

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**REMUNERAÇÃO DO CAPITAL PRÓPRIO DAS EMPRESAS DA INDÚSTRIA DA
CONSTRUÇÃO CIVIL, LISTADAS NA B3.**

LUCAS MOREIRA BATISTA

JUIZ DE FORA

2018

LUCAS MOREIRA BATISTA

**REMUNERAÇÃO DO CAPITAL PRÓPRIO DAS EMPRESAS DA INDÚSTRIA DA
CONSTRUÇÃO CIVIL, LISTADAS NA B3.**

Monografia apresentada pelo acadêmico Lucas Moreira Batista ao curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Me. Angelino Fernandes Silva

JUIZ DE FORA

FACC/UFJF

2018

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por sempre ter guiado e iluminado meus caminhos.

Aos meus pais Marcílio José e Lucineia Aparecida pelo apoio incondicional durante toda a vida. Por terem me proporcionado a melhor educação, e me ensinado o significado da palavra trabalho.

À minha avó Maria Aparecida pelos conselhos de sempre.

À minha esposa Eliza pelo amor, companheirismo e cumplicidade em todos os momentos. Por me ajudar a transpor todas as situações de dificuldade. Por ser calma em tempos de tormenta.

A todos os professores do curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Juiz de Fora, em especial ao Professor Me. Angelino Fernandes Silva pela orientação, disponibilidade e conselhos durante a consecução desse trabalho.



UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Termo de Declaração de Autenticidade de Autoria

Declaro, sob as penas da lei e para os devidos fins, junto à Universidade Federal de Juiz de Fora, que meu Trabalho de Conclusão de Curso é original, de minha única e exclusiva autoria e não se trata de cópia integral ou parcial de textos e trabalhos de autoria de outrem, seja em formato de papel, eletrônico, digital, audiovisual ou qualquer outro meio.

Declaro ainda ter total conhecimento e compreensão do que é considerado plágio, não apenas a cópia integral do trabalho, mas também parte dele, inclusive de artigos e/ou parágrafos, sem citação do autor ou de sua fonte. Declaro por fim, ter total conhecimento e compreensão das punições decorrentes da prática de plágio, através das sanções civis previstas na lei do direito autoral¹ e criminais previstas no Código Penal², além das cominações administrativas e acadêmicas que poderão resultar em reprovação no Trabalho de Conclusão de Curso.

Juiz de Fora, 04 de Dezembro de 2018.

Lucas Moreira Batista

¹ LEI Nº 9.610, DE 19 DE FEVEREIRO DE 1998. Altera, atualiza e consolida a legislação sobre direitos autorais e dá outras providências.

² Art. 184. Violar direitos de autor e os que lhe são conexos: Pena - detenção, de 3 (três) meses a 1 (um) ano ou multa.

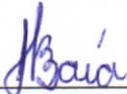
**ATA DE DEFESA DO
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

Aos 04 dias do mês de Dezembro de 2018, nas dependências da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal de Juiz de Fora, reuniu-se a banca examinadora formada pelos professores abaixo assinados para examinar o Trabalho de Conclusão de Curso de **Lucas Moreira Batista**, discente regularmente matriculado no Bacharelado em Ciências Contábeis sob o número **201378058**, intitulado **REMUNERAÇÃO DO CAPITAL PRÓPRIO DAS EMPRESAS DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO CIVIL, LISTADAS NA B3**. Após a apresentação e consequente deliberação, a banca examinadora se reuniu em sessão fechada, considerando a discente Aprovado. Tal conceito deverá ser lançado em seu histórico escolar quando da entrega da versão definitiva do trabalho, impressa e em meio digital.

Juiz de Fora - MG, 04 de Dezembro de 2018



Prof. Me Angelino Fernandes Silva
Orientador



Profª. Ma Heloisa Baía da Costa



Profª. Esp. Luiza Guedes Ferreira

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Dividendos VS JCP	41
-----------------------------------	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Segmentos especiais de listagem da B3	13
Quadro 2: Regras do Novo Mercado	14
Quadro 3: Categoria de Dividendos	16
Quadro 4: Tributação dos dividendos ao longo dos anos	21
Quadro 5: Empresas listadas no setor de Construção Civil.....	32
Quadro 6: Empresas objeto do estudo	33
Quadro 7: Lucro/Prejuízo líquido do exercício	34
Quadro 8: Reservas de Lucros e Prejuízos Acumulados.....	37
Quadro 9: Pagamento de Dividendos e Juros sobre Capital Próprio.....	49
Quadro 10: Percentual de remuneração do capital próprio por empresa.....	42

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
1.1	Objetivos	10
1.1.1	Objetivo Geral	10
1.1.2	Objetivos Específicos	10
2	REFERENCIAL TEÓRICO	11
2.1	Governança Corporativa	11
2.1.1	Níveis de governança corporativa na B3	12
2.2	Ações	15
2.3	Dividendos	16
2.3.1	Categoria de Dividendos	16
2.3.2	Dividendo Obrigatório	18
2.3.3	Dividendo Intermediário	21
2.3.4	Tratamento Fiscal	21
2.4	Juros Sobre Capital Próprio - JCP	22
2.4.1	Limites de Dedutibilidade do JCP	25
2.4.2	Tratamento Fiscal	25
2.5	A Indústria da Construção Civil	26
2.6	Estudos Anteriores	28
3	METODOLOGIA	30
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	32
4.1	Resultado Líquido no Período	33
4.2	Reservas de Lucros e Prejuízos Acumulados	36
4.3	Distribuição de Dividendos	38
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	44
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	46

RESUMO

Um dos objetivos de uma sociedade empresária é a geração de lucros. Os referidos lucros podem ser utilizados para remunerar o capital que o acionista investiu na empresa. Como exemplo de remuneração, pode-se citar a distribuição de dividendos e também o pagamento de Juros sobre Capital Próprio. De acordo com dados da Economática (2018), para as empresas de capital aberto, o ano de 2017 em termos de volume de distribuição de dividendos foi o melhor desde 2014. O setor de construção civil, objeto deste estudo, ficou com cerca de 1,2% de toda essa distribuição. O objetivo deste trabalho foi analisar a remuneração do Capital Próprio das empresas do setor de construção civil, listadas na B3, durante os anos de 2014 a 2017, com o intuito de verificar a forma predominante de remuneração do capital. A pesquisa é classificada como documental, bibliográfica e descritiva. Por meio da exposição de dados em quadros e baseado em análises horizontais, os resultados do estudo mostraram que a forma predominante de remuneração do capital no setor estudado foi a distribuição de dividendos, onde essa se mostrou absoluta por parte das empresas durante os anos de análise. Cabe ressaltar ainda a relevância dessa matéria, dada à peculiaridade da legislação brasileira referente ao assunto.

PALAVRAS-CHAVE: Dividendos. Juros sobre Capital Próprio. Construção Civil. Novo Mercado.

1 INTRODUÇÃO

Um dos principais objetivos das empresas em se estruturarem e operarem no mercado trata-se da geração de riqueza na forma de lucro. Diante disso, Assaf Neto (2011, p. 614) ao se referir aos lucros gerados pela sociedade empresária, afirma que essas podem distribuir seus dividendos, e que as sociedades por ações devem distribuir obrigatoriamente um dividendo mínimo. Dessa forma verifica-se que a partir da deliberação dessa distribuição, os sócios são credores da sociedade pelos dividendos correspondentes.

Nesse sentido, Boulton, Braga Alves e Shastri (2011) complementam que no Brasil, dentre as formas que se tem para remunerar o capital investido do acionista, destacam-se os dividendos e os juros sobre o capital próprio. Os autores ainda complementam que os juros sobre capital próprio podem ser considerados na distribuição do dividendo mínimo obrigatório.

Os Juros sobre Capital Próprio – JCP foram instituídos no cenário brasileiro a partir de 1995. De acordo com o art. 9º da Lei nº 9.249/95, o pagamento de tais juros podem ser utilizados na dedução da base de cálculo para a apuração do lucro real da pessoa jurídica. Esses pagamentos de JCP, são calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação *pro rata die*, da Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP.

Ainda de acordo com o texto legal (Lei nº 9.249/95), tem-se em seu art. 10 que a distribuição de dividendos é isenta, portanto não será tributada pelo imposto de renda retido na fonte, e nem integrará a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliada no país ou no exterior.

O estudo dos dividendos no Brasil se faz relevante pela alta carga tributária no país, que segundo a Receita Federal do Brasil - RFB (2017) atingiu 32,88% do PIB em 2016, e pela peculiaridade das formas de distribuição no cenário brasileiro.

Anjos e Monte (2012) afirmam que diversos estudos acerca da distribuição de dividendos têm surgido nas últimas décadas, como os realizados por Durand (1952), Modigliani e Miller (1961), Brigham e Gordon (1968) e Black e Scholes (1974). Contudo, mesmo com o elevado rigor metodológico desses estudos, as discussões a respeito dessa matéria ainda permanecem constantes.

Nesse sentido, Modigliani e Miller (1961) expuseram que a política de dividendos de uma empresa não afeta o seu valor, desde que os mercados fossem perfeitos e completos.

Dessa forma o valor da empresa é determinado pela sua capacidade de geração de valor e pelo risco do negócio. Tal estudo ficou conhecido como a Teoria da Irrelevância dos Dividendos.

De forma contrária, diversos trabalhos, como os apresentados por Brigham e Gordon (1968) e Long Jr. (1978), por exemplo, discordaram da teoria da Irrelevância dos Dividendos de Modigliani e Miller. Corroborando com o pensamento dos autores contrários à teoria da irrelevância dos dividendos, Bruni *et al.* (2003) expõem que quando se considera as imperfeições no mercado, as controvérsias aparecem.

Loss e Neto (2003) afirmam que no cenário brasileiro, a sinalização dos dividendos por parte da empresa alerta o mercado em relação ao lucro futuro da mesma.

Ainda em relação ao mercado brasileiro, segundo dados da Economática (2018) o ano de 2017 foi marcado por ser o ano com maior volume de dividendos distribuídos desde 2014. Na totalidade, 251 empresas de capital aberto distribuíram nesse ano cerca de R\$ 79,63 bilhões de reais a seus acionistas, sendo esse o melhor registro desde 2014.

Dentro desse volume de distribuição de dividendos, verifica-se o setor da construção civil como um setor de grande representatividade. Tal setor na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão – que se trata da combinação entre a BM&FBOVESPA e a Cetip a partir de março de 2017) é composto por 19 empresas, que em 2017 distribuíram cerca de R\$ 948 milhões, o que representa 1,19% de todo o volume de distribuição de dividendos das sociedades anônimas de capital aberto.

Ainda levando em consideração a relevância do setor de construção civil, Marcelli (2013) enfatiza que o setor exerce importante papel na economia brasileira, visto que impacta os demais setores e cadeias produtivas que estão inseridas nas atividades econômicas. Por fim, Bonizio (2011) ressalta que esse setor tem uma representação significativa na economia, pois movimenta a renda de cada cidadão, promovendo a inclusão social das pessoas e também atuando com produtos estratégicos como infraestrutura e habitação.

Por fim, segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE (2017), verifica-se que em 2016 as atividades do setor de construção civil representaram 5,11% de todo o PIB nacional registrado no mesmo ano.

Diante do exposto, o presente estudo busca empreender uma análise a respeito da remuneração do capital próprio, com o intuito de responder à seguinte questão: **Existe alguma forma predominante de remuneração do capital nas empresas listadas na B3 do setor de construção civil?**

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste estudo é identificar se existe alguma forma predominante de remuneração do capital das empresas listadas na B3, no setor de construção civil.

1.1.2 Objetivos Específicos

Para chegar a esse objetivo geral, foram definidos como objetivos específicos:

- ✓ Realizar uma revisão bibliográfica sobre a remuneração do capital próprio;
- ✓ Analisar os dados contábeis das empresas do setor de construção civil, listadas na B3;
- ✓ Identificar as formas de remuneração predominante para as empresas do setor de construção civil, listadas na B3;
- ✓ Verificar o comportamento da distribuição de dividendos no setor de construção civil no período de 2014 a 2017.

