

# Quais podem ser os reflexos da contabilização de juros sobre o capital próprio na riqueza do acionista?

**Rodrigo Fernandes Malaquias**

**Oswaldo Sílvio Giachero**

**Brener Elias da Costa**

**Sirlei Lemes**

## **Resumo:**

*A função fundamental do administrador financeiro de uma empresa é a maximização da riqueza do acionista. Com a evolução da função financeira, desde a década de 1950, foram desenvolvidos vários trabalhos e modelos visando o atendimento deste objetivo. No Brasil, a partir da aprovação da Lei 9.249/95, tornou-se possível a contabilização de Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP) aos acionistas e sua dedução como despesa financeira para fins fiscais. Como a forma de tributação incidente sobre esta opção de remuneração se difere de pessoas físicas para pessoas jurídicas, este trabalho tem por objetivo identificar quais podem ser os reflexos da contabilização de JSCP na riqueza do acionista, demonstrando como se pode utilizar o JSCP para aumento da riqueza dos acionistas. Para tanto, realizou-se um estudo descritivo, analisando-se documentos indiretos da empresa selecionada. Esta empresa faz parte do setor de Telecomunicações, que contabilizou o maior montante de JSCP no ano de 2006. Como considerações finais têm-se que o JSCP pode ser utilizado para a maximização da riqueza do acionista em virtude da economia de impostos, no entanto, com algumas particularidades, esta vantagem pode deixar de existir em razão do tipo de acionista recebedor, se pessoa física ou jurídica.*

**Área temática:** *Gestão Estratégica de Custos*

## **Quais podem ser os reflexos da contabilização de juros sobre o capital próprio na riqueza do acionista?**

**Rodrigo Fernandes Malaquias** (UFU) – rodrigofmalaquias@yahoo.com.br

**Oswaldo Sílvio Giachero** (UFU) – osgiachero@gmail.com

**Brener Elias da Costa** (UFU) – brenere@gmail.com

**Sirlei Lemes** (UFU) – sirleemes@uol.com.br

### **Resumo**

A função fundamental do administrador financeiro de uma empresa é a maximização da riqueza do acionista. Com a evolução da função financeira, desde a década de 1950, foram desenvolvidos vários trabalhos e modelos visando o atendimento deste objetivo. No Brasil, a partir da aprovação da Lei 9.249/95, tornou-se possível a contabilização de Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP) aos acionistas e sua dedução como despesa financeira para fins fiscais. Como a forma de tributação incidente sobre esta opção de remuneração se difere de pessoas físicas para pessoas jurídicas, este trabalho tem por objetivo identificar quais podem ser os reflexos da contabilização de JSCP na riqueza do acionista, demonstrando como se pode utilizar o JSCP para aumento da riqueza dos acionistas. Para tanto, realizou-se um estudo descritivo, analisando-se documentos indiretos da empresa selecionada. Esta empresa faz parte do setor de Telecomunicações, que contabilizou o maior montante de JSCP no ano de 2006. Como considerações finais têm-se que o JSCP pode ser utilizado para a maximização da riqueza do acionista em virtude da economia de impostos, no entanto, com algumas particularidades, esta vantagem pode deixar de existir em razão do tipo de acionista recebedor, se pessoa física ou jurídica.

Palavras-chave: Lei 9.249/95. Juros Sobre o Capital Próprio. Geração de Riqueza.

Área Temática: Gestão estratégica de custos.

### **1 Introdução**

A função financeira nas empresas vem se desenvolvendo com um marco central na década de 50. Desde então, o papel fundamental do administrador financeiro tem sido a maximização da riqueza do acionista, apesar de este fato já ter sido tratado por pesquisadores de outras áreas, com fundamentos científicos datados dentro do século XVIII. Para esta maximização, pode-se trabalhar, por exemplo, com a formação de uma carteira de ativos livre de riscos. Para a remuneração dos acionistas com a riqueza gerada pela empresa, o administrador financeiro pode distribuir dividendos e, no Brasil, também pode efetuar o pagamento de JSCP.

A contabilização de JSCP, desde a aprovação da Lei 9.249/95, pode ser deduzida como despesa financeira para fins tributários. Este fato pode indicar economia tributária para a empresa, que implica no aumento de sua riqueza gerada. No entanto, dependendo do acionista que receber tal remuneração, se pessoa física ou jurídica, esta forma de remuneração pode acarretar um ônus tributário ao se analisar o conjunto empresa e acionista. O objetivo desta pesquisa é investigar, a partir de simulações baseadas em um caso real de uma empresa que negocia ações na bolsa de valores, como a contabilização de JSCP pode implicar em aumento na riqueza do acionista.

Este trabalho se encontra dividido em cinco partes, incluindo esta. Na segunda parte, tem-se uma contextualização sobre a função financeira e a riqueza dos acionistas, juntamente com uma fundamentação teórica sobre JSCP. Na terceira seção apresentam-se os aspectos metodológicos adotados para o trabalho, tal como suas limitações. Na quarta parte encontra-se o desenvolvimento mesclado com a análise dos resultados e, no último tópico, são tecidas as considerações finais.

## **2 Contextualização e Fundamentação Teórica**

A função fundamental do administrador financeiro de uma empresa consiste na maximização da riqueza gerada para o acionista. Para esta maximização, dentre as decisões que o administrador pode tomar periodicamente, se encontra a que está relacionada com a distribuição ou não de JSCP. Ao mesmo tempo em que esta distribuição gera economia tributária para a empresa, pode onerar seu acionista recebedor com um maior pagamento de impostos. Com o intuito de desenvolver um referencial teórico, este tópico se decompõe em duas partes. A primeira descreve rapidamente a evolução de conceitos relacionados com a riqueza do acionista em finanças. A segunda parte trata especificamente da remuneração sobre o capital próprio, trazendo suas definições pertinentes.

