoas possam se utilizar do incentivo fiscal.

Com a ausência de divulgação ampla e programas de incentivo, a política de dividendos, na realidade, só é utilizada por uma pequena parcela de pessoas. São os investidores estrangeiros e uma pequena parcela de brasileiros que têm oportunidade de participar de empreendimentos, de constituir uma empresa.

Conclui-se também que o fim da isenção tributária no pagamento dos dividendos será um malefício para o país. Tal fato reduziria a entrada de capital estrangeiro nos meios econômicos, além de inibir o empreendedor brasileiro que teria pela frente um aumento de impostos. O Brasil possui uma alta carga tributária; portanto, qualquer movimento de aumento e/ou criação de impostos ou tributos prejudica os empreendimentos, afetando diretamente o crescimento econômico.

## 6.1 RECOMENDAÇÃO PARA ESTUDOS FUTUROS

Por ser um tema tão controverso e polêmico, deparou-se no transcorrer do estudo com vários assuntos interligados e relacionamentos à pesquisa. Um trabalho de pesquisa não se esgota em si mesmo, ao contrário, quando se depara com a tentativa de responder a um questionamento, abrem-se novos caminhos para outros estudos e trabalhos.

Esta dissertação, bem com as questões que a nortearam, aponta para a possibilidade de explorar novos estudos ainda não realizados. Ambiciona-se que estas possibilidades despertem nos leitores e pesquisadores a mesma paixão que a pesquisa trouxe para a autora deste trabalho.

O presente estudo contribuiu para o preenchimento de uma lacuna nos estudos sobre os dividendos no Brasil nas empresas LTDA, visto que a literatura e estudos anteriores abordaram o tema com avanços para discussões reduzidos.

O estudo pôde colaborar no entendimento das relações e opiniões das partes envolvidas, evidenciando-se o pouco conhecimento, bem como a discussão pífia, sobre o tema em várias esferas da sociedade.

Cabe ressaltar que o resultado obtido não deve ser considerado realidade absoluta e representativa, dado que a pesquisa é do tipo exploratória, de natureza qualitativa utilizando-se a técnica da análise de conteúdo, que depende diretamente da interpretação do pesquisador. Ressalta-se, ainda, a duração limitada do estudo pelo prazo de conclusão desta dissertação.

Dado o exposto, verifica-se um amplo caminho que pode ser trilhado por outros pesquisadores, para o qual seguem as seguintes sugestões:

1. Realizar um estudo longitudinal para poder obter melhor entendimento sobre a existência da influência dos dividendos na tomada de decisão dos investidores aportarem recursos próprios nas empresas LTDA.
2. Testar os pressupostos desta dissertação, para se transformarem em hipóteses para futuras pesquisas quantitativas.
3. Realizar duas pesquisas utilizando o modelo de estudo quantitativo e qualitativo. A primeira para testar as categorias encontradas, e a segunda para mensurar as razões que levam os investidores a aportarem recursos próprios nas empresas LTDA.

Nesse contexto, almeja-se que esta dissertação possa também contribuir para o fomento de futuras discussões e pesquisas acerca da participação e do engajamento da sociedade, principalmente do pequeno e do médio investidores, no desenvolvimento das empresas LTDA no Brasil, cuja representatividade no PIB é imensa, e sua importância como mola de incremento da economia, inquestionável.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. AMBROZINI, Marcelo Augusto. LIMA, Fabiano Guasti. **Dividendos: teoria e prática**. São Paulo: Inside Books, 2007.

BARDIN, Lawrence. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2016.

BOURDIEU, Pierre. **A miséria do mundo**. Tradução Mateus S. Soares. 3. ed. Petrópolis: Vozes, 1999.

BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre a sociedade por ações **Diário Oficial da União**, Rio de Janeiro, DF, 01 out. 1940. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/Del2627.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2627.htm)>. Acesso em: 17 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm)>. Acesso em: 12 mar. 2017.

\_\_\_\_\_. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. **Diário Oficial da União** Brasília, DF, 27 dez. 1995. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9249.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm)>. Acesso em: 02 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. Lei nº 10.406, de 19 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União** Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm)>. Acesso em: 02 nov. 2016.

\_\_\_\_\_. Ministério da Fazenda. Secretaria da Receita Federal. Instrução Normativa nº 1.022, de 05 de abril de 2010. Dispõe sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 07 abr. 2010. Disponível em: <[http://www.normaslegais.com.br/legislacao/inrfb1022\\_2010.htm](http://www.normaslegais.com.br/legislacao/inrfb1022_2010.htm)>. Acesso em: 17 abr. 2017.