Para responder ao problema de pesquisa, este estudo contará além desta introdução, com mais quatro partes. Na seguinte, apresenta-se o referencial teórico, onde serão abordados assuntos relativos à governança corporativa, as formas de remuneração do capital, e por último a indústria da construção civil no Brasil. Na terceira parte, aborda-se a metodologia, em seguida os resultados da pesquisa e por fim, as considerações finais do estudo. As referências bibliográficas visam completar os requisitos de qualquer trabalho de conclusão de curso.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

Para Malacrida e Yamamoto (2005) a evolução das sociedades capitalistas trouxe uma nova relação entre empresas, mercado e acionistas. Essa evolução, em muitos casos, teve como resultante uma segregação entre proprietários das empresas e seus administradores, de modo que essa segregação entre controle e gestão pode provocar conflitos de interesses entre acionistas, investidores e as demais partes interessadas. Nesse contexto surge a governança corporativa com o intuito de minimizar essa segregação e conseqüentemente esses conflitos.

Em se tratando de aspectos conceituais, a Comissão de valores mobiliários – CVM (2002) define Governança Corporativa como:

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Na concepção de Moreiras, Filho e Garcia (2012), entende-se por governança corporativa um conjunto de processos, costumes e políticas que regulam a forma que uma empresa é administrada, tendo por consequência uma melhoria na informação prestada às partes interessadas.

Blok (2017) complementa que governança corporativa é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, sistema esse que envolve os órgãos reguladores e a relação entre acionistas. Ainda segundo a autora as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perpetuidade.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC (2015) elenca como os princípios básicos da governança corporativa as seguintes práticas: Transparência, Equidade, Prestação de contas e a Responsabilidade corporativa.

Nesse contexto, ainda segundo o instituto (2015), pode-se inferir desses conceitos que a transparência refere-se à disponibilização de informações adicionais para as partes interessadas, e não apenas as informações dispostas em leis ou regulamentos. A equidade pode ser entendida como a isonomia no trato de todos os acionistas e as demais partes interessadas. Já a prestação de contas consiste em justificar as operações financeiras de modo

claro, conciso, compreensível e tempestivo, por parte dos agentes envolvidos no processo. Verifica-se como responsabilidade corporativa o zelo da situação financeira das organizações por parte de seus agentes.

De maneira semelhante Grün (2005) define que os pilares da governança corporativa estão estruturados principalmente em respeitar os direitos dos acionistas minoritários, na adoção de procedimentos transparentes por parte das empresas e na possibilidade de aquisição de controle acionário das empresas através de compra de ações no mercado financeiro.

Com base nos pilares expostos acima, verifica-se que, o respeito dos direitos dos acionistas minoritários tange a definição de *tag along*, que segundo Peixe (2003) pode ser entendido como o direito dos acionistas não controladores receberem o mesmo tratamento dado aos controladores no momento de uma oferta pública para a venda da empresa.

Nesse contexto, Grün (2005) ainda complementa que para a obtenção do controle acionário da empresa, através de compra de ações no mercado financeiro, é necessário que a quantidade de ações com direito a voto em poder do público externo, seja maior do que aquela possuída pelos controladores originais.

Diante das definições estruturadas acima, segundo Beuren *et al.* (2013) tem-se como benefícios de adoção de boas práticas de governança corporativa que essas são essenciais em empresas que possuem ações negociadas em bolsa, pois garante maior transparência e confiabilidade as operações e relatórios contábeis, dessa forma mitigando possíveis fraudes.

2.1.1 Níveis de governança corporativa na B3

Para Lagioia (2011, p. 53) o mercado financeiro pode ser entendido como um sistema organizado que possui a capacidade de defrontar tomadores e ofertadores de recursos, e dessa forma possibilitar a transferência desses recursos entre as partes.

Malacrida e Yamamoto (2005) contribuem para essa definição afirmando que o mercado financeiro é um conjunto de instituições e instrumentos financeiros que tem a função de transferir os recursos dos ofertadores para os tomadores, criando dessa forma condições de liquidez no mercado.

Nesse contexto temos no Brasil a figura da B3, que foi resultado da combinação de atividades da BM&FBovespa com a CETIP (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos) em março de 2017. Atualmente a B3 é a única bolsa de valores, mercadorias e futuros

em operação no Brasil. Sediada em São Paulo, a B3 é considerada a maior depositária de títulos de renda fixa da América Latina e a maior câmara de ativos privados do país.

Com a disseminação dos conceitos de governança corporativa, e corroborando com essa ideia a B3 possui alguns segmentos especiais de listagem, a saber: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Tais segmentos estão elencados no quadro 1 a seguir:

Quadro 1 – Segmentos especiais de listagem da B3

Segmento	Descrição
Bovespa Mais	Criado para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, esse segmento objetiva fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de capitais. Esse segmento possui captações menores quando se compara ao Novo Mercado, entretanto, essas captações são suficientes para financiar esse crescimento.
Bovespa Mais Nível 2	Semelhante ao Bovespa Mais, entretanto nesse segmento é permitida a manutenção de ações preferenciais.
Novo Mercado	Foi lançado em 2000, e possui um padrão de governança corporativa altamente diferenciada quando se comparado aos outros segmentos. Passou em 2002, a partir de sua primeira listagem, a ser considerado pelos investidores o padrão no que tange a transparência e evidenciação de informações. O regulamento do novo mercado, constantemente passa por diversas alterações, visando se adequar a evolução das necessidades das partes interessadas, e em 01/01/2018 um novo regulamento entrou em vigor.
Nível 2	Segmento semelhante ao Novo Mercado, porém ainda é permitida a manutenção de ações preferenciais e a divulgação de informações não é de forma não transparente.
Nível 1	As práticas de governança adotadas referem-se à divulgação de informações adicionais com relação as que são exigidas em lei. Dessa forma apesar de haver transparência, esse segmento não se compara ao Novo Mercado no que tange as práticas de governança adotadas.

Fonte: Elaborado pelo Autor

O quadro anterior teve por principal intuito definir resumidamente os segmentos de listagem de ações. O fato é que todos eles prezam por regras de governança corporativa diferenciadas, dado que a exigibilidade de transparência para com os documentos e operações vão além das definidas na lei das sociedades por ações.

Adiante, este estudo se pautará as definições do segmento Novo Mercado, pois será ele o segmento principal das empresas que compõem a amostra escolhida para a consecução dos objetivos desse estudo.

Para Moreiras, Filho e Garcia (2012) o Novo Mercado criado pela Bolsa de Valores de São Paulo, ainda Bovespa, foi inspirado no modelo alemão (*Neuer Market*), sendo esse um mercado voltado para empresas que estivessem dispostas a adotar práticas adicionais de governança corporativa.

Na concepção de Magalhães, Pinheiro e Lamounier (2011), as empresas listadas nesse segmento (Novo Mercado) se comprometem a oferecer aos seus acionistas e investidores, melhores práticas de governança corporativa na busca de maior transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade.

Nesse sentido, Procianoy e Verdi (2009) expõem que o Novo Mercado é voltado principalmente a empresas que venham abrir capital na bolsa de valores. A principal inovação desse segmento é a exigência de que o capital social seja composto somente por ações ordinárias.

Corroborando com os autores acima, de acordo com a B3, o segmento Novo Mercado, é referência para os investidores, pois o acompanhamento do desempenho das empresas é facilitado, devido à transparência nas operações.

Dessa forma, a seguir são ressaltadas algumas regras desse segmento relacionadas à estrutura de governança e direito dos acionistas, através do quadro 2 abaixo:

Quadro 2 – Regras do Novo Mercado

O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
No caso de alienação do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço atribuído às ações detidas pelo controlador;
Instalação de área de Auditoria Interna e Comitê de Auditoria (estatutário ou não estatutário);
Em caso de saída da empresa do Novo Mercado, realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) por valor justo, sendo que, no mínimo, 1/3 dos titulares das ações em circulação devem aceitar a OPA ou concordar com a saída do segmento;
O conselho de administração deve contemplar, no mínimo, 2 ou 20% de conselheiros independentes, o que for maior, com mandato unificado de, no máximo, dois anos;
A empresa se compromete a manter, no mínimo, 25% das ações em circulação, ou 15%, em caso de ADTV (volume médio diário de negociação) superior a R\$ 25 milhões;

Estruturação e divulgação de processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria;
Elaboração e divulgação de políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo (exceto para a política de remuneração);
Divulgação simultânea, em inglês e português, de fatos relevantes, informações sobre proventos e resultados;
Divulgação mensal das negociações com valores mobiliários de emissão da empresa pelos e acionistas controladores.

Fonte: Adaptado de B3 (2018)

O quadro 2 anterior, visa expor as principais regras do segmento Novo Mercado, dentre as quais se verifica a adequação aos princípios básicos de governança corporativa, como por exemplo, a proteção ao acionista minoritário, representado pelo *tag along* de 100%.

2.2 Ações

Para Fortuna (1999, p. 371), ações são títulos representativos do capital social de uma companhia aberta, tendo assim seus títulos negociados em bolsa de valores, e dessa forma sujeita a inúmeras exigências legais e normativas quanto à divulgação de suas informações.

Sob a ótica de Pinheiro (2002, p. 111) as ações são títulos de participação negociáveis que confere ao seu titular o direito de participação nos resultados da mesma. As ações podem ser consideradas como um certificado ou título de propriedade.

Nesse sentido, à luz da Lei nº 6.404/76, em seu art. 15 verifica-se que as ações podem ser divididas em ordinárias, preferenciais e de fruição, entretanto essa última é um tipo de ação de interesse apenas para os fundadores das empresas, e não serão abordadas no presente estudo por não ser objeto de negociação em mercados organizados.

Brasil (2010) e Santos e Schmidt (2015, p. 247) concordam que as ações ordinárias são aquelas que conferem a seu detentor o direito de voto. Em contrapartida as ações preferenciais são aquelas que o estatuto outorga determinados privilégios, porém tem seu direito ao voto restringido.

Para Gitman (2010, p. 288) os verdadeiros proprietários das empresas são os acionistas ordinários, dado que esses detêm o poder de decisão. De maneira contrária os acionistas preferenciais não possuem direito de influenciar nas decisões, porém possuem prioridade sobre os acionistas ordinários no que se refere o recebimento de dividendos.

2.3 Dividendos

Considerando o enfoque legal e societário, segundo Ulhoa (2011, p. 248) o lucro líquido gerado pela empresa tem dois possíveis destinos: ficará na própria sociedade ou será distribuído aos acionistas a título de dividendos.

Tocante aos dividendos, Loss e Neto (2003) comprovaram no mercado brasileiro, que a sinalização dos mesmos por parte da empresa tem a capacidade de alertar o mercado em relação ao lucro futuro da sociedade.

Pela definição de Santos e Schmidt (2002, p. 175) dividendo é o rendimento proporcionado a cada ação oriundo do lucro. De forma semelhante Ross, Westerfield e Jaffe (2002) definem dividendos como uma distribuição parcial ou total do resultado de um determinado exercício, sendo assim uma remuneração pelo capital do acionista.

Em linhas gerais, a definição de dividendos se trata da remuneração do capital próprio, como nota-se pela definição de Lagioia (2011, p. 129), onde os dividendos são considerados como o retorno de um investimento.

No Brasil a legislação acerca de distribuição de dividendos está contida prioritariamente na lei nº 6.404/76 e na lei nº 10.303/01, que alterou e acrescentou dispositivos na primeira.

2.3.1 Categoria de Dividendos

Para efeito didático, Iudícibus e Martins (2010, p. 367) dividiram os dividendos em três categorias, da seguinte forma:

Quadro 3 – Categoria de Dividendos

Ordem de recebimento	Direito de recebimento	Forma de distribuição
Prioritário	Cumulativo	Mínimo
Não Prioritário	Não cumulativo	Fixo
		Obrigatório

Fonte: Adaptado de Iudícibus e Martins (2010)

Na classificação dos dividendos quanto à ordem de recebimento estão inclusos os dividendos prioritários e não prioritários. Nesse sentido, Mota (2007) e Santos e Schmidt (2015) asseveram que os dividendos prioritários podem ser definidos como os dividendos de

direito daqueles acionistas que possuem ações preferenciais, e, portanto, têm a preferência no recebimento dos dividendos. De forma contrária, os dividendos não prioritários são aqueles disponíveis para os acionistas titulares de ações ordinárias, logo, aqueles que não possuem a preferência no seu recebimento.

Nesse contexto, a Lei nº 6.404/76 em seu art. 17 reforça quanto às vantagens conferidas aos acionistas titulares de ações preferenciais, da seguinte forma:

Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:

I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;

II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou

III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.