### **2.1 Aspectos ligados à riqueza do acionista**

A função financeira, desde o início do século XX até os dias atuais, vem sofrendo alterações e implementações, tendo como consideração básica a maximização da riqueza do acionista. Dimson e Mussavian (1999) trazem que desde o ano de 1738 estava claro que as pessoas preferiam aumentar suas riquezas e também diminuir o risco associado ao ganho potencial. Esta teoria foi tratada no trabalho de Bernoulli, publicado em latim em 1738 e traduzido para o alemão em 1896. Uma versão em inglês só se tornou acessível em 1950, onde, até então, sua teoria era utilizada por matemáticos, pesquisadores de lógica e economistas. Bernoulli coloca também que a determinação do valor de um item não se baseia no seu preço, mas particularmente na utilidade de seus rendimentos.

Pode-se analisar também a riqueza potencial a ser gerada para o acionista de acordo com a teoria da utilidade. A ótima decisão de investimento maximiza a satisfação esperada, podendo ser quantificada pela utilidade gerada ao investidor. A decisão de investimento representa-se pela definição de quanto se consumir agora e quanto deixar para ser consumido posteriormente. De acordo com Luenberger (1998), definida uma função de utilidade para o investidor, todas as combinações de alternativas em níveis aleatórios de riqueza são classificadas pela avaliação de seus valores de utilidade esperados. Comparando-se estes valores, os que apresentarem maior utilidade são escolhidos, de acordo com as limitações de recursos do investidor.

Segundo Merton (1997), de 1900 a 1950 a teoria de finanças se apresentava como uma disciplina descritiva, com foco em assuntos institucionais e legais. O marco central na evolução da teoria financeira dá-se na década de 50. De acordo com Smith (1990), nesta década a literatura financeira considerava apenas teorias e detalhes institucionais juntamente com pequenas análises sistemáticas. As mudanças implementadas a partir desta época vêm a contribuir com o desenvolvimento do mercado que se utiliza desta função. Com o surgimento de novos conceitos e a demonstração de suas aplicações, torna-se possível fornecer aos investidores financeiros informações mais precisas para fundamentar suas tomadas de decisão, seja com base no cálculo do valor da empresa, em formas para redução de custos e despesas ou na formação de uma carteira de portfólio livre de riscos.

Em 1952 foi apresentada a teoria do portfólio por Markowitz, dando uma concepção na diversificação da carteira de ações de investidores. Famá e Galdão (1996) descrevem que

“Markowitz liquidou as concepções ingênuas de diversificação, segundo as quais bastava colocar os ovos em várias cestas diferentes e quanto maior o número de cestos, maior a segurança”. Markowitz mostra que se os recursos forem aplicados em ativos diferentes onde os mesmos apresentem alto grau de correlação, na verdade os vários cestos imaginários não passam de um único cesto. O grau de correlação, medido pelo coeficiente de correlação, mostra como os itens que compõem uma carteira variam uns em relação aos outros.

Modigliani e Miller, em 1958, publicaram um artigo relacionado à avaliação de empresas onde, considerando a existência de um mercado perfeito, afirmam que “o valor de mercado para qualquer firma é independente de sua estrutura de capital” (MODIGLIANI e MILLER, 1958, p. 132). Mensurando-se o valor da empresa, pode-se mensurar também a riqueza que a mesma está gerando. Isto indica o tratamento dado à riqueza do acionista, tanto por Markowitz, com redução de riscos de perda com a diversificação dos investimentos, quanto por Modigliani e Miller, propondo maneiras para evidenciação da riqueza gerada quando se avalia a empresa.

No entanto, as despesas financeiras provenientes da utilização de capital de terceiros, que geram despesas financeiras, podem ser utilizadas para dedução no resultado do exercício, implicando em economia de impostos. Este benefício fiscal provocou a correção no trabalho de Modigliani e Miller (1958), que publicaram um novo artigo em 1963. A proposição I dos citados autores, e sua prova, têm sido aceitas na teoria econômica, mas sua significância empírica em sua esfera original de finanças corporativas é pouco clara (MILLER, 1988, p.130). É necessário dizer que há vantagens na utilização de financiamentos, com a dedução da despesa financeira para o pagamento de impostos, mas isto não significa necessariamente que as empresas devem buscar o tempo todo se utilizar do máximo possível de capitais onerosos em sua estrutura de capital (MODIGLIANI E MILLER, 1963, p. 201).

A função fundamental do administrador financeiro de uma empresa é a maximização do valor presente da riqueza do acionista. Para a obtenção da riqueza dos acionistas no momento inicial de consumo, pode-se utilizar a técnica do fluxo de caixa descontado. Os valores a serem descontados deverão ser os do fluxo de caixa, e não os do resultado contábil apresentado pela empresa (COPELAND e WESTON, 1988). Para o aumento de sua riqueza, investidores buscarão fazer investimentos em empresas que demonstrem a geração de valor agregado. Os meios para a verificação do risco da inclusão de tal investimento na carteira de portfólio e o cálculo do seu valor, como já apresentado, podem ser encontrados em Markowitz (1952), Modigliani e Miller (1958, 1963) e Copeland e Weston (1988). Para distribuir resultados obtidos pela empresa aos acionistas, o administrador financeiro pode utilizar dividendos ou, ainda, no Brasil, valer-se da remuneração sobre o capital próprio. Esta remuneração é conhecida como Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP).