\_\_\_\_\_. Projeto de Lei nº 7.274/2014. Câmara dos Deputados. Palácio do Congresso Nacional. 55ª Legislatura - 3ª Sessão Legislativa Ordinária. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=608845>>. Acesso em: 17 abr. 2016.

BREADLEY, Richard; MYERS, Stewart; ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas**. Tradução Celso Roberto Paschoa. Revisão técnica João Carlos Douar. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

BRIGHAM, Eugene F. **Administração financeira** - teoria e prática. Tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara, José Albuja Salazar. Revisão Técnica José Carlos Guimarães Alcântara. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

CRESWELL, John W. **Investigação qualitativa & projeto de pesquisa**: escolhendo uma entre as cinco abordagens. Tradução Sandra Mallmann da Rosa. Revisão Técnica Dirceu da Silva. 3. ed. Porto Alegre: Penso, 2014.

DENZIN, Norman K.; LINCOLN, Yvonna S. **O planejamento da pesquisa qualitativa**: teoria e abordagens. Tradução Técnica Sandra Regina Netz. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

DURAN, D. The Cost of capital, corporate finance and theory of investment. **American Economic Review**, v. 49, n. 4, 1959. p. 639-655.

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

\_\_\_\_\_. O método fenomenológico da pesquisa sobre empreendedorismo no Brasil. **Revista de Ciências da Administração**. v.17, n.41, abr. 2015. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.5007/2175-8077.2015v17n41p99>>. Acesso em: 27 mai. 2016.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. Tradução Allan Vidigal Hastings. 12.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

GODOY, Arilda Schmidt. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. **RAE - Revista de Administração de Empresas**. São Paulo. v. 35, n. 2, p. 57-63, 1995. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rae/v35n3/a04v35n3.pdf>>. Acesso em: 02 nov. 2016.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA –IPEA. **Revista Desafios do Desenvolvimento**. 2006. Ano 3. Ed. 29, 11/12/2006. Disponível em: <[http://desafios.ipea.gov.br/index.php?option=com\\_content&view=article&id=2121:catid=28&Itemid=23](http://desafios.ipea.gov.br/index.php?option=com_content&view=article&id=2121:catid=28&Itemid=23)>. Acesso em: 17 abr. 2016.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KALVIAINEN, Heikki. HIRVONEN, Petri. XU, Lei. **Probabilistic and non-probabilistic Hough transforms**: overview and comparisons. Elsevier B.V. 1995.

LAGIOLA, Umbelina Cravo Teixeira. **Fundamentos do mercado de capitais**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

LA PORTA, Rafael. LOPES-de-SINALES, Florencio. SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert W. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**. v. 55, n. 1, p. 1-33, feb. 2000. Disponível em: <<https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/agencyproblems.pdf>>. Acesso em: 16 abr. 2017.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **American Economic Review**. v. 46. n. 2, p.97-113, May 1956.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática é importante? **Revista Contabilidade & Finanças**. [online]. 2003, v.14, n.spe, p. 39-53. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772003000400008&lng=pt&lng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772003000400008&lng=pt&lng=pt)>. Acesso em: 22 abr. 2017.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate Financing and Investment Decisions when firms have information the investors do not have. **National Bureau of Economic Research**. v. 13, n. 2, p. 187-221, July, 1984.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. **American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, Jun. 1963.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, Jun., 1958. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1809766>>. Acesso em: 19 abr. 2017.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Dividends policy, growth, and valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34. n. 4, p.411-433, Oct. 1961.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO - OECD. **Tax Database**. Disponível em: <[http://www.oecd.org/tax/tax-policy/tax-database.htm#C\\_CorporateCapital](http://www.oecd.org/tax/tax-policy/tax-database.htm#C_CorporateCapital)>. Acesso em: 15 abr. 2017.

RAMOS, C. F. A influência da tributação sobre o retorno das ações em função da distribuição de dividendos feitas pelas companhias negociadas na Bovespa: um estudo do mercado brasileiro. In: ENANPAD, 1997. Anais eletrônicos. ANPAD, 1997. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br>>. Acesso em: 14 abr. 2017

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph; JORDAN, Bradford. **Administração financeira**. São Paulo. McGraw-Hill, 2008.