Dessa forma, pelas afirmações de Iudícibus e Martins (2010, p. 368), tem-se que essa preferência se torna justa, dado que acionistas preferenciais, diferentemente de ordinários não possuem direito a voto, de modo que essa preferência é um grande incentivo para esses acionistas aportarem suas economias em companhias de capital aberto.

No que se refere aos dividendos classificados quanto ao direito de recebimento, inclui-se nessa categoria o dividendo cumulativo e não cumulativo. Sob a perspectiva de Assaf Neto (2011, p. 614), o dividendo cumulativo é definido como o dividendo que se acumula para pagamento futuro dado a ausência de lucro em determinado exercício. Já o dividendo não cumulativo somente é pago nos exercícios em que se apure lucro suficiente.

Em se tratando à classificação dos dividendos quanto à forma de distribuição estão inclusos nessa categoria os dividendos fixos, mínimos e obrigatórios.

Partindo da definição de Iudícibus e Martins (2010, p. 368), tem-se que o dividendo fixo não dá direito a seus beneficiários de participar dos lucros remanescentes, enquanto que o dividendo mínimo confere a seus beneficiários o direito de participar dos lucros remanescentes, tendo igualdade de condição entre os titulares de ações preferenciais e ordinárias.

Nesse contexto, de acordo com o art. 17, § 4º da Lei nº 6.404/76 infere-se que:

§ 4º Salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo.

Em linhas gerais, o dividendo mínimo ou fixo faz jus ao acionista preferencialista, entretanto de acordo com o § 4º nota-se que mesmo as ações ordinárias não fazendo jus a um

dividendo mínimo, caso haja distribuição de lucros remanescente, os acionistas ordinários terão direito a esses lucros, salvo disposições contrárias no estatuto.

O dividendo obrigatório, pela especificidade e complexidade da matéria será tratado em um tópico separado.

2.3.2 Dividendo Obrigatório

Brasil (2010) ressalta que o dividendo obrigatório foi introduzido no cenário brasileiro em 1976 com a lei 6.404 (lei das sociedades por ações) que estabeleceu a obrigatoriedade do pagamento de dividendos aos acionistas da sociedade.

Diante disso, verifica-se na lei 6.404/76 em seu art. 202 § 2º, as disposições legais relativas ao dividendo obrigatório da seguinte forma:

Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:

I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:

a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e

b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;

II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197);

III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.

Paiva e Lima (2001) defendem que o dividendo obrigatório se configura como um dividendo estatutário, pois o mesmo pode estar previsto no estatuto das empresas, e que para a determinação do dividendo os critérios adotados devem ser regulados precisamente e minuciosamente para não sujeitar os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria. Nesse contexto o dividendo pode ser estabelecido como uma porcentagem do lucro ou do capital social, e que na falta de disposições nos estatutos das empresas o dividendo será a metade do lucro líquido ajustado.

Tocante ao lucro líquido ajustado, os autores ainda complementam que se trata de uma figura instituída pela legislação com o objetivo de não comprometer a capacidade financeira das companhias. Dessa forma para se chegar ao lucro passível de distribuição, o lucro líquido deverá sofrer os seguintes ajustes:

- a) Reserva Legal: constituída por 5% do lucro líquido do exercício, antes de qualquer outra destinação, não podendo exceder a 20% do capital social. Tem por finalidade assegurar a integridade do capital social e somente poderá ser utilizada para compensar prejuízos ou aumentar o capital;
- b) Reserva para Contingências: proposta pelos órgãos da administração à Assembleia Geral, com a finalidade de compensar, em exercício futuro, a diminuição do lucro decorrente de perda julgada provável;
- c) Reserva de Lucros a Realizar: proposta pelos órgãos da administração à Assembleia Geral, com a finalidade de compatibilizar a distribuição de dividendos com a realização financeira do lucro. Poderá ser constituída no exercício em que os lucros a realizar ultrapassarem o total das reservas de lucro até então constituídas: Reserva Legal, Reserva Estatutária, Reserva para Contingências e Retenção de Lucros.

Nesse sentido, Santos e Schimdt (2015, p. 256) reforçam que a base de cálculo para o dividendo obrigatório, é o lucro líquido ajustado. Os autores complementam que para se calcular o lucro líquido ajustado, deve-se a partir do lucro líquido do exercício, compensar os prejuízos acumulados, constituir a reserva legal, a reserva para contingência e a reserva de lucros a realizar.

Diante do exposto, nota-se ainda que a Lei 6.404/76 traz seu art. 202 § 2º, a figura do dividendo mínimo obrigatório, da forma, a saber:

§ 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembleia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo.

Nesse contexto tem-se que Ulhoa (2011, p. 250) define o dividendo mínimo obrigatório como a parcela mínima dos lucros a ser necessariamente distribuída entre os acionistas, e que essa distribuição será definida no estatuto social da empresa, e na hipótese de omissão deste, observar o que dispõe lei das sociedades por ações - a Lei nº 6.404/76.

Dessa forma verifica-se conforme definição de Lagioia (2011, p. 131) que o pagamento do dividendo obrigatório na hipótese de omissão em estatuto tem de ser minimamente 25% do lucro líquido ajustado.

Assaf Neto (2011) complementa que de acordo com a normativa, o pagamento de dividendo mínimo obrigatório se caracteriza como válido para todos os acionistas, portanto estende-se aos ordinários. Iudícibus e Martins (2010, p. 367) corroboram com essa ideia afirmando que o dividendo obrigatório alcança todo e qualquer acionista, seja ele titular de ações preferenciais ou ordinárias.

Relacionado à redução do valor do dividendo mínimo obrigatório, Tomazette (2009) ressalta que em casos pontuais a sociedade pode distribuir o dividendo inferior ao mínimo obrigatório.

Diante disso, verifica-se na lei das sociedades por ações a condição para a distribuição de dividendos abaixo do valor mínimo obrigatório, da forma a seguir:

§ 3º A assembleia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades:

I - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações;

II - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I.

Assaf Neto (2011), e Iudícibus e Martins (2010) exemplificam que tocante a isso uma companhia pode não distribuir o dividendo obrigatório, ou distribuir um valor inferior ao mínimo obrigatório desde que todos os acionistas presentes à assembleia geral ordinária concordem com isso, e em função disso o acionista ausente não poderá reclamar o que lhe é devido.

Outra condição bastante peculiar sob a luz da lei das sociedades por ações se refere ao não pagamento dos dividendos em função da situação financeira incompatível da companhia, dada pela seguinte redação:

§ 4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembleia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembleia.

Mota (2007) complementa que dada à incapacidade financeira da companhia, o dividendo poderá não ser obrigatório desde que os órgãos de administração informem a assembleia geral e também a CVM.

Para Santos e Schmidt (2002, p. 183) a lei das sociedades por ações transferiu para os órgãos de administração das empresas a decisão sobre distribuir ou não os dividendos obrigatórios em cada exercício, dado o estado das finanças das empresas.

2.3.3 Dividendo Intermediário

A Lei nº 6.404/76 traz ainda, em seu art. 204, a possibilidade de pagamento de dividendo intermediários, da seguinte forma:

Art. 204. A companhia que, por força de lei ou de disposição estatutária, levantar balanço semestral, poderá declarar, por deliberação dos órgãos de administração, se autorizados pelo estatuto, dividendo à conta do lucro apurado nesse balanço.

§ 1º A companhia poderá, nos termos de disposição estatutária, levantar balanço e distribuir dividendos em períodos menores, desde que o total dos dividendos pagos em cada semestre do exercício social não exceda o montante das reservas de capital de que trata o § 1º do artigo 182.

§ 2º O estatuto poderá autorizar os órgãos de administração a declarar dividendos intermediários, à conta de lucros acumulados ou de reservas de lucros existentes no último balanço anual ou semestral.

Diante do exposto, nota-se a possibilidade de distribuir dividendos semestralmente, ou em até períodos menores, desde que contenha dispositivo no estatuto, e que não exceda o montante das reservas de capital.

2.3.4 Tratamento Fiscal

O tratamento fiscal dos dividendos no Brasil sofreu significativas mudanças no decorrer dos anos, principalmente a partir de 1980. Tais mudanças podem ser verificadas através do quadro abaixo:

Quadro 4 – Tributação dos dividendos ao longo dos anos:

Período	Desconto do IRRF	Alíquota	Base legal
01/01/1980 - 31/12/1988	Sim	15%, 23% ou 25%	Decretos-leis 1790/80, arts. 1º e 2º, 2065/83 arts. 1º, inciso I e 2303/86, art. 7º, parágrafo único.
01/01/1989 - 31/12/1992	Não	-	RIR/99, art. 660
01/01/1993 - 31/12/1993	Não	-	Lei 8.383/91, art. 75, posteriormente incorporada ao art. 659 do RIR/99.
01/01/1994 - 31/12/1995	Sim	15%	RIR/99, art. 655.
01/01/1996 - dias atuais	Não	-	Lei 9.249/95, art. 10º, incorporada ao art. 654 do RIR/99.

Fonte: Adaptado de Libonati, Lagioia e Maciel (2008)

A partir do quadro anterior, e sob a perspectiva analítica de Pasuch (2006) verifica-se que no período compreendido pelos anos 1980 até 1988 o dividendo distribuído deveria sofrer o desconto do IRRF às alíquotas de 15%, 23% ou 25% para os beneficiários pessoas físicas – PF, e 23% ou 25% para os beneficiários pessoas jurídicas – PJ.

Ainda segundo Pasuch (2006), para os anos de 1989 até 1992 os lucros apurados foram submetidos à incidência do Imposto sobre o Lucro Líquido – ILL de 8%, ficando assim a distribuição de dividendos isenta do desconto do IRRF tanto para beneficiários PF ou PJ. Para o ano de 1993 ficou estabelecido à isenção na distribuição de dividendos e também na declaração de imposto de renda do beneficiário. Em contrapartida, o período compreendido entre 1994 e 1995 a distribuição dos dividendos estava sujeita ao desconto de 15% de IRRF somente na fonte pagadora tributada pelo Lucro Real.

O mesmo autor (2006) ainda complementa, que a partir de 1996 até os dias atuais os dividendos distribuídos não estão sujeitos à incidência do imposto de renda.

Paiva e Lima (2001) reforçam que de 1980 até 1983 existia um incentivo à abertura de capital das empresas, entretanto esse incentivo não foi tão eficaz dado a alta tributação dos dividendos nesse período. A partir de 1989 até 1992 foi descontinuado o desconto do IRRF sobre a distribuição de dividendos, pois o lucro passível de distribuição passou a ser tributado por uma alíquota de 8% a título de ILL.

Os autores acima complementam que em 1993 o ILL deixou de ser exigido e não havia qualquer tributação sobre a distribuição de dividendos, isso propiciou um incentivo à distribuição de dividendos. De maneira contrária, em 1994 e 1995 as tributações dos dividendos retornam com uma alíquota de 15% deixando de ser tributado novamente somente em 1996.

2.4 Juros Sobre Capital Próprio - JCP

Nas palavras de Malaquias *et al.* (2007) a Lei 9.249/95 extinguiu a correção monetária dos balanços para efeitos fiscais, entretanto a inflação ainda encontrava-se elevada para desprezar as correções contábeis.

Nesse sentido, sob a perspectiva de Fiorati (2007) a legislação tributária brasileira não se mantém constante, sofrendo dessa forma diversas alterações ao longo dos anos. Como exemplo dessas alterações verifica-se a adoção de outra possível forma de remuneração ao acionista no Brasil, os Juros Sobre o Capital Próprio – JCP.

De acordo com Santos (2007) o conceito de JCP deriva intrinsecamente dos conceitos econômicos do custo de oportunidade. De forma semelhante Martins (2000, p. 34) reforça que o JCP pode ser tratado como uma parcela do custo de oportunidade.

Pereira e Oliveira (2006, p. 388) esclarecem que o custo de oportunidade representa a renda líquida gerada por uma opção em seu melhor uso alternativo.

Para Araújo e Assaf Neto (2003, p. 22) verifica-se que o custo de oportunidade pode ser definido como a melhor alternativa de um determinado investimento desprezada quando na escolha de outro investimento de mesmo risco, de modo que a rentabilidade da melhor alternativa de investimento não escolhida implica no custo de oportunidade.