## **2.2 Juros Sobre o Capital Próprio**

Em 1957 foi aprovado o decreto nº 41.019 (BRASIL, 1957) que implementa a figura da remuneração sobre o capital próprio na legislação do setor de energia elétrica. A permissão do pagamento de JSCP aos acionistas de empresas do setor de energia elétrica tinha por objetivo tornar investimentos de longa maturação mais atraentes. Fazendo desta forma, os investidores poderiam obter retorno sobre o capital investido antes do início das operações da empresa na qual investiram.

Este benefício foi ampliado para outros setores da economia e com o surgimento da Lei 6.404, em 1976, generalizou-se sua possibilidade de utilização, sendo neste momento contabilizado no ativo diferido. O ativo diferido constitui-se das “aplicações de recursos em despesas que contribuirão para a formação do resultado de mais de um exercício social,

inclusive os juros pagos ou creditados aos acionistas durante o período que anteceder o início das operações sociais” (BRASIL, 1976).

Em 1995, foi sancionada a Lei 9.249 que declarou a extinção da correção monetária dos balanços para fins fiscais. No entanto, a corrosão monetária encontrava-se ainda elevada para desprezar as correções contábeis, pois

do ponto de vista do controle inflacionário, pode-se constatar que, mesmo com a drástica redução dos índices de inflação da economia brasileira, proporcionada com a implantação do Plano Real, os níveis de preços continuaram a aumentar. A inflação oficial não reconhecida nas demonstrações contábeis, no período de 1996 a 2004, acumulou 79% (GUERREIRO e SANTOS, 2006, p. 13).

Esta mesma Lei apresenta em seu artigo 9º a possibilidade de se deduzir, para fins de apuração da base de cálculo do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ), o JSCP pago ou creditado aos acionistas. Em 1996 é revogado o parágrafo 10 do artigo 9º da citada Lei, passando a referida forma de remuneração a ser dedutível também da base de cálculo da Contribuição Social Sobre o Lucro (CSSL). No entanto, para que a empresa distribua tal remuneração, devem ser observadas suas disponibilidades em caixa. De acordo com Scherr (1989), devido à natureza imperfeita apresentada pelo mercado e às situações de produção onde as empresas estão inseridas, estas devem apresentar uma combinação entre caixa e investimentos de alta liquidez, para que a empresa não apresente problemas com o seu capital de giro.

Ainda segundo a Lei 9.249/95, existem dois limites para a dedução do JSCP como despesa financeira, podendo ser adotado somente o menor deles. O primeiro é determinado pela variação *pro rata* dia da TJLP sobre o total do Patrimônio Líquido (PL), excluindo-se deste o resultado líquido do período analisado. O segundo é dado pelo maior valor entre 50% do lucro acumulado mais reservas de lucro, ou 50% do lucro líquido do exercício. Vale ressaltar que a empresa pode contabilizar um montante maior que todos estes limites a título de JSCP, no entanto, somente poderá ser deduzido como despesa financeira o valor que obedecer a tais restrições legais.

Conforme pode ser conferido em Neves e Viceconti (2004), esta forma de remuneração constituirá benefício dependendo da pessoa que a receber. Quando a empresa credita ou paga o JSCP, deve calcular o Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF), a uma alíquota de 15%. O receptor deste benefício, se pessoa jurídica isenta de impostos ou pessoa física, deverá considerar o IRRF como tributação definitiva. Se pessoa jurídica tributada com base no lucro real, o IRRF será considerado como antecipação do imposto devido, e o JSCP deverá ser registrado como receita financeira, integrando a base de cálculo para IRPJ, CSSL, Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS). Ainda com relação ao recebedor, se este for tributado pelo lucro presumido ou arbitrado, o JSCP integrará a base de cálculo do IRPJ, onde o IRRF sobre juros será considerado como antecipação do imposto devido no período de apuração.

A Comissão de Valores Mobiliários (1996), considera o pagamento de JSCP como distribuição de lucros, e não como despesa financeira. Sendo assim, por meio da deliberação 207/96 ela determina que as companhias abertas registrem o valor líquido dos JSCP na conta de lucros acumulados, sem afetar o resultado do exercício, sendo utilizada apenas para dedução do IRPJ. Este procedimento consiste na reversão do JSCP após a apuração do lucro líquido, repondo o valor da despesa financeira considerada no demonstrativo de resultados.

Condição particular ocorre quando a empresa creditar o JSCP aos acionistas e, posteriormente, ao efetuar o pagamento, remunerar também os juros pelo tempo em que deteve os recursos em seu poder. Neste caso estará incorrendo no pagamento de juros sobre JSCP, onde esta remuneração financeira adicional será equiparada a uma aplicação financeira de renda fixa. Sobre este valor adicional incidirá IRRF a uma alíquota de 20%. Não se deve confundir as duas alíquotas de IRRF, pois uma refere-se ao imposto sobre o montante de

JSCP contabilizado e distribuído aos acionistas (alíquota de 15%). A outra se refere ao pagamento de uma remuneração financeira adicional sobre o JSCP contabilizado (alíquota de 20%).

