

A influência da remuneração do capital (juros sobre capital próprio e dividendos) na avaliação do valor da empresa

Domingos Pereira dos Santos Neto (PMPG UnB/UFPB/UFRN) - domneto@gmail.com

Ludmila de Melo Souza (UnB) - ludmilaunb@gmail.com

Resumo:

Uma das possíveis formas de se recompensar o investimento realizado na empresa é por meio da remuneração do capital investido em forma de distribuição de lucros. Contudo, existem várias formas de se distribuir lucros, sendo por distribuição de cotas (ou ações em bolsa, conforme o caso), ou em espécie. No Brasil, existe a forma de distribuição chamada de Juros sobre o Capital Próprio, o qual tem possuí vantagens tributárias, embora haja um limite de dedução da base de cálculo do Imposto de Renda e Contribuição Social. Este benefício, que resultará num incremento do lucro líquido da companhia, poderá aumentar, por consequência, o valor da empresa. Deste modo, o objetivo deste trabalho é verificar se a distribuição de lucros por meio dos JCP aumenta o valor da empresa, o qual será apurado através do desconto dos fluxos de caixa por uma determinada taxa. Não obstante, uma vez que os JCP diminuem a base de cálculo dos tributos, o valor a ser recolhido será menor e, conseqüentemente, o lucro líquido será maior.

Palavras-chave: *Juros sobre o Capital Próprio. Valor da Empresa. Benefícios Econômicos.*

Área temática: *Gestão Estratégica de Custos*

A influência da remuneração do capital (juros sobre capital próprio e dividendos) na avaliação do valor da empresa

Resumo

Uma das possíveis formas de se recompensar o investimento realizado na empresa é por meio da remuneração do capital investido em forma de distribuição de lucros. Contudo, existem várias formas de se distribuir lucros, sendo por distribuição de cotas (ou ações em bolsa, conforme o caso), ou em espécie. No Brasil, existe a forma de distribuição chamada de Juros sobre o Capital Próprio, o qual tem possui vantagens tributárias, embora haja um limite de dedução da base de cálculo do Importo de Renda e Contribuição Social. Este benefício, que resultará num incremento do lucro líquido da companhia, poderá aumentar, por consequência, o valor da empresa. Deste modo, o objetivo deste trabalho é verificar se a distribuição de lucros por meio dos JCP aumenta o valor da empresa, o qual será apurado através do desconto dos fluxos de caixa por uma determinada taxa. Não obstante, uma vez que os JCP diminuem a base de cálculo dos tributos, o valor a ser recolhido será menor e, conseqüentemente, o lucro líquido será maior.

Palavras-chave: Juros sobre o Capital Próprio. Valor da Empresa. Benefícios Econômicos.

Área Temática: Gestão Estratégica de Custos.

1 INTRODUÇÃO

Existem várias maneiras do valor de uma empresa ser apurada. Dentre os mais usados, pode-se destacar o fluxo de caixa dos acionistas e fluxo de caixa livre, os quais são descontados por suas taxas específicas e trazidos a valor presente para que possa ser fixado o valor da empresa. Para o desconto do fluxo de caixa dos acionistas é usado o custo do capital próprio, abreviado por K_e , e o fluxo de caixa livre pelo custo médio ponderado de capital – WACC, os quais serão detalhados posteriormente.

Assim, o cálculo do valor de mercado será influenciado por uma peculiaridade existente na legislação brasileira, os Juros sobre o Capital Próprio – JCP. O montante distribuído aos acionistas e outros investidores da empresa por meio desta remuneração pode ser deduzido da base de cálculo do Imposto de Renda – IR e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL.

O objetivo geral desta pesquisa é verificar se a distribuição de lucros executada por uma empresa, quando da utilização da vantagem dos Juros sobre Capital Próprio, incrementa o valor de mercado da empresa. Para tanto, esta pesquisa utilizará dois métodos de apuração do valor da empresa, sendo tanto pelo Fluxo de Caixa dos Acionistas quanto pelo Fluxo de Caixa Livre. Cada um dos métodos encontrará valores iguais do valor da empresa, no entanto, poderão ser verificados os detalhes pertinentes a cada uma das demonstrações sumarizadas.

Este trabalho tratará as demonstrações contábeis de maneira resumida e considerará uma empresa fictícia, de forma a ser possível tratar os dados com mais precisão. A despeito disso, os dados obtidos poderão ser replicados a empresas reais, viabilizando a prática contábil desta forma de planejamento tributário.

Neste sentido, este estudo possibilita uma contribuição, de forma didática, para o cálculo dos valores de mercado de empresas e a disseminação desta prática que é realizada apenas no Brasil.

O presente estudo contém, além desta introdução, mais quatro seções. A segunda, que faz uma breve revisão da literatura de apoio dos assuntos técnicos. A terceira seção, que descreve os procedimentos metodológicos utilizados. A quarta seção contém a análise dos resultados e a quinta seção é composta pela conclusão e sugestão de novas pesquisas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

O art. 9º da Lei nº 9.249/95, o art. 347 do RIR/99 (Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1.999), o art. 29 da Instrução Normativa SRF nº 93/97 e os arts. 29 e 30 da Instrução Normativa SRF nº 11/96 instruem sobre a possibilidade de dedução da base de cálculo do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, a remuneração do capital próprio, utilizando a TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) como parâmetro de cálculo dessa remuneração.

Conforme Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007), a dedutibilidade da remuneração do capital próprio é permitida desde que:

- O valor da remuneração sobre o capital próprio seja limitado à aplicação *pro rata* dia da TJLP sobre o montante do Patrimônio Líquido subtraído do saldo da Reserva de Reavaliação, salvo se esta tiver sido adicionada às bases do IR e CSLL.
- O valor apurado seja limitado ao maior valor entre:
 - a) 50% do lucro do exercício, antes da provisão para IR e CSLL e da dedução dos referidos juros; ou
 - b) 50% dos saldos de Lucros Acumulados e Reservas de Lucros de períodos anteriores.

Para que esta instrução possa ser mais bem visualizada, segue abaixo alguns exemplos conforme Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007) para o cálculo do JCP, no caso de empresas com prejuízo ou lucro no período a ser considerado:

	Exemplo 1	Exemplo 2	Exemplo 3	Exemplo 4	Exemplo 5	Exemplo 6
TJLP	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Resultado do Período	(10.000)	(10.000)	(10.000)	10.000	10.000	10.000
Patrimônio Líquido	140.000	1115.000	90.000	140.000	115.000	90.000
Capital Social	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Lucros Acumulados e Reserva de Lucros	40.000	15.000	(10.000)	40.000	15.000	(10.000)
Limite (PL x TJLP)	14.000	11.500	9.000	14.000	11.500	9.000
Limite (50% do Resultado Positivo do Período)	–	–	–	5.000	5.000	5.000
Limite (50% do saldo inicial de Lucros Acumulados e Reservas de Lucros)	20.000	7.500	–	20.000	7.500	–
JCP Máximo Dedutível	14.000	7.500	–	14.000	7.500	5.000

Fonte: Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007)

Quadro 1 – Cálculo dos Juros sobre