Diante disso, Malaquias *et al.* (2007) expuseram que o custo de oportunidade está condicionado ao detrimento de uma alternativa em função de outra, representando a alternativa desprezada o custo de oportunidade da alternativa escolhida.

Em se tratando da forma legal do JCP, o mesmo foi uma criação da Lei 9.249/95, onde através de seu art. 9º pode-se verificar que:

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

Por meio do art. 9º da Lei 9.249/95 infere-se que a base de cálculo do JCP são as contas do patrimônio líquido e limitados à variação *pro rata* dia da TJLP. O art. 75 da Instrução Normativa 1.700/17 complementa que as contas do patrimônio líquido a serem utilizadas para determinação do JCP são:

Para efeitos de apuração do lucro real e do resultado ajustado a pessoa jurídica poderá deduzir os juros sobre o capital próprio pagos ou creditados, individualizadamente, ao titular, aos sócios ou aos acionistas, limitados à variação, *pro rata die*, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) e calculados, exclusivamente, sobre as seguintes contas do patrimônio líquido:

- I - capital social;
- II - reservas de capital;
- III - reservas de lucros;
- IV - ações em tesouraria; e
- V - prejuízos acumulados.

Santos, Petri e Ferreira (2012) reforçam que para a base de cálculo do JCP deverão ser utilizadas as contas do patrimônio líquido, excluídas as contas de Reservas de Reavaliação e de Ajustes de Avaliação Patrimonial.

Costa e Silva (2006, p. 14) defendem que o JCP é uma alternativa disponível aos gestores das empresas para remunerar o acionista pelo capital investido, de forma que esse pode ser imputado ao dividendo obrigatório na forma da legislação vigente.

Para Santos (2007) a criação do JCP por meio da lei 9.249/95 foi uma grande novidade do ponto de vista fiscal, pois gerou a possibilidade das empresas passarem a remunerar o capital investido de seus acionistas por meio do pagamento de juros, de forma que esses juros fossem despesas dedutíveis para o cálculo do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica – IRPJ e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL.

De forma semelhante Libonati, Lagioia e Maciel (2008) asseveram que a lei que criou o JCP concedeu permissão para a dedutibilidade da despesa com JCP da base de cálculo do IRPJ e CSLL.

Até meados de 2012 existiam divergências em relação à contabilização do JCP, de forma que uma corrente de autores defendiam que o JCP seria contabilizado como despesa financeira, e outra corrente defendia a contabilização como distribuição de resultados. Diante disso autores como Torres, Xavier e Silva (1997) entendiam que os juros sobre capital próprio deveriam ser contabilizados de forma análoga aos dividendos.

De forma contrária, para Rolim (1996), Santos, Petri e Ferreira (2012) a dedutibilidade do JCP deveria ser contabilizada como despesa financeira, dessa forma reduzindo a base de cálculo do IRPJ e CSLL. Ainda segundo os autores a consequência disso, dependendo do caso, será uma economia tributária para a empresa pagadora.

O entendimento da CVM se deu por meio da deliberação 207/96 que dispunha sobre a contabilização dos juros sobre o capital próprio, tal deliberação remetia que as companhias abertas deviam registrar o valor líquido dos JCP diretamente à conta de lucros acumulados sem afetar o resultado do exercício, e apenas o IRRF respectivo será reconhecido como despesa.

Ainda de acordo com esse entendimento, para que a companhia pudesse se beneficiar da dedutibilidade da despesa para fins de apuração do Lucro Real ela deveria contabilizar o JCP como despesa financeira com o intuito de atender a legislação fiscal, mas posteriormente o valor deduzido seria revertido na última linha na demonstração do resultado antes do lucro líquido do exercício.

Esse entendimento foi revogado pela própria CVM por meio da deliberação 683/2012, de modo que a contabilização da dedução proporcionada pelo JCP a partir dessa deliberação passou a ser realizada como despesa financeira.

Para Zani, Ness Jr. (2000) e Fabretti (2000, p. 288) essa dedução proporcionada pelo JCP tem o objetivo principal de compensar a extinção da correção monetária nos balanços, correção essa que visava dirimir o efeito das perdas provocadas pela inflação no patrimônio líquido e conseqüentemente diminuir o lucro.

2.4.1 Limites de Dedutibilidade do JCP

Verifica-se no art. 75 da Instrução Normativa 1.700/17, que revogou a Instrução Normativa 93/97, que o montante de juros remuneratórios que podem ser deduzidos na base de cálculo do IRPJ e CSLL estão limitados da forma, a saber:

I - 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido do exercício antes da dedução dos juros, caso estes sejam contabilizados como despesa; ou

II - 50% (cinquenta por cento) do somatório dos lucros acumulados e reservas de lucros.

§ 3º Para efeitos do disposto no inciso I do § 2º, o lucro será aquele apurado após a dedução da CSLL e antes da dedução do IRPJ.

Diante disso, Libonati, Lagioia e Maciel (2008) inferem que a dedução do JCP está condicionada a existência de lucros no período de apuração ou de lucros acumulados e reservas de lucros.

No que se refere aos limites de dedutibilidade, Malaquias *et al.* (2007) esclarecem que a empresa pode contabilizar a título de JCP um montante maior que todos os limites legais, entretanto somente serão dedutíveis da base de cálculo do IRPJ e CSLL o valor que obedecer tais restrições.

2.4.2 Tratamento Fiscal

O tratamento fiscal do JCP é dado de forma bilateral, ou seja, envolve a empresa pagadora e o acionista recebedor.

Diante do exposto, sob a ótica da empresa pagadora, o montante pago ou creditado na forma de JCP será considerado despesa financeira, provocando dessa forma uma redução da base de cálculo do IRPJ e CSLL. Entretanto, de acordo com o Decreto nº 9580/18 esse montante estará sujeito à incidência de IRRF à alíquota de 15% na data do pagamento ou crédito.

Para Petri *et al.* (2013) caso a empresa recebedora de JCP seja tributada pelo Lucro Real, Presumido ou Arbitrado os juros devem ser registrados como receitas financeiras e o IRRF será considerado antecipação do imposto devido.

Ainda segundo os autores a pessoa jurídica beneficiária não tributada pelo Lucro Real, Presumido ou Arbitrado, e beneficiários pessoa física, os JCP são considerados rendimentos de tributação definitiva, dessa forma não sendo objeto de qualquer compensação.

Neves e Viceconti (2003) expõem que no caso de beneficiário pessoa física os JCP reduzirão a carga tributária da empresa pagadora de modo que o ônus de 15% de IRRF é compensado com o abatimento do IRPJ, obtendo nesse caso a economia da CSLL. Entretanto caso a pessoa jurídica pagadora esteja sujeita ao adicional de 10% do imposto de renda, a economia tributária é maior.

Os autores complementam que caso o adicional de IRPJ não incida na fonte pagadora e nem na beneficiária é indiferente efetuar o pagamento dos JCP com o intuito de redução de tributos. De maneira semelhante caso o adicional incida nas duas partes a indiferença se mantém, pois não gerará redução de tributos.

De forma contrária os autores ainda contribuem que existirá uma economia tributária de 10% caso a fonte pagadora estiver sujeita ao adicional de IRPJ e a recebedora não. Diante disso infere-se que é inviável sob a ótica tributária o pagamento do JCP caso a fonte pagadora não esteja sujeita ao adicional de IRPJ e a recebedora sim.

De acordo com a lei 9.718/98 os JCP passaram a integrar a base de cálculo do Programa de Integração Social – PIS, e da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social – COFINS do beneficiário. Portanto o pagamento do JCP requer um planejamento bem criterioso por parte da empresa pagadora, pois o ônus gerado na empresa recebedora poderá ser maior que os benefícios gerados na empresa pagadora.

2.5 A Indústria da Construção Civil

De acordo com Santos, Araújo e Leite (2016) a construção civil se destaca na economia brasileira, pois abrange grande parcela da mão de obra trabalhadora e atua com produtos considerados estratégicos sob o ponto de vista social.

Souza e Mello (2011) asseveram que o setor em questão possui grande destaque quanto à extensão da cadeia produtiva, de modo que a composição do setor depende das cadeias de suprimentos e processos. Para isso o setor possui uma demanda considerável de

recursos humanos, naturais e energéticos. Além disso, os autores salientam que outro ponto relevante do setor é sob a ótica social, pois tem o intuito de suprir o déficit habitacional.

Segundo dados o IBGE, dos anos de 2007 até o primeiro trimestre de 2014 o setor apresentou crescimentos sucessivos. Tal período ficou marcado pelo desenvolvimento do setor de construção civil no Brasil, muito por conta da situação econômica que o país se encontrava nesse período (mesmo com os impactos da crise) e também pela regulamentação da lei que instituiu do programa minha casa minha vida – PMCMV em 2009, programa esse que tinha por objetivo principal amenizar o déficit habitacional brasileiro.

Corroborando com essa ideia, de acordo com Castelo e Garcia (2007) o setor apresentou um crescimento considerável, sendo esse reflexo das atitudes do governo, que contribuiu para o setor com a criação de um leque de possibilidades de créditos habitacionais, tomando medidas para ampliar o mercado.

Nesse contexto Scramin, *et al.*(2013) afirmam que foi possível identificar durante os anos de 2008 a 2011 que o índice do crescimento do setor foi maior que o índice do crescimento da economia como um todo.

Em 2008, apesar do crescimento, o setor foi impactado pela crise, entretanto o Governo Federal tomou algumas medidas para atenuar os efeitos dessa crise, segundo Monteiro Filha (2013):

No Brasil, os efeitos dessa crise foram sentidos no setor em decorrência da redução do crédito privado. O país adotou várias medidas anticíclicas que contribuíram para a recuperação da economia no terceiro trimestre de 2009. Entre essas medidas, estão a desoneração tributária de alguns materiais de construção, a expansão do crédito para habitação, notadamente o Programa Minha Casa, Minha Vida, e o aumento de recursos para o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC).

Nesse contexto, ainda segundo a autora verifica-se que apesar desse consecutivo crescimento não se pode esquecer a necessidade de acelerar os investimentos nesse segmento, face ao déficit habitacional no país e a deficiência em infraestrutura.

Apesar de ter relativamente superado a crise de 2008, de acordo com o IBGE, a partir do 2º trimestre de 2014 até 1º trimestre de 2018 o setor apresenta consecutivas retrações, sendo essas mais acentuadas nos anos de 2015 e 2016. O desempenho nesses anos se deu por conta principalmente da crise política e financeira que o país se instaurou, marcada por altas no dólar e na inflação, no aumento do desemprego e na retração do PIB.

Dessa forma, Santa *et al.* (2017) reforça que o mercado brasileiro de construção civil está buscando erguer-se de uma crise, que ocasionou na retração do investimento do setor.

Essa retração impactou a empregabilidade em 2015 de modo que foram fechados cerca de 450 mil postos de trabalho.

Diante do exposto, Silva e Francisco (2016) expõem que esse setor foi um dos mais impactados pela recente crise brasileira, pois ainda tem como característica a necessidade de altos investimentos

Contudo, apesar das retrações atuais, o setor não perdeu relevância de modo que segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados - CAGED o setor criou em torno de 45 mil postos de trabalho no período de janeiro a julho de 2018, o que mostra a tentativa do setor em minimizar os impactos da recente crise e impulsionar sua recuperação.

2.6 Estudos Anteriores

Vários estudos relacionados a esse assunto já foram realizados na tentativa de prever o comportamento das ações posterior à divulgação de distribuição de dividendos.

Gordon (1959) desenvolveu um modelo de grande importância no entendimento da teoria de finanças. Seu modelo deriva de um estudo empírico com dados de empresas industriais no mercado americano do período de 1951 a 1954, e encontrou que o valor de uma ação deriva do fluxo descontado de dividendos futuros.

Por outro lado, Modigliani e Miller (1961) estudaram a política de dividendos, adotando o mercado “perfeito”. Nesse ambiente comprovaram que a política de dividendos seria irrelevante, pois não teria influência sobre a política de investimentos ou de financiamentos. Tal estudo ficou conhecido como a Teoria de Irrelevância dos Dividendos.

Vários autores seguiram ambas as linhas de pensamento. Em consonância com Gordon, pode-se citar Brigham (1968) e Long Jr. (1978).