A utilização deste benefício permite um tratamento fiscal do custo de oportunidade do capital próprio da empresa, conceito este advindo da teoria econômica. Segundo Troster e Mochón (1999) e Vasconcelos e Garcia (2000), o custo de oportunidade representa-se pela perda de capacidade de produção de um bem A em prol do aumento da capacidade de produção de um bem B. Trazendo-se este conceito para a área de investimentos, Neves (1982) trata tal custo como a taxa de juros que a empresa pode obter em aplicações de capital externas e a ela acessíveis. Tem-se então que o investimento na empresa se mostrará atraente se este conseguir remunerar seus detentores de capital próprio a uma taxa que, no mínimo, deve ser equivalente à oferecida pelo custo de oportunidade do capital investido.

Guerreiro e Santos (2006) realizaram um estudo nas publicações de aproximadamente 3.000 empresas que atuam em todas as áreas do território nacional. Dentre as que se enquadraram em características pré-estabelecidas, aproximadamente 40% têm utilizado a alternativa de pagamento ou crédito de JSCP. Observaram ainda que esta distribuição acontece de forma homogênea entre indústrias, comércio e prestação de serviço. O grande desequilíbrio no pagamento de JSCP ocorre entre empresas com e sem ações na bolsa de valores, revelando ser mais usual em empresas com ações na bolsa.

### **3 Metodologia**

Quanto ao tipo de pesquisa, para este trabalho foi adotado o estudo descritivo, que, de acordo com Selltiz *et al* (1975), Triviños (1987, p.110), Santos (2002, p. 27) e Andrade (2004, p. 19), apresenta as características de uma determinada situação, sem que o pesquisador nela interfira, permitindo sua observação, registro, análise, classificação e interpretação. A adoção do estudo descritivo justifica-se pela intenção de buscar informações a respeito da remuneração JSCP e demonstrar como dela se pode utilizar para o aumento da riqueza do acionista. Estes reflexos na riqueza dos acionistas são analisados a partir da comparação de duas situações. Em uma delas, calcula-se o montante de impostos que deveria ser pago quando há a contabilização de JSCP. Na outra, qual o montante quando não há tal contabilização. Estas comparações são realizadas com base nos demonstrativos de uma empresa listada na Bolsa de Valores de São Paulo, cujos critérios de seleção serão descritos a seguir.

As técnicas de pesquisa “acham-se relacionadas com a coleta de dados, ou seja, com a parte prática da pesquisa” (ANDRADE, 2004, p. 30). Os dados necessários para a realização deste estudo foram obtidos por meio da técnica de documentação indireta, ou seja, a empresa analisada não foi contatada pessoalmente em momento algum. A documentação indireta fundamenta-se no levantamento de documentos que ainda não foram utilizados para a realização de pesquisas, sendo dados de primeira mão.

Como já dito anteriormente, de acordo com Guerreiro e Santos (2006), o pagamento de JSCP é mais usual nas empresas com ações listadas em bolsa, o que serviu de motivo para análise restringir-se a empresas com tal característica. Escolheu-se o exercício de 2006 por apresentar os dados mais recentes disponíveis. Neste exercício, ao realizar-se uma análise vertical sobre os valores contabilizados de JSCP, o setor que apresentou maior percentual foi o de telecomunicações. Deste setor selecionaram-se todas as empresas que contabilizaram JSCP. Destas, escolheu-se uma, a Brasil Telecomunicações S.A., que apresentava maior concentração de ações ordinárias em poder de um único acionista, sendo este acionista a empresa Brasil Telecom. Participações S.A.. Tanto o percentual de participação nas ações ordinárias quanto o percentual de participação nas ações totais foram obtidos junto ao Banco

de Dados Econômica. Para a realização da comparação descrita no início deste tópico, fizeram-se necessárias duas simulações:

- cálculo do montante de impostos a ser pago pelo conjunto composto pela empresa pagadora e o acionista recebedor da remuneração, caso não houvesse a contabilização de JSCP;
- cálculo do montante de impostos a ser pago pelo citado conjunto, caso o acionista recebedor fosse pessoa física.

Para a realização das referidas simulações, fez-se necessário o conhecimento da base de cálculo tributável do resultado do exercício, utilizado para a previsão do IRPJ e CSSL. Esta base de cálculo não se apresenta nos demonstrativos públicos da empresa, se encontrando no Livro de Apuração do Lucro Real (LALUR), onde foi necessária sua apuração matemática. Conhecidas as alíquotas de tributação às quais a empresa está sujeita, o valor dos impostos e o lucro líquido do exercício, é possível calcular o ajuste utilizado no LALUR para se chegar à base de cálculo tributável. Para isso, utiliza-se das equações matemáticas descritas a seguir. Com a utilização da equação 1, torna-se possível, a partir do valor dos impostos e alíquotas, descobrir-se qual foi a base de cálculo tributável apresentada pela empresa.

$$IM = A_1 \times BC + A_2 \times (BC - 240.000) \quad (1)$$

Onde,

- *IM*: valor do imposto efetivamente pago pela empresa;
- *A<sub>1</sub>*: alíquota padrão de IRPJ (15%) + alíquota padrão de CSSL (9%);
- *BC*: lucro ajustado no LALUR, que serve de base de cálculo para os impostos;
- *A<sub>2</sub>*: alíquota padrão adicional de IRPJ (10%), aplicada somente à base de cálculo que exceder o limite de R\$ 240.000,00 por ano.