SILVA, André Luiz Carvalhal. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

SRF. **Secretaria da Receita Federal**. Disponível em <<http://www.receita.fazenda.gov.br>>. Acesso em 14 abr. 2017.

STAKE, Robert E. **Pesquisa qualitativa** - estudando como as coisas funcionam. Tradução Karla Reis. Revisão Técnica Nilda Jacks. São Paulo: Penso, 2011.

THIRY-CHERQUES, Hermano Roberto. **Conceitos e definições**: o significado em pesquisa aplicada nas ciências humanas e sociais. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2012.

THIRY-CHERQUES, Hermano Roberto. Saturação em pesquisa qualitativa: estimativa empírica de dimensionamento. **PMKT - Revista Brasileira de Pesquisas de Marketing, Opinião e Mídia**, v. 2, n. 2, p. 20-27, set. 2009.

YIN, Robert K. **Pesquisa Qualitativa: Do Início ao Fim**. Porto Alegre: Penso, 2016.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 2. ed., São Paulo: Atlas, 1998.

WORLD BANK. **Doing Business. 2015**. Historical Data Sets. Paying Taxes Latin America & Caribbean. Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/Custom-Query>>. Acesso em: 19 abr. 2017.

## APÊNDICE A

### QUESTIONÁRIO COLETA DE INFORMAÇÕES

Este questionário é um instrumento de coleta de informação, que servirá como fonte para desenvolvimento de dissertação de Mestrado, cujo objetivo principal é avaliar a dedutibilidade dos dividendos no Brasil. Preserva-se o anonimato deste questionário e as respostas serão tratadas como confidenciais.

1. Data : \_\_\_\_\_
  2. Idade:     ☐ 25 a 35 anos    ☐ 35 a 45 anos    ☐ 45 a 60 anos    ☐ mais de 60 anos
  3. Gênero:    ☐ Masculino                      ☐ Feminino
  4. Experiência:    ☐ 0 a 2 anos                      ☐ 2 a 5 anos                      ☐ mais de 5 anos
  5. Ocupação:        ☐ Estudante                      ☐ Analista                      ☐ Gerente  
                               ☐ Diretor                              ☐ Empresário                      ☐ Outro
- Se for estudante, o que está estudando? \_\_\_\_\_
6. Têm conhecimento sobre o benefício tributário do dividendo no Brasil?  
       Sim ☐                      Não ☐
  7. Concorda com a política tributária de dividendo em vigor (onde 1 não concordo e 5 concordo plenamente)?
- | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|---|---|---|---|
|   |   |   |   |   |
8. Tomou decisão de investimento tendo como base o benefício tributário?  
       Sim ☐                      Não ☐
  9. Nas questões abaixo marcar a opção de sua preferência (onde 1 não concordo e 5 concordo plenamente).

		1	2	3	4	5
<b>a</b>	A dedutibilidade de dividendos ajuda a atrair o investimento estrangeiro no país					
<b>b</b>	Os investidores estrangeiros são atraídos pela atual política de dedutibilidade de dividendos no Brasil					
<b>c</b>	A política de dividendos é uma boa prática para a sociedade brasileira					
<b>d</b>	A política de dividendos é praticada por pequena parcela de empresas na sociedade brasileira					
<b>e</b>	A política de dedutibilidade de dividendos deve ser usada como ferramenta de planejamento tributário					
<b>f</b>	Abandonar a política atual de dedutibilidade de dividendos é bom para a economia brasileira					
<b>g</b>	É mais vantajoso investir diretamente nas empresas (alto risco & alto retorno) do que investir em produtos bancários (baixo risco & baixo retorno)					
<b>h</b>	A distribuição de dividendos reduz significativamente a arrecadação do governo					
<b>i</b>	A política de dividendos contribui para a tendência de os funcionários tornarem-se sócios nas empresas Ltda.					
<b>j</b>	A política de dividendos atual contribui para a captação de financiamento externo nas empresas Ltda.					
<b>k</b>	Com mais transparência e divulgação sobre o tema, as pessoas comuns iriam investir em empresas Ltda.					



- 10** Adota ou já adotou a dedutibilidade de dividendos no seu negócio? Sim ☐ Não ☐  
Por que?

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

- 11** Aconselharia um amigo ou cliente para investir em um negócio que distribui dividendos?  
Por que?

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

- 12** Na sua opinião, caso exista, qual é o problema da política de dedutibilidade de dividendos no Brasil?

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---