Estudos mais recentes que podem ser elencados a respeito dessa matéria se destacam o de Bruni *et al.* (2003) que objetivou analisar o efeito do anúncio da distribuição de dividendos e dos juros sobre capital próprio sobre os preços de uma amostra de ações negociadas na bolsa. Como resultados, foram encontrados retornos anormais indicando a preferência dos investidores por ações com políticas mais agressivas de distribuição de dividendos.

Com relação aos Juros sobre Capital Próprio, verifica-se o estudo de Paiva e Lima (2001), que buscou uma evidência empírica sobre a influência da tributação e dos JCP na política de dividendos das companhias abertas brasileiras de 1996 a 1998. Como resultado,

expuseram que o pagamento de JCP está condicionado ao aumento dos dividendos. Complementar a isso os autores sinalizaram que o mercado reagiu positivamente quando as companhias anunciaram o pagamento dos JCP, referenciando dessa forma, o benefício fiscal gerado por essa escolha de remuneração dos acionistas.

Malaquias *et al.* (2007) buscaram expor o JCP em uma análise envolvendo a empresa pagadora e o acionista recebedor. Como resultado encontraram que no pagamento de JCP, quando as partes são pessoas jurídicas não tem uma economia de impostos para o conjunto empresa e acionista. O contrário acontece quando o acionista é pessoa física.

Por sua vez, Libonati, Lagioia e Maciel (2008) estudaram a economia tributária gerada pelo pagamento dos JCP. Os autores inferiram que essa economia está condicionada ao acionista recebedor. No caso de acionista pessoa física essa alternativa de distribuição se torna mais eficiente que os dividendos, pois proporciona a empresa pagadora uma economia tributária.

Por fim, Santos, Petri e Ferreira (2012) buscaram verificar a contribuição dos JCP na redução da carga tributária para empresas do setor de siderurgia listadas na bolsa. Como resultado dessa pesquisa, encontraram que o JCP proporcionou um benefício fiscal relevante para essas empresas, entretanto é de sua importância analisar o acionista recebedor, como forma de um planejamento tributário mais eficaz.

Este trabalho pretende dar uma contribuição ao estudo das formas predominantes de remuneração de capital próprio, das empresas do setor de construção civil listadas na B3 no segmento Novo Mercado em especial no período delimitado de 2014 a 2017.

3 METODOLOGIA

Em consonância com os dois critérios básicos de Vergara (2005) o presente estudo será classificado em relação aos meios de investigação e quanto aos fins. Em relação aos meios de investigação, o presente estudo se classifica como uma pesquisa documental e bibliográfica, e, quanto aos fins será classificada como descritiva.

A mesma autora complementa que a definição de pesquisa documental é dada, como sendo a pesquisa realizada com a utilização de documentos de qualquer natureza, sejam eles conservados em órgãos públicos ou privados, tais como: regulamentos, balancetes, ofícios, registros, diários, relatórios entre outros.

Fonseca (2002) expõe que a pesquisa bibliográfica é realizada através do levantamento de referências realizadas em outros estudos, através de publicações como: livros, artigos científicos e meios eletrônicos. De forma a proporcionar o pesquisador conhecer as conclusões e reflexões já geradas por outros autores.

Corroborando com o autor acima, Gil (2010) cita os trabalhos que propõem a análise das diversas opiniões e conceitos acerca de um assunto, como o exemplo mais característico e claro das pesquisas bibliográficas.

Por sua vez, Triviños (2007) destaca o estudo descritivo como sendo aquele que se pretende conhecer determinada comunidade, suas características, valores e problemas relacionados à cultura. Dessa forma, dando embasamento para que a pesquisa descritiva seja apropriada para este estudo.

A coleta de dados para a realização desse estudo deriva inicialmente de pesquisa bibliográfica em leis, livros, dissertações, teses, jornais, revistas que abordassem o tema proposto, sendo meios eletrônicos ou não.

Posteriormente, foi feita a coleta de dados, que são de domínio público, das empresas objeto desse estudo diretamente no *site* da B3. Foram utilizadas para a consecução dos resultados as notas explicativas, as demonstrações contábeis e os comunicados de distribuição de dividendos disponibilizados pelas empresas desse setor, do período compreendido de 2014 a 2017.

Os dados coletados foram estruturados em quadros, e principalmente analisados horizontalmente. Entretanto é válido ressaltar que a consecução de resultados conta com análises verticais, e também a elaboração de gráficos.

Por fim, de acordo com Vergara (2009), todo o método é limitado, sendo aconselhável antecipar-se às possíveis críticas cabíveis frente a leitura do trabalho, explicando ao leitor quais as limitações que o método escolhido oferece mas que ainda o justifica como sendo o mais adequado aos propósitos da investigação.

A limitação da pesquisa, durante a coleta dos dados, está relacionada ao quadro societário das empresas objeto de estudo. Tal quadro, referente aos anos objetos de análise, não foi encontrado nos documentos divulgados. O mesmo serviria de base para verificar os acionistas das empresas de forma quantitativa e qualitativa, e se estes são pessoas físicas ou jurídicas, para dessa forma analisar se existiria redução da carga tributária com o pagamento de juros sobre o capital próprio.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A opção pela indústria da construção civil se deu pela relevância desse setor para a sociedade como um todo, seja econômico ou social. Com relação às empresas listadas na B3 do setor de construção civil, o mesmo conta com 19 empresas, sendo que 16 delas são participantes do segmento Novo Mercado. Tal segmento é caracterizado por adotar um nível de Governança Corporativa mais consistente, e possui uma divulgação de informações com maior riqueza de detalhes. Espera-se que esse segmento dê mais credibilidade aos investimentos realizados na bolsa.

Diante do exposto até o momento, o presente estudo busca empreender uma análise a respeito da remuneração do capital próprio das empresas da indústria de construção civil, listadas na B3, no período compreendido de 2014 a 2017, com o objetivo de verificar se tal forma de remuneração realizada foi feita por meio da distribuição de dividendos ou pelo pagamento de Juros sobre o Capital Próprio (JCP).

No quadro 5 a seguir estão destacadas as 19 empresas que compõe o universo de companhias participantes do setor de construção civil listadas na B3:

Quadro 5 – Empresas listadas no setor de construção civil na B3

Razão Social	Nome de Pregão	Segmento
Construtora Adolpho Lindenberg S.A.	CONST A LIND	-
Construtora Tenda S.A.	TENDA	NM
CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A.	CR2	NM
Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações.	CYRELA REALT	NM
Direcional Engenharia S.A.	DIRECIONAL	NM
Even Construtora e Incorporadora S.A.	EVEN	NM
EZ Tec Empreendimentos e Participações S.A.	EZTEC	NM
Gafisa S.A.	GAFISA	NM
Helbor Empreendimentos S.A.	HELBOR	NM
Inter Construtora e Incorporadora S.A.	INTER SA	MA
JHSF Participações S.A.	JHSF PART	NM
João Fortes Engenharia S.A.	JOAO FORTES	-
MRV Engenharia E Participações S.A.	MRV	NM
PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações.	PDG REALT	NM
RNI Negócios Imobiliários S.A.	RNI	NM
Rossi Residencial S.A.	ROSSI RESID	NM
Tecnisa S.A.	TECNISA	NM
Trisul S.A.	TRISUL	NM
Viver Incorporadora e Construtora S.A.	VIVER	NM

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Para a análise dos resultados, foram excluídas 3 empresas do setor, sendo essas a Construtora Adolpho Lindenberg S.A., a Inter Construtora e Incorporadora S.A., e a João Fortes Engenharia S.A. A exclusão das referidas empresas se deu pelo fato das mesmas não serem participantes do segmento NM (Novo mercado) e portanto não seguem as mesmas regras e não adotam as mesmas práticas de governança corporativa das demais. Diante do exposto, a exclusão das três empresas justifica-se para evitar distorções na análise dos resultados.

Após a referida exclusão acima, o quadro 6 demonstrado abaixo contém as 16 empresas que comporão a amostra objeto de análise para o período compreendido entre os anos de 2014 e 2017.

Quadro 6 – Empresas objeto do estudo

Nº	Razão Social	Nome de Pregão
1	Construtora Tenda S.A.	TENDA
2	CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A.	CR2
3	Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações.	CYRELA REALT
4	Direcional Engenharia S.A.	DIRECIONAL
5	Even Construtora e Incorporadora S.A.	EVEN
6	EZ Tec Empreendimentos e Participações S.A.	EZTEC
7	Gafisa S.A.	GAFISA
8	Helbor Empreendimentos S.A.	HELBOR
9	JHSF Participações S.A.	JHSF PART
10	MRV Engenharia E Participações S.A.	MRV
11	PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações.	PDG REALT
12	RNI Negócios Imobiliários S.A.	RNI
13	Rossi Residencial S.A.	ROSSI RESID
14	Tecnisa S.A.	TECNISA
15	Trisul S.A.	TRISUL
16	Viver Incorporadora e Construtora S.A.	VIVER

Fonte: Elaborado pelo Autor.

A partir da amostra encontrada de empresas do setor de construção civil, listadas na B3 do segmento Novo Mercado (NM), nos próximos tópicos, serão analisados os resultados disponíveis destas 16 empresas no período de 2014 a 2017.

4.1 Resultado Líquido no Período

Em se tratando do resultado líquido dos exercícios analisados, os mesmos estão disponibilizados no quadro 7 abaixo.

Quadro 7 – Resultado Líquido do Exercício (Demonstrações Individuais) – em milhares de reais:

Nº	Nome de Pregão	Resultado líquido no período			
		2014	2015	2016	2017
1	Tenda	-141.644	30.320	56.651	106.686
2	CR2	-35.712	-37.077	-47.303	-4.490
3	Cyrela Realt.	661.499	447.800	151.352	-95.004
4	Direcional	205.870	123.647	-11.862	-143.781
5	Even	252.412	101.366	1.868	-378.661
6	EzTec	474.324	444.011	230.213	358.828
7	Gafisa	-42.549	74.449	-1.163.596	-849.856
8	Helbor	210.757	68.873	-103.207	-309.123
9	JHSF Part	37.915	104.302	-260.187	-22.653
10	MRV	720.211	547.581	557.114	653.402
11	PDG Realt	-529.243	-2.764.382	-5.307.817	173.221
12	RNI	68.377	6.748	-75.726	-93.191
13	Rossi Resid	-619.429	-558.066	-514.373	-338.891
14	Tecnisa	155.351	237.551	-448.981	-520.652
15	Trisul	20.209	19.111	2.594	34.992
16	Viver	-233.352	-260.853	-347.170	-120.632

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Diante do exposto no quadro anterior, nota-se uma variabilidade considerável no resultado líquido de empresa para empresa, podendo ser mais acentuada em determinados anos. Dessa maneira pode-se extrair desse quadro algumas análises, listadas abaixo.

Nota-se no quadro 7 acima que no exercício de 2014, 62,5% das empresas apresentaram resultado positivo. Em 2015, esse percentual aumentou para 75%. Entretanto tais resultados variaram negativamente ao longo dos próximos dois anos, passando para 37,5% em 2016 e 31,25% em 2017. Dessa forma, esses resultados podem sinalizar uma retração do mercado no decorrer dos anos estudados.

Nesse sentido, verifica-se também que 62,5% das empresas objetos desse estudo apresentaram uma variação negativa em seus resultados entre os anos de 2014 e 2017. Os anos de 2016 e 2017 foram o período em que 90% dessas empresas apresentaram quedas nos resultados de forma mais marcante, corroborando dessa forma com os dados do IBGE (2017), de que durante esses anos, esse mercado apresentou retrações mais acentuadas.

Como forma de exemplificar claramente essa retração, vale ressaltar a empresa nº 7 (Gafisa), que no ano de 2014 apresentou um prejuízo líquido, porém reverteu esse resultado com o lucro evidenciado no ano posterior. Entretanto, nos anos seguintes a empresa foi

fortemente impactada pela retração do mercado, de modo que em 2016 não houve resultado positivo, e o prejuízo líquido divulgado cresceu exponencialmente, sendo 16 vezes maior que o resultado evidenciado no ano anterior. Em 2017 a empresa também incorreu em prejuízos. Se comparado ao ano de 2016, esse prejuízo reduziu 27%, porém quando analisada na amostra, tal resultado ainda é bem expressivo.