De posse do valor da base de cálculo apresentada no LALUR, torna-se possível encontrar o ajuste aplicado sobre o lucro presente nos demonstrativos publicados. Tem-se que, somando-se o Lucro Antes do Imposto de Renda (LAIR) ao ajuste utilizado, encontra-se a base de cálculo. Trocando-se o LAIR de lado na igualdade, obtém-se a equação 2, apresentada a seguir. Com a utilização das equações 1 e 2 torna-se possível o conhecimento do ajuste utilizado pela empresa.

$$AJ = BC - LAIR \quad (2)$$

Onde,

- *AJ*: ajuste utilizado para se converter o LAIR na base de cálculo tributável;
- *LAIR*: lucro antes do IRPJ, valor que aparece nos demonstrativos públicos e que não apresenta os ajustes efetuados no LALUR.

Por não se conhecer todos os acionistas da empresa estudada, a análise restringe-se ao acionista majoritário da mesma. Em outras palavras, não se obtém uma conclusão sobre o reflexo tributário do montante total de JSCP distribuído, seja na situação real ou na simulação, sendo este um limite da presente pesquisa. Ressalta-se que em nenhum momento alguma das empresas analisadas foi diretamente consultada; toda a documentação foi obtida por meio de dados publicamente disponíveis.

#### 4 Desenvolvimento

Para a seleção do setor que mais contabilizou JSCP, como abordado na metodologia deste trabalho, fez-se uma classificação dentro do Banco de Dados Econômica, que relacionou as empresas listadas na Bovespa, por setor, quanto ao total de contabilização de JSCP no ano de 2006. Conforme pode ser verificado na Tabela 1, foi realizada uma análise vertical sobre os valores de JSCP e os mesmos foram descritos em ordem decrescente. Detectou-se que o setor que apresentou a maior contabilização foi o de telecomunicações, destacando 40,08% do total de JSCP pago no ano.

Selecionou-se então o setor de telecomunicações para a realização do trabalho. A partir deste momento, buscou-se a empresa que apresentava o maior controle acionário votante em poder de um único acionista, resultando na empresa Brasil Telecomunicações S.A., que apresenta 99% de suas ações ordinárias em poder da Brasil Telecom. Participações S.A., onde esta detêm mais de 65% das ações totais de sua controlada. Estes dados foram obtidos por consultas no Banco de Dados Econômica.

Tabela 1 – Classificação quanto a contabilização de JSCP por setor

<b>Setor da Economia</b>	<b>Núm. de Empresas</b>	<b>JSCP (R\$ mil)</b>	<b>% do Total</b>
Telecomunicações	20	1.656.471	40,08
Energia Elétrica	40	1.030.269	24,93
Outros	67	344.481	8,34
Veículos e peças	17	323.871	7,84
Papel e Celulose	7	318.000	7,70
Transporte e Serviços	14	140.798	3,41
Química	17	110.249	2,67
Máquinas Industriais	5	42.887	1,04
Comércio	14	41.400	1,00
Siderurgia e Metalurgia	32	36.907	0,89
Construção	25	32.000	0,77
Petróleo e Gás	8	27.847	0,67
Minerais não Metálicos	4	20.659	0,50
Eletroeletrônicos	9	3.320	0,08
Alimentos e Bebidas	22	3.214	0,08
Agro e Pesca	3	112	0,00
Finanças e Seguros	34	0	0,00
Têxtil	27	0	0,00
Mineração	6	0	0,00
Fundos	3	0	0,00
Software e Dados	3	0	0,00
<b>Total</b>	<b>377</b>	<b>4.132.485</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Banco de Dados Econômica, com exceção dos cálculos percentuais.

Quanto ao cálculo do ajuste utilizado pelas empresas analisadas, na Tabela 2 encontram-se os valores obtidos aplicando-se a equação 1, apresentada na metodologia. Ainda na referida tabela, demonstra-se como se apurou o ajuste utilizado pela empresa no LALUR, calculado com base no exposto pela equação 2, também descrita na metodologia deste

trabalho. O valor do ajuste é essencial para a apuração do imposto que seria devido quando se realiza a simulação.

Tabela 2 – Demonstração dos valores obtidos no cálculo do ajuste utilizado no LALUR

<b>Empresa</b>	<b>Imposto Pago (R\$ mil)</b>	<b>Alíquota 1</b>	<b>Alíquota 2</b>	<b>Base de Cálculo (R\$ mil)</b>	<b>LAIR (R\$ mil)</b>	<b>Ajuste (R\$ mil)</b>
Brasil S.A.	95.035	24,00%	10,00%	279.585	175.604	103.981

Fonte: Banco de Dados Econômica (Imposto Pago e LAIR).

Além do ajuste utilizado no LALUR é necessário o conhecimento do valor do JSCP a ser contabilizado, de acordo com os limites legais. A Brasil Telecomunicações S.A. já tem este valor determinado, sendo apresentado pelo montante distribuído como JSCP. Parte-se então para os cálculos das simulações. Conforme pode ser conferido no Quadro 1, foi-se realizada a simulação do que ocorreria, em termos de dispêndio tributário, caso a empresa selecionada não tivesse distribuído JSCP. O acionista majoritário da empresa analisada apresenta-se por pessoa jurídica que, no exercício de 2006, apresentou lucro. Desta forma, ao receber JSCP, esta remuneração é contabilizada como receita financeira, incidindo sobre a mesma PIS e COFINS. Não obstante, esta receita financeira integrará a base de cálculo para o IRPJ e CSSL. As alíquotas dos impostos, bem como a apuração dos mesmos, estão descritos no referido Quadro 1.