Quantitativamente, em termos de resultado evidenciado, tem-se outro fato relevante e evidente a partir da análise do quadro 7. Nota-se que 43,75% das empresas da amostra demonstraram seus menores resultados no ano de 2016. Nota-se também que esse percentual foi 12,5% em 2014, 6,25% em 2015 e 37,5% em 2017. Diante das análises dispostas até o momento verifica-se que o ano de 2016 foi caracterizado, por ser o ano em que a maioria das empresas, dentre todos os anos analisados, evidenciaram seus menores resultados.

De maneira contrária, nota-se que as empresas de números 1, 2, 11, 13, 15 e 16, que totalizam 37,5% da amostra, ao longo dos anos de 2014 a 2017, obtiveram resultados melhores, contrariando a tendência do mercado, o qual apresentou retrações desde o 1º trimestre de 2014. Entretanto, vale ressaltar que 50% dessas empresas (2, 13 e 16) apenas diminuiram seu prejuízo líquido, não evidenciando lucro em nenhum dos anos em questão. De forma oposta, as empresas números 1 e 11, reverteram uma série temporal de prejuízos, para um panorama de lucro em 2017. Por fim, a empresa nº 15, apresentou lucro em todos os anos, sendo o maior lucro registrado no ano de 2017.

Com relação à empresa nº 1 da amostra, verifica-se que essa apresentou prejuízo em 2014, porém reverteu esse quadro a partir de 2015. Posterior a 2014 os resultados apresentados se mostraram concisos com um crescimento percentual em torno de 86% de 2016 para 2015 e 88% de 2017 para 2016. Por outro lado, a empresa nº 11, auferiu resultado positivo, somente no último ano analisado.

As empresas, Cyrela Realt (3), Ez Tec (6), MRV (10) e PDG Realty (11), foram aquelas que apresentaram os resultados mais pontuais da amostra, sendo esses representados por lucros ou prejuízos.

A empresa nº 3 evidenciou lucros acima da média da amostra durante os anos de 2014 e 2015. Entretanto o resultado da empresa reduziu significativamente no ano de 2016. Tal redução representou uma diminuição de 77,12% se comparada ao resultado de 2014, e de 66,2% quando comparada com o ano de 2015. Apesar dessa brusca redução, o resultado em 2016 ainda manteve-se positivo, fato que não ocorreu em 2017.

De maneira contrária, observa-se pelos resultados das empresas de nº 6 e 10, uma constância nos resultados evidenciados. De modo que todos eles foram positivos e apresentaram pouca variação em relação ao ano anterior, e também quando comparados às outras empresas do setor. No caso da empresa nº 6 verifica-se 2016 como ano em que o resultado evidenciado foi o menor, portanto seguiu a tendência do mercado. Divergente a isso nota-se a empresa nº 10, que apresentou seu menor resultado em 2015, de forma que esse representou uma queda de 24% em relação ao período anterior. Entretanto, é válido ressaltar que as duas empresas em questão representam 66,6% das empresas que demonstraram lucro em todos os anos analisados.

Para exemplificar e corroborar com a afirmativa de que 2016 foi o ano em que as empresas da amostra evidenciaram seus menores resultados, infere-se do quadro anterior, os dados da empresa nº 11. A referida empresa apresentou a maior variabilidade nos resultados, sendo o mais pontual em 2016, ano em que essa divulgou seu o maior prejuízo, sendo esse também o maior de toda a amostra, e que cresceu em torno de 92% em relação ao ano anterior.

Por fim, nota-se através dos dados estruturados no quadro anterior que as empresas não apresentaram resultados semelhantes que pudessem explicar o movimento do mercado. Fica evidente que o setor objeto de estudo não é caracterizado por uma única variável, pois todas as empresas em questão tiveram os resultados bem distintos. Tais resultados demonstraram as retrações do setor, e provocaram impactos diferentes em cada uma das empresas, de modo que algumas sofreram bruscas reduções e outras conseguiram melhorar seu desempenho ao longo dos anos.

Vale ressaltar que a única evidência forte relacionada ao resultado das empresas, é que o ano de 2016 foi caracterizado por ser aquele em que a maioria das empresas auferiram seus menores resultados. Tal evidência se mostra coerente, pois como foi elencado anteriormente, 43,75% das empresas apresentaram seu menor resultado no referido ano.

4.2 Reservas de Lucros e Prejuízos Acumulados

Como já exposto no referencial teórico do presente estudo, o cálculo dos dividendos e dos juros sobre capital próprio está exclusivamente relacionado à existência de lucros no exercício ou de reservas de lucros na sociedade.

Diante disso, como foi disposto no quadro anterior o resultado líquido das empresas da amostra, nos períodos de análise, no quadro 8 adiante, serão elencadas as reservas de lucros e prejuízos acumulados das empresas objetos de estudo, no período compreendido entre 2014 e 2017.

Tocante ao quadro 8, a seguir, vale ressaltar que no caso das empresas que dispunham de reservas de lucros, essas reservas foram apresentadas deduzidas das reservas legais. Isso se justifica, pois as reservas legais não podem ser objeto de distribuição de dividendos.

Quadro 8 – Reservas de Lucros e Prejuízos Acumulados (Demonstrações Individuais) – em milhares de reais:

Nº	Nome de Pregão	Reservas de Lucros e Prejuízos acumulados			
		2014	2015	2016	2017
1	Tenda	-232.570	-202.250	-145.599	-38.913
2	CR2	-35.712	-72.782	-47.303	-4.490
3	Cyrela Realt.	2.519.551	2.838.609	2.646.447	2.551.443
4	Direcional	316.026	316.026	264.164	120.382
5	Even	414.720	490.295	436.518	57.857
6	EzTec	1.262.121	1.358.478	1.335.800	1.025.372
7	Gafisa	292.252	268.659	-861.761	-1.819.337
8	Helbor	453.526	502.598	399.391	90.268
9	JHSF Part	1.479.399	1.524.151	1.210.908	1.188.255
10	MRV	852.315	624.778	424.808	629.391
11	PDG Realt	-1.403.191	-4.218.933	-9.526.749	-9.353.528
12	RNI	291.019	292.068	210.925	117.817
13	Rossi Resid	-810.137	-1.368.203	-1.882.576	-2.221.467
14	Tecnisa	370.176	567.849	99.042	-362.284
15	Trisul	45.480	35.951	26.106	42.153
16	Viver	-1.183.149	-1.444.002	-1.791.172	-1.911.804

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Nesse contexto, infere-se pela análise do quadro anterior, que as empresas correspondentes aos n^{os} 1, 2, 11, 13 e 16, que representam 31,25% da amostra, não dispunham, em nenhum dos anos estudados reservas de lucros.

De maneira contrária, observa-se que as empresas correspondentes aos n^{os} 3, 4, 5, 6, 8, 9, 10, 12 e 15, que totalizam 56,25% da amostra, apresentaram reservas de lucros em todos os anos analisados.

Por fim, vale ressaltar as empresas de nº 7 e nº 14, que apresentaram tanto reservas de lucros, quanto prejuízos acumulados ao longo dos anos. A primeira dispunha de reservas positivas nos anos de 2014 e 2015, porém o mesmo não ocorreu nos dois anos seguintes. Já a segunda demonstrou prejuízos acumulados somente no último ano de análise.

Em todos os anos analisados, a empresa nº 3 dispôs da maior de reserva de lucros da amostra, entretanto, contrapondo essa questão, a referida empresa não possuiu o maior resultado em nenhum dos anos analisados.

Em consonância com a análise anterior, nota-se que a empresa MRV, foi aquela que evidenciou os maiores resultados da amostra em todos os anos, entretanto não evidenciou as maiores reservas. Em se tratando da quantificação das reservas, a empresa em questão foi a 4ª da amostra, referente à evidenciação de maiores reservas de lucros.

Diante do exposto, nota-se que esse setor é caracterizado por extremos, de modo que a amostra, em sua maioria, não é explicada por empresas que somente dispunham de reservas positivas ou negativas, ao longo dos anos analisados. Entretanto, observa-se que, de acordo com o exposto anteriormente, 56,25% das empresas da amostra evidenciaram reservas positivas em todos os anos de estudo. Dessa forma a evidenciação de reservas positivas abrangeu pouco mais da metade da amostra.

Nesse sentido, é possível analisar que em função do resultado do período bastante variável ao longo dos anos, elencado anteriormente no quadro 7, as reservas também seguem os mesmos padrões, como é o esperado, pelo fato dos lucros ou prejuízos apurados impactarem diretamente nas reservas das empresas. Entretanto o fato da maioria das empresas apresentarem reservas positivas pode ser explicado pela formação das mesmas nos períodos em que o setor estava em desenvolvimento pleno (anteriores a 2014).

4.3 Distribuição de Dividendos

Nesta seção, serão elencados o total das distribuições de dividendos e juros sobre capital próprio realizados pelas empresas nos anos de estudo. Para a verificação e confirmação desses valores, foram utilizados em todos os anos os documentos disponibilizados pelas empresas, tais como, as Notas Explicativas, Demonstrações de Fluxos de Caixa – DFC, e o documento denominado “Aviso aos acionistas”. Esse último é a notificação de remuneração do capital próprio, realizada pela empresa ao mercado, seus acionistas, e as demais partes interessadas.

No quadro seguinte, estão distribuídos o volume dos dividendos e juros sobre capital próprios pagos pelas companhias listadas na B3, participantes do setor de construção civil, referente ao período compreendido aos anos de 2014 a 2017:

Quadro 9 – Pagamento de Dividendos e Juros sobre Capital Próprio – em milhares de reais:

Nº	Nome de Pregão	Distribuição de Dividendos e JCP			
		2014	2015	2016	2017
1	Tenda	-	-	-	-
2	CR2	-	-	-	-
3	Cyrela Realt.	170.648	156.979	106.658	35.946
4	Direcional	93.331	66.877	40.000	1
5	Even	67.186	59.948	37.341	-
6	EzTec	139.172	162.652	155.445	620.757
7	Gafisa	150.042	-	17.682	-
8	Helbor	130.012	100.110	16.357	-
9	JHSF Part	25.000	-	-	-
10	MRV	140.676	171.050	156.061	282.390
11	PDG Realt	-	-	-	-
12	RNI	25.000	16.240	10.000	-
13	Rossi Resid	-	-	-	-
14	Tecnisa	84.035	36.896	28.000	-
15	Trisul	10.000	10.000	9.500	9.500
16	Viver	-	-	-	-
TOTAL		1.035.102	780.752	577.044	948.594

Fonte: Elaborado pelo Autor.

A partir do quadro anterior, é necessário ressaltar que os valores nele expostos são resultantes das somas do pagamento de dividendos e JCP que foram distribuídos aos acionistas das empresas nos anos em questão. Diante disso é preciso evidenciar que tocante ao pagamento de JCP, somente a empresa Gafisa, no ano de 2014 realizou esse tipo de remuneração. Nenhuma das outras empresas da amostra, em nenhum dos anos realizou a remuneração do capital próprio através do pagamento de JCP.

Ainda referente ao pagamento de JCP realizado pela Gafisa em 2014, esse foi no valor de R\$ 130.192 (em milhares de reais). Do montante pago pela empresa nesse mesmo ano, o JCP representou 87% de toda remuneração.

Tem-se que as empresas correspondentes aos nºs 1, 2, 11, 13 e 16, em nenhum dos anos estudados realizaram o pagamento de dividendos e JCP. Isso é justificado pelo fato dessas mesmas empresas não possuírem em nenhum desses anos reserva de lucros (conforme demonstrado no quadro 8 anteriormente) para tal distribuição.

Ainda tocante a essas empresas, é necessário expor que as empresas de nº 2, 13 e 16, além de não possuírem reservas, não apresentaram resultado positivo em nenhum dos anos analisados. De forma inversa, tem-se que as empresas nº 1 e nº 11, apresentaram resultado positivo, sendo a nº 1 nos últimos 3 anos de análise, e a nº 11 somente no último ano. Entretanto esses resultados foram consumidos para redução dos prejuízos acumulados de anos anteriores, o que inviabilizou a remuneração dos acionistas, corroborando com a exposição feita no parágrafo anterior.

Quantitativamente o ano de 2014 foi o ano que representou o maior volume de pagamentos, seguido pelos anos de 2017, 2015, e por último, 2016. Em ordem cronológica, verifica-se uma diminuição no volume de pagamentos a partir de 2014, de modo que em 2015, esse volume reduziu 24,6% em relação ao ano anterior, e em 2016 houve uma redução de 26% quando comparado a 2015 e 44,3% em relação ao volume de pagamentos de 2014.