<b>Situação Real (R\$ mil)</b>		<b>Simulação da Não Contabilização (R\$ mil)</b>	
Pessoa Jurídica Pagadora		Pessoa Jurídica Pagadora	
Lucro Antes do JSCP	524.504	Lucro Antes do JSCP	524.504
JSCP	(348.900)	JSCP	0
Lucro Depois JSCP	175.604	Lucro Depois JSCP	524.504
Ajuste (LALUR)	103.981	Ajuste (LALUR)	103.981
Base de Cálculo para Impostos	279.585	Base de Cálculo para Impostos	628.485
IRPJ + CSSL	(95.035)	IRPJ + CSSL	(213.661)
<hr/>		<hr/>	
Acionista Recebedor - Pessoa Jur. (proporcional)		Acionista Recebedor - Pessoa Jur. (proporcional)	
Percentual Maior Acionista	65,65%	Percentual Maior Acionista	65,65%
Imposto Prop. (para comparação)	(62.390)	Imposto Prop. (para comparação)	(140.268)
JSCP Proporcional	229.053	JSCP Proporcional	0
IRPJ - 25%	(57.263)	IRPJ - 25%	0
CSSL - 9%	(20.615)	CSSL - 9%	0
PIS - 1,65%	(3.779)	PIS - 1,65%	0
COFINS - 3%	(6.872)	COFINS - 3%	0
JSCP Líquido	140.524	JSCP Líquido	0
<hr/>		<hr/>	
Somatório dos Impostos sobre JSCP (proporcional)		Somatório dos Impostos sobre JSCP (proporcional)	
Acionista Recebedor	88.529	Acionista Recebedor	0
Acion. Recebedor + Emp. Pagadora	150.919	Acion. Recebedor + Emp. Pagadora	140.268
<hr/>		<hr/>	
Diferença entre Situação Real e Simulada			
Total de Impostos com JSCP	150.919		
Total de Impostos sem JSCP	140.268		
Diferença (com JSCP - sem JSCP)	10.651		

Fonte: Banco de Dados Econômica (Lucro Depois JSCP e JSCP).

Quadro 1 – Situação real e simulação da não contabilização de JSCP

No Quadro 1, na situação real, com os valores conhecidos e retirados do balanço patrimonial, determinou-se o lucro antes do JSCP. Conhecendo-se o valor dos impostos pagos, tornou-se possível o cálculo dos ajustes, conforme demonstrado anteriormente. Para a análise da controladora, a Brasil Telecom. Participações S.A., que detém 65,65% das ações totais da Brasil Telecomunicações S.A., calculou-se a parte proporcional de JSCP que lhe cabe. Da mesma forma, torna-se possível uma análise do conjunto, procedendo-se à apuração proporcional do imposto calculado para a controlada. Ou seja, 65,65% do total de impostos devidos pela controlada (R\$ 95.035 mil) equivalem a R\$ 62.390 mil, valor que serve de base para a análise do conjunto controlada e controladora. Sem esta proporção, não se mostra viável o relacionamento entre o imposto da controladora que recebe parte do JSCP e o imposto total calculado para a controlada.

Quando a controladora contabilizar a parcela recebida, calculada com o valor de R\$ 229.053 mil, incidirão sobre a referida parcela IRPJ, CSSL, PIS e COFINS, tal como demonstrado no Quadro 1, restando-lhe um JSCP líquido de R\$ 140.524 mil. O total de impostos previstos a serem pagos pela controladora é de R\$ 88.529 mil, que, somados aos impostos pagos pela controlada, R\$ 62.390 mil, proporcionais à sua participação acionária, totalizam R\$ 150.919 mil.

Para a situação simulada de não contabilização de JSCP, descrita na coluna direita do Quadro 1, o mesmo procedimento é realizado, considerando apenas o não pagamento de JSCP. Nesta simulação apura-se uma carga tributária final proporcional à participação acionária da controladora no valor de R\$ 140.268 mil. Mesmo com a economia gerada em um primeiro momento para a empresa, a distribuição de JSCP, analisando somente a economia tributária proporcionada, não implica em aumento da riqueza dos acionistas. Faz-se a análise interna da empresa comparando o montante de impostos, IRPJ e CSSL, com a opção pela contabilização de JSCP (R\$ 95.035 mil) com o que seria pago caso não se optasse pela remuneração (R\$ 213.661 mil). Esta diferença representa uma economia para a empresa, que totaliza R\$ 118.626 mil. No entanto, continuando com a análise até o acionista recebedor, a situação merece outra interpretação.

A análise se conclui, para o Quadro 1, com o cálculo da diferença dos impostos, considerando o conjunto proporcional. Esta diferença resultou em um ônus tributário de R\$ 10.651 mil (150.919 – 140.268). Interpreta-se este valor da seguinte forma: a empresa Brasil Telecomunicações S.A. incorreu em um ônus tributário no valor de R\$ 10.561 mil por optar pela distribuição de JSCP aos seus acionistas, valor referente à proporção de sua controladora. A opção de distribuir unicamente dividendos traria menos dispêndio tributário ao conjunto. No entanto, este ônus tributário pode justificar-se por políticas estratégicas internas de remuneração aos acionistas. Estas não foram pesquisadas por não fazerem parte do objetivo do trabalho.

Com os dados apresentados anteriormente, faz-se outra simulação, como descrito na metodologia. Nesta nova simulação, considera-se qual seria o montante de impostos relacionados com JSCP calculado para o conjunto das fontes recebedoras e pagadoras da remuneração. Conforme procedimentos descritos para a elaboração do Quadro 1, elaborou-se o Quadro 2. Nos valores apresentados na coluna esquerda deste quadro, apenas considera-se como tributação para o acionista pessoa física o IRRF, a uma alíquota de 15%. Na coluna direita, mantém-se os valores já demonstrados no Quadro 1, pois, independente do tipo de acionista, pessoa física ou jurídica, o reflexo tributário no conjunto será o mesmo para esta opção.

<b>Simulação da Contab. p/ Pessoa Física (R\$ mil)</b>		<b>Simulação da Não Contabilização (R\$ mil)</b>	
Pessoa Jurídica Pagadora		Pessoa Jurídica Pagadora	
Lucro Antes do JSCP	524.504	Lucro Antes do JSCP	524.504
JSCP	(348.900)	JSCP	0
Lucro Depois JSCP	175.604	Lucro Depois JSCP	524.504
Ajuste (LALUR)	103.981	Ajuste (LALUR)	103.981
Base de Cálculo para Impostos	279.585	Base de Cálculo para Impostos	628.485
IRPJ + CSSL	(95.035)	IRPJ + CSSL	(213.661)
<hr/>		<hr/>	
Acionista Recebedor - Pessoa Física (proporcional)		Acionista Recebedor - Pessoa Física (proporcional)	
Percentual Maior Acionista	65,65%	Percentual Maior Acionista	65,65%
Imposto Prop. (para comparação)	(62.390)	Imposto Prop. (para comparação)	(140.268)
JSCP Proporcional	229.053	JSCP Proporcional	0
IRPJ - 15%	(34.358)	IRPJ - 15%	0
JSCP Líquido	194.695	JSCP Líquido	0
<hr/>		<hr/>	
Somatório dos Impostos sobre JSCP (proporcional)		Somatório dos Impostos sobre JSCP (proporcional)	
Acionista Recebedor	34.358	Acionista Recebedor	0
Acion. Recebedor + Emp. Pagadora	96.748	Acion. Recebedor + Emp. Pagadora	140.268
<hr/>		<hr/>	
Diferença entre Situação Real e Simulada			
Total de Impostos com JSCP	96.748		
Total de Impostos sem JSCP	140.268		
Diferença (com JSCP - sem JSCP)	(43.520)		

Fonte: Banco de Dados Económica (Lucro Depois JSCP e JSCP).

Quadro 2 – Simulação da situação com o acionista sendo pessoa física, comparada com a de não contabilização de JSCP

Quanto às diferenças entre as opções de não contabilização de JSCP e a sua contabilização com o acionista recebedor sendo pessoa física, esta contabilização mostra-se vantajosa. Analisa-se da seguinte forma os dados finais do Quadro 2: com a opção de contabilizar JSCP com acionistas sendo pessoas físicas, o conjunto empresa e acionista, proporcionalmente, teriam um dispêndio tributário no valor de R\$ 96.978 mil (69.390 + 34.358). Já com a opção de não contabilizar JSCP, o dispêndio seria de R\$ 140.268 mil. A diferença entre estes valores, R\$ 43.520 mil, é analisada como a economia tributária gerada para o conjunto. Contabilizando JSCP desta forma, o administrador financeiro se utiliza deste benefício fiscal para o aumento da riqueza dos acionistas por meio de economia de impostos. Com o acionista recebendo o lucro da empresa em forma de dividendos, com a não contabilização de JSCP, o montante disponível não é superior ao que poderia ser obtido com o recebimento de parte destes dividendos na forma de JSCP.

## 5 Considerações Finais

A preocupação com a riqueza do acionista, dentro do contexto da função financeira das empresas, vem se desenvolvendo a partir da década de 50, que representa o marco central na evolução da teoria de finanças, de acordo com Merton (1997). O surgimento de novos conceitos e suas aplicações tornou possível a fundamentação da tomada de decisão dos investidores, seja com base no cálculo do valor da empresa, em formas para redução de custos e despesas ou na formação de uma carteira de portfólio livre de riscos.

A função fundamental do administrador financeiro de uma empresa é a maximização do valor presente da riqueza do acionista. Para o aumento de sua riqueza, investidores

buscarão fazer investimentos em empresas que demonstrem a geração de valor agregado. Para distribuir resultados obtidos pela empresa aos acionistas, o administrador financeiro pode utilizar dividendos ou, ainda, no Brasil, valer-se da remuneração sobre o capital próprio, representada pelo JSCP.

Em 1957 foi aprovado o decreto nº 41.019 que implementa a figura da remuneração sobre o capital próprio na legislação do setor de energia elétrica, que tinha por objetivo tornar investimentos de longa maturação mais atraentes. Este benefício foi ampliado para outros setores da economia e com o surgimento da Lei 6.404, em 1976, generalizou-se sua possibilidade de utilização, sendo neste momento contabilizado no ativo diferido. No entanto, somente em 1995, com a Lei 9.249, foi apresentada a possibilidade de se deduzir, para fins de apuração da base de cálculo do IRPJ e CSSL, o JSCP pago ou creditado aos acionistas. A utilização deste benefício permite um tratamento inicial do custo de oportunidade do capital próprio da empresa, no entanto, apresentando os limites para sua dedução como despesa financeira.