Nesse sentido, vale expor os resultados de um estudo realizado pela Economática (2018), que assevera o ano de 2017, para as empresas listadas na B3 (de todos os setores) como o melhor ano termos de pagamento de dividendos desde 2014.

A partir disso, verifica-se que o setor da construção civil especificamente seguiu essa tendência da maioria dos setores da B3, de modo que o ano de 2017, apesar do aumento considerável no pagamento de dividendos em relação a 2015 e 2016, não superou o ano de 2014, sendo esse o melhor registro dos últimos anos.

Ainda nessa questão, o ano de 2017, se mostrou como um ano atípico, onde apenas 31,25% das empresas realizaram distribuição, porém o valor distribuído por essas aumentou 64% em relação a 2016, ano em que o dobro de empresas (62,5%) optaram por distribuir seus dividendos.

Dessa forma, é possível identificar que ao longo dos anos houve uma redução na quantidade de empresas que realizaram os pagamentos dessas remunerações. Infere-se a partir dos dados, que em 2014, essas remunerações foram realizadas por 68,75% da amostra, seguido por 56,25% em 2015, e 62,5% em 2016, enquanto que 2017 foram somente 31,25% da amostra.

Tal fato é justificado pela retração do mercado ao longo desses anos, e o impacto que essa retração causou na maioria das empresas. Corroborando com essa questão, se observa que as empresas Even, Helbor, RNI e Tecnisa, distribuíram dividendos do período

compreendido de 2014 a 2016, porém no último ano de análise não houve qualquer distribuição. Isso ocorreu devido à variação negativa no resultado líquido dessas empresas, de modo que no último ano todas evidenciaram prejuízo.

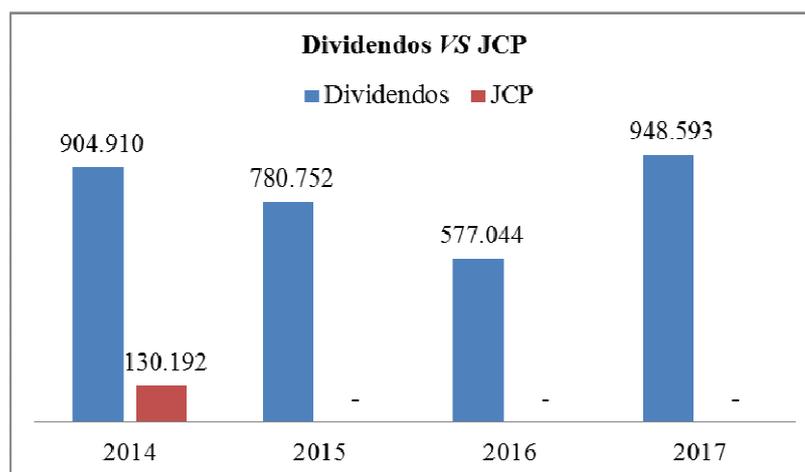
As empresas que respondem pelos n^{os} 3, 4, 6, 10 e 15, realizaram o pagamento de dividendos em todos os anos analisados. Nota-se que a Cyrela (3), e a Direcional (4), apesar das distribuições, evidenciaram prejuízo no ano de 2017, e essa distribuição só foi realizada por conta das reservas positivas que ambas as empresas mantinham.

Ainda nesse contexto, é de suma importância expor que as empresas Ez Tec (6), MRV (10) e Trisul (15), foram aquelas que de toda a amostra, exclusivamente, divulgaram lucro líquido em todos os anos. Por isso, também pagaram dividendos nesse mesmo período.

A partir de uma análise da empresa JHSF Participações (9) nota-se que a mesma remunerou seu acionista somente no ano de 2014, mesmo evidenciando lucro em sua demonstração de resultado no ano de 2014 e no ano seguinte.

Por fim, vale destacar a figura 1 a seguir, que proporcionará uma melhor visualização acerca do montante de pagamentos realizados durante os anos a título de dividendos e juros sobre capital próprio.

Figura 1 – Dividendos VS JCP – em milhares de reais:



Fonte: Elaborado pelo Autor.

A partir da figura anterior, observa-se uma preferência do setor estudado, em remunerar seu acionista por meio do dividendo, onde esse predominou em todos os anos analisados. Corroborando com o que foi exposto anteriormente, extrai-se da última figura

que os juros sobre capital próprio, se mostraram como uma alternativa de remuneração do capital apenas no primeiro ano de análise, e utilizado somente por uma única empresa da amostra.

Nesse sentido, verifica-se também a redução do volume de pagamentos a título de remuneração do capital a partir de 2014, e a retomada dessa remuneração no último ano de análise.

Em relação às empresas que mais remuneraram seu capital próprio, por meio de uma análise horizontal, é possível estruturar esses dados de maneira clara. Essa estruturação estará disposta no quadro adiante:

Quadro 10 – Percentual de remuneração do Capital Próprio por empresa:

Nº	Nome de Pregão	2014	2015	2016	2017
3	Cyrela Realt.	16,49%	20,11%	18,48%	3,79%
4	Direcional	8,99%	8,56%	6,95%	-
5	Even	6,49%	7,68%	6,47%	-
6	EzTec	13,45%	20,83%	26,94%	65,44%
7	Gafisa	14,50%	-	3,06%	-
8	Helbor	12,56%	12,82%	2,83%	-
9	JHSF Part	2,42%	-	-	-
10	MRV	13,59%	21,91%	27,04%	29,77%
12	RNI	2,42%	2,08%	1,73%	-
14	Tecnisa	8,12%	4,73%	4,85%	-
15	Trisul	0,97%	1,28%	1,65%	1,00%
TOTAL		100%	100%	100%	100%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

A partir do quadro anterior, verifica-se que as empresas que mais remuneraram seus acionistas foram as de nº 3 no ano de 2014, a de nº 10 nos anos 2015 e 2016, e a de nº 6 em 2017. Esse resultado é justificado, por serem essas as empresas que apresentaram os melhores resultados ao longo dos anos, com destaque para as empresas MRV (10), e Ez Tec (6).

Como foi exposto anteriormente nota-se de forma mais clara, que o volume de pagamentos a título de remuneração do capital ficou mais concentrado ao longo dos anos, de modo que em 2017, apenas 4 empresas foram responsáveis por toda distribuição do setor. Ainda é válido ressaltar que dessas empresas em questão, apenas 2 delas ficaram responsáveis por 95% de toda distribuição.

Nesse sentido, esse domínio de duas empresas, no ano de 2017, acerca do volume de pagamentos é plausível, pois tanto a MRV (10) quanto a Ez Tec (6) foram de toda a amostra as empresas com o melhor desempenho em relação a resultado líquido no ano em questão.

Entretanto existe uma relação inversa entre essas empresas tocante a proporção de lucro no período e volume de distribuição. Nota-se que o resultado líquido da empresa nº 10 foi 1,8 vezes maior que o resultado evidenciado pela empresa nº 6. Porém essa última remunerou seu acionista, 2,2 vezes mais do que a primeira, especificamente nesse ano.

Pela distribuição dos dados, é possível observar que as empresas que mais remuneraram seus acionistas foram as que ao longo dos anos apresentaram melhores resultados. Tal fato já era esperado, pois a distribuição de dividendos e pagamento de JCP está condicionada a existência de lucros (reservas ou do exercício).

Diante disso, verifica-se ainda, as empresas que foram mais constantes em termos de continuidade e volume de distribuição. Nesse sentido pode-se destacar a Trisul que distribuiu dividendos durante todos os anos de estudo, mantendo sempre uma constância nessas distribuições. Ademais, pode-se elencar as empresas nºs 3, 6 e 10, que também realizaram distribuições durante todos os anos, porém não foram constantes em termos de volume de distribuição.

Nota-se que a empresa nº 3, teve uma redução brusca em seu volume de pagamento no último ano, em função da variação negativa em seu resultado. Na contramão é válido destacar a empresa de nº 10 da amostra, aumentou seu volume de distribuição em 2017, porém esse aumento condiz com os aumentos de resultado que ocorreu durante o mesmo ano.

Por fim, como um resultado atípico, pelos dados anteriores, a empresa nº 6, aumentou seu volume de distribuição em 2017, em torno de 4 vezes em relação ao ano anterior. Esse aumento é bem superior ao aumento do resultado, que ficou em torno de 1,5 vezes, também em relação ao ano anterior. Essa distribuição foi possibilitada, pois a empresa mantinha reservas de lucros consideráveis.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A remuneração do capital próprio bem como a sua política de dividendos tem sido amplamente discutida no meio acadêmico, pela relevância e pela peculiaridade existente no mercado brasileiro através da figura do JCP. Dessa forma, essas nuances existentes devem ser analisadas pelas empresas minuciosamente, com o intuito de encontrar a política de dividendos mais adequada, que contemple a remuneração do acionista aliada com a redução da carga tributária.

Nos últimos anos, para o setor da construção civil, o mercado foi caracterizado por representar consecutivas retrações, dessa forma impactando diretamente nos resultados, reservas de lucros e distribuições de dividendos das empresas. Entretanto, cabe levantar o estudo realizado pela Economática (2018), onde foi verificado que as distribuições de dividendos em 2017 alcançaram maiores patamares, sendo o melhor registro desde 2014.

Diante disso, o presente estudo buscou tecer uma análise a respeito dessas distribuições de dividendos nas empresas de capital aberto, do setor de construção civil, listadas na B3, do período compreendido de 2014 a 2017.

Para a realização desse estudo, valeu-se de um referencial teórico pertinente aos segmentos de listagem que a B3 possui, aos dividendos, e aos juros sobre capital próprio, utilizando para isso, diversos estudos, todos eles com elevado rigor metodológico, e as legislações pertinentes. Além disso, para a consecução dos resultados foram utilizados os documentos disponibilizados pelas empresas estudadas, tais como as Demonstrações Contábeis, Notas Explicativas, e relatórios auxiliares.

Observa-se que o setor estudado detém uma preferência na remuneração do capital próprio por meio da distribuição de dividendos. Esse tipo de remuneração foi absoluta no setor durante o período analisado.

Nesse sentido, nota-se que o pagamento de JCP foi utilizado exclusivamente por uma única empresa, e somente no ano de 2014. Portanto, essa alternativa de remuneração do capital, no setor, e no período analisado, não se mostrou amplamente difundida.

Ao analisar o comportamento das distribuições de dividendos é possível identificar que a partir de 2014, o volume de distribuições reduziu de maneira considerável, sendo o menor registrado no ano de 2016. Observa-se que no ano de 2017 esses volumes voltaram a crescer, porém não o suficiente para superar as distribuições ocorridas no ano de 2014.

Como sugestão de trabalhos futuros, poderia optar-se em diversificar o setor de estudo, para identificar se a preferência na remuneração do capital próprio por meio do pagamento de dividendos é exclusividade do setor de construção civil. Outra possibilidade seria aumentar o período analisado, com o intuito de verificar se em períodos mais longos a tendência de remuneração encontrada no setor de construção civil permanece.

Estudos posteriores, podem ainda comparar a forma de remuneração do capital entre outros setores listados na B3, com o intuito de verificar se o pagamento de Juros sobre Capital Próprio é utilizado pelas empresas participantes desses setores como forma de remuneração do capital próprio.