Conforme pode ser conferido em Neves e Viceconti (2004), esta forma de remuneração constituirá benefício dependendo do tipo de acionista que a receber, devido às taxas de impostos incidentes sobre a mesma. A mesma variável que fez com que o trabalho de Modigliani e Miller (1958) fosse corrigido, apresenta implicações na riqueza do acionista quando o mesmo recebe JSCP, que está relacionada com a legislação tributária e benefícios fiscais. Para a verificação de como o JSCP pode ser utilizado para o aumento da riqueza do acionista, selecionou-se uma empresa para aplicação de duas simulações e generalização de suas constatações.

Como resultados finais, têm-se que, quando os acionistas das empresas são pessoas físicas, a contabilização de JSCP provoca uma economia tributária, tanto para o conjunto empresa e acionista. Esta economia tributária indica aumento na riqueza do acionista, pois este poderá receber um montante líquido de recursos superior ao que poderia ser obtido caso não houvesse a contabilização de JSCP. Já se a carteira de acionistas for composta por pessoas jurídicas, deve-se fazer uma análise detalhada sobre os reflexos tributários de tal remuneração. Esta pode acabar implicando em um ônus tributário ao conjunto empresa e acionista, não maximizando, portanto, o valor da riqueza do acionista. Cabe então ao administrador financeiro adequar este benefício fiscal para que realmente cumpra o seu papel de contribuir para o aumento da riqueza dos acionistas.

A decisão de distribuir JSCP pode estar lastreada em políticas estratégicas de remuneração aos acionistas que, conforme demonstrado no caso da Brasil Telecomunicações S.A., pode-se contrapor a uma mera análise econômica. Conforme já dito no decorrer do trabalho, não fez parte dos objetivos deste a determinação dos motivos que levam uma empresa a tomar uma decisão que, do ponto de vista tributário, se mostra onerosa.

Este trabalho pode ser estendido para empresas que tenham sua carteira de acionistas majoritários composta por pessoas físicas e que estejam sujeitas à forma de tributação do lucro real, e que não necessariamente tenham ações listadas em bolsa de valores. Desta forma, poderá-se obter fundamentações para generalizações a respeito de como a remuneração JSCP pode aumentar a riqueza dos acionistas.

## Referências

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação**: noções práticas. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

BANCO DE DADOS ECONOMÁTICA. *Economática: tools for investment analysis*. Número de série: 8900510565. Versão: 2007Apr03.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em <<http://www6.senado.gov.br/sicon>>. Acesso em 05/05/2007.

\_\_\_\_\_. **Decreto nº 41.019**, de 26 de fevereiro de 1957. Regulamenta os serviços de energia elétrica. Disponível em <<http://www6.senado.gov.br/sicon>>. Acesso em 05/05/2007.

\_\_\_\_\_. **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://www6.senado.gov.br/sicon>>. Acesso em 05/05/2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação nº 207**, de 13 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a contabilização dos juros sobre o capital próprio previstos na Lei nº 9.249/95. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 05/05/2007.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F. *Financial theory and corporate policy*. EUA: Addison Wiley Publishing Company, 1988.

DIMSON, E.; MUSSAVIAN, M. *Three Centuries of Asset Pricing*. *Journal of Banking & Finance*, vol. 23, 1999.

FAMÁ, R.; GALDÃO, A. A Função Financeira: Uma Análise Esquemática de Sua Evolução. In: SEMEAD, 1., 1996, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 1996.

GUERREIRO, Reinaldo; SANTOS, Ariovaldo dos. As empresas que operam no Brasil estão pagando juros sobre o capital próprio? In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2006.

LUENBERGER, D.G. *Investment Science*. New York: Oxford University, 1998.

MARCOWITZ, H. *Portfolio Selection*. *The Journal of Finance*, vol. 7, 1952.

MERTON, R. C. *Interference of Mathematical Models in Finance on Practice: past, present and future*. *The Royal Society*, 1997.

MILLER, M. H. *The Modigliani-Miller Propositions after Thirty Years*. *Journal of Economic Perspectives*. Vol II, nº 4, 1988.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. *The Cost of Capital: Corporate Finance, and the Theory of Investment*. *The American Economic Review*, vol. 47, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. *Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction*. *The American Economic Review*, vol LIII, no. 3, June, 1963.

NEVES, César das. **Análise de Investimentos**: projetos industriais e engenharia econômica. Rio de Janeiro: Zahar Editores S.A.: 1982.

NEVES, Silvério das; VICECONTI, Paulo Eduardo V. **Curso prático de imposto de renda pessoa jurídica e tributos conexos**: CSSL, PIS e COFINS. 11.ed. São Paulo: Frase Editora, 2004.

SANTOS, Antonio Raimundo dos. **Metodologia científica**: a construção do conhecimento. 5. ed. Rio de Janeiro: DP&A, 2002.

SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL. **Taxa de juros de longo prazo – TJLP**. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/REFIS/TJLP.htm>>. Acesso em 13 de abril de 2007.

SELLTIZ, C.; JAHODA, M.; DEUTSCH M.; COO, S.W. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. São Paulo: USP, 1975.

SCHERR, F. C. **Modern Working Capital Management**. New Jersey: Prentice-Hall, 1989.

SMITH, C. W. **The Theory of Corporate Finance**. 2. ed. New York: McGraw-Hill, 1990.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. **Introdução à pesquisa em ciências sociais**: a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: Atlas, 1987.

TROSTER, R. L.; MOCHÓN, F. **Introdução à Economia**. São Paulo: Makron Books, 1999.

VASCONCELLOS, M. S.; GARCIA, M. E. **Fundamentos de Economia**. São Paulo: Saraiva, 2000.