Por fim, tocante aos Juros sobre Capital Próprio, sugere-se ainda analisar se existe eficiência tributária nas empresas participantes dos setores em que o pagamento de JCP é amplamente utilizado como forma de remuneração do acionista.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANJOS, L. C. M.; MONTE, P. A. **O impacto da retenção de lucros no valor de empresas listadas no IBOVESPA**. Revista de informação contábil – ISS 1982-3967, Universidade Federal de Pernambuco, Pernambuco, Vol. 7, nº 2, p. 39-50, Abr-Jun/2013.
- ARAÚJO, A. M. P.; ASSAF NETO, A. **A Contabilidade Tradicional e a Contabilidade Baseada em Valor**. Revista Contabilidade & Finanças. n. 33. p. 16-32. Set./Dez. 2003.
- ASSAF NETO A. **Curso de Administração Financeira**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- BEUREN, I. M., NASS, S., THEISS, V. & CUNHA, P. R. **Caracterização proposta para o comitê de auditoria no código de governança corporativa do Brasil e de outros países**. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade, Brasília, 7(4), 407-423, out./dez/2013.
- BLOK, M. **Compliance e Governança Corporativa**. 2. Ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2017.
- BM&FBovepa. **Segmentos de listagem**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/> Acesso em: 01 set. 2018.
- BONIZIO, R. C. **Um estudo sobre os aspectos relevantes da contabilidade e o seu uso em empresas do setor de construção civil**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2001.
- BOULTON, T. J., BRAGA ALVES, M. V., & SHASTRI, K. (2012) **Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity**. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 968-979.
- BRASIL, B. M. **Juros sobre o capital próprio: Aspectos societários e tributários**. Dissertação (Mestrado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo 2010.
- BRASIL. Decreto nº 3.000, de 26 de Março de 1999. **Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3000.htm>. Acesso em: 30 set. 2018.
- _____. Decreto nº 9.580, de 22 de Novembro de 2018. **Regulamenta a tributação, a fiscalização, a arrecadação e a administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2018/Decreto/D9580.htm#art4>. Acesso em: 24 nov. 2018.
- BRASIL, Instrução Normativa nº 1700 de 14 de Março de 2017. **Dispõe sobre a determinação e o pagamento do imposto sobre a renda e da contribuição social sobre o lucro líquido das pessoas jurídicas e disciplina o tratamento tributário da Contribuição para o PIS/Pasep e da Cofins no que se refere às alterações introduzidas pela Lei nº12.973, de 13 de maio de 2014**. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=88126#1706802>>. Acesso em: 06 out. 2018.
- BRASIL, Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. **Dispõe sobre as sociedades por ações**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 15 set. 2018.

_____, Lei nº 9.249, de 26 de Dezembro de 1995. **Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências.** Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm>. Acesso em: 06 out. 2018.

_____, Lei nº 9.718 de 27 de Novembro de 1998. **Altera a legislação tributária federal.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9718compilada.htm>. Acesso em: 27 out. 2018.

_____, Lei nº 10.303 de 31 de Outubro de 2001. **Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.** Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 15 set. 2018.

_____, Lei nº 11.977 de 7 de Julho de 2009. **Dispõe sobre o Programa Minha Casa, Minha Vida – PMCMV e a regularização fundiária de assentamentos localizados em áreas urbanas; altera o Decreto-Lei no 3.365, de 21 de junho de 1941, as Leis nos 4.380, de 21 de agosto de 1964, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 8.036, de 11 de maio de 1990, e 10.257, de 10 de julho de 2001, e a Medida Provisória no 2.197-43, de 24 de agosto de 2001; e dá outras providências.** Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/11977.htm>. Acesso em: 04 out. 2018.

BRUNI, A. L., FIRMINO, Adilson, GAMA, Alex, FAMÁ, R. **O Anúncio Da Distribuição De Dividendos E Seu Efeito Sobre Os Preços Das Ações: Um Estudo Empírico No Brasil.** In: III Congresso USP de Controladoria e Contabilidade (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo), 2003, São Paulo - SP. **Anais.** III Congresso USP de Controladoria e Contabilidade (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo) , 2003. v.1. p.1 – 20.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Deliberação CVM nº 207, de 13 de dezembro de 1996.** Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0200/deli207.pdf>> Acesso em: 27 out. 2018.

_____. **Deliberação CVM nº 683, de 30 de agosto de 2012.** Disponível em: <

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0600/deli683.pdf>> Acesso em: 27 out. 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa.** Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>> Acesso em: 29 ago. 2018.

COSTA, P. S.; SILVA, E. O Estudo Empírico sobre a Adoção dos Juros sobre os Capitais Próprios nas Empresas Brasileiras do Setor de Energia Elétrica. *In:* 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2006. **Anais.** São Paulo: USP, 2006.

ECONOMATICA. **Bons distribuidores de dividendos** – Em 2017 o volume de dividendos é o melhor desde 2014. Disponível em:

<<http://economatrica.com/estudos/data/20180420a.pdf>> Acesso em: 03 nov. 2018.

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

- FIORATI, A. R. S. **Dividendos e Juros sobre capital próprio: Sinalização de lucratividade futura?** Estudo no mercado brasileiro 1999/2004. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial), Fundação Getúlio Vargas, São Paulo 2007.
- FONSECA, J. J. S. **Metodologia da pesquisa científica**. Ceará: Universidade Estadual do Ceará, 2002.
- FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 12. Ed. revisada e ampliada. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.
- GARCIA, F; CASTELO, A. M. **Mercado Imobiliário: desempenho recente e desafios para o Brasil**. 2007.
- GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 5º Ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 12. Ed. São Paulo: Pearson, 2010.
- GRÜN, R. **Convergência das elites e inovações financeiras: a governança corporativa no Brasil**. Revista Brasileira de ciências sociais – RBCS, Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, Vol. 20, nº 58, Jun/2005.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. **Sistema nacional de pesquisa de custos e índices da construção civil – SINAPI**. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/precos-e-custos/9270-sistema-nacional-de-pesquisa-de-custos-e-indices-da-construcao-civil.html?edicao=22464&t=resultados>> Acesso em: 15 jul. 2018.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <<http://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>> Acesso em: 01 set. 2018.
- IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. **Manual de Contabilidade Societária: Aplicável a todas as Sociedades de acordo com as Normas Internacionais e do CPC**. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. FIPECAFI. 1. Ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- LAGIOIA, U. C. T. **Fundamentos do Mercado de capitais**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- LIBONATI, J. J; LAGIOIA, U. C. T; MACIEL, C. V. **Pagamento de juros sobre o capital próprio X distribuição de dividendos pela óptica tributária**. 18º Congresso brasileiro de contabilidade, Gramado, Ago/2008.
- LOSS, L.; NETO, A.S. **Política de dividendos, na prática, é importante?** Revista Contabilidade & Finanças da Universidade de São Paulo, São Paulo, Edição Comemorativa, p.39-53, out. 2003.
- MAGALHÃES, R. L. D. R.; PINHEIRO, L. E. T.; LAMOUNIER, W. M. Fatores que favorecem a compreensão da extensão da divulgação sobre partes relacionadas – estudo nas companhias listadas no novo mercado da BM&FBovespa. Sociedade, Contabilidade e Gestão, v. 6, n. 3, p. 22-37, 2011.
- MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. **Governança Corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA**. Revista de contabilidade financeira, Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, Edição comemorativa, p. 65-79, Set/2006.

- MALAQUIAS, R. F; GIACHERO, O. S; COSTA, B. E; LEMES, S. **Juros sobre capital próprio: Uma análise envolvendo a empresa pagadora e o acionista recebedor.** Congresso UNB, Brasília, Jul-Dez/2007.
- MARCELLI, R. **Gerenciamento de resultados em companhias brasileiras do setor da construção civil.** Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade), Faculdade Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo, 2013.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F.; **Dividend Policy.** Growth, and the Valuation of Shares. The Journal of Business, v.34, p.411-433, out.1961 in VAN HORNE.
- MONTEIRO FILHA, D. C; COSTA, A. C. R; FALEIROS, J. P. M; NUNES, B. F. **Construção civil no Brasil: Investimentos e desafios.** Perspectivas do Investimento 2010-2013, 2013.
- MOREIRAS, L. M. F; FILHO, E. T; GARCIA, F. G. **Dividendos e informação assimétrica: Análise do Novo Mercado.** Revista de administração São Paulo, Vol. 47, nº 4, p. 671-682, Out-Nov-Dez/2012.
- MOTA, D. C. **Dividendos, Juros sobre capital próprio e recompra de ações: Um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil.** Dissertação (Mestrado em Administração de empresas), Fundação Getúlio Vargas, São Paulo 2007.
- NEVES, S.; VICECONTI, P. E. V. **Curso Prático de Imposto de Renda Pessoa Jurídica e tributos conexos: (CSLL, PIS e COFINS).** 10. ed. São Paulo: Frase Editora, 2003.
- PAIVA, J. W. M; LIMA, A. V. **A influência da tributação e dos juros sobre capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras.** Rio de Janeiro, 2001.
- PASUCH, D. F. **Política de Dividendos e tributação no Brasil.** Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos, São Leopoldo 2006.
- PEIXE, F. C. D. **Novo Mercado: Obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de Governança Corporativa.** Dissertação (Mestrado em Administração), Universidade de São Paulo – USP, São Paulo 2003.
- PEREIRA, C. A.; OLIVEIRA, A. B. S. **Avaliação de Resultados e Desempenhos.** In: CATELLI, A. (Coord.) Controladoria: uma abordagem da gestão econômica – Gecon. 2. ed. Sao Paulo: Atlas, 2006. Cap. 14.
- PETRI, S. M.; VERAS, S. S; VERAS, V.; ROSA, P. A. **Juros sobre Capital Próprio – Estratégia de redução de tributos sobre o lucro das empresas do setor elétrico da BM&FBOVESPA.** Revista Eletrônica do Alto Vale do Itajaí. V. 2. Santa Catarina 2013.
- PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas.** 1. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- PROCIANOY, J. L. **Dividendos e tributação: o que ocorreu após 1988-1989.** Revista de Administração, São Paulo, v. 31, n. 2, abril/junho 1996.
- PROCIANOY, J. L; VERDI, R. S. **Adesão aos novos mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – Determinantes e Consequências.** Revista Brasileira de Finanças, São Paulo 2009, Vol. 7, 2009.
- RECEITA FEDERAL DO BRASIL – RFB. **Carga tributária bruta atingiu 32,38% do PIB em 2016.** Disponível em: <
<http://idg.receita.fazenda.gov.br/noticias/ascom/2017/dezembro/carga-tributaria-bruta-atingiu-32-38-do-pib-em-2016>> Acesso em: 25 ago. 2018.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2002.

SANTA, S. L. B.; PADILHA, G. O; PETRI, S. M; PFITSCHER, E. D. **Como a contabilidade pode auxiliar o setor da construção civil em períodos de crise?**. XXIV Congresso Brasileiro de Custos. Florianópolis, 2017.

SANTOS, A. **Quem Esta Pagando Juros Sobre o Capital Próprio no Brasil?** Revista Contabilidade & Finanças. v. 18 n. spe, p. 33-44. Jun. 2007.

SANTOS, J. L.; SCHMIDT, P.. **Contabilidade Societária**- atualizado pela Lei nº 10.303/01. São Paulo: Atlas, 2002.

_____. **Contabilidade Societária**: Atualizada pela lei nº 12.973/14 e pelas normas do CPC até o documento de revisão de pronunciamentos técnicos nº 03/2013. 5. Ed. São Paulo: Atlas, 2015.

SANTOS, L. M. S., ARAÚJO, R. A. M., & LEITE, P. A. M., FILHO. **Divulgação voluntária e o valor de mercado: um estudo nas empresas brasileiras de construção civil listadas na BM&FBovespa**. Anais do Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós- Graduação em Ciências Contábeis, 2016.

SANTOS, L. O; PETRI, S. M; FERREIRA, L. F. **Juros sobre capital próprio**: Um estudo da economia tributária nas empresas do setor siderúrgico listadas na BMF&Bovespa. Congresso de controladoria e finanças & iniciação científica em contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Santa Catarina, 2012.

SCRAMIN, M. A. M., OLIVEIRA, A.B.S., SANTOS, F.A., & PETERS, M.R.S. **Adoção do IFRS e CPCs no reconhecimento da receita e despesa em empresas de construção civil do ramo imobiliário**: efeitos na qualidade das informações contábeis. Revista Inovação Tecnológica, 2013.

SILVA, A. P. B.; FRANCISCO, J. R. S.. **Análise dos Fatores determinantes da Estrutura de Capital das Empresas do Setor de Construção Civil listadas na BM&FBovespa em uma abordagem durante e após a crise imobiliária do 2008**. Enfoque, v. 35, p. 17-34, 2016.

SOUZA, M. A.; MELLO, Eliane. **Análise da Cadeia de Valor**: Um Estudo no âmbito da Gestão Estratégica de Custos de Empresas da Construção Civil da Grande Porto Alegre. Revista Contemporânea de Contabilidade (UFSC), v. 8, p. 11-40, 2011.

TOMAZZETE, M. **Curso de direito empresarial**: Teoria geral e direito societário. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2009

TRIVIÑOS, A. N. S. **Introdução a Pesquisa em Ciências Sociais**: a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: Atlas, 2007.

ULHOA, F. U. **Manual de Direito Comercial**. 23. Ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

ZANI, J; NESS JR. W. L. **Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento**. VII Congresso brasileiro de custos, Recife, Ago/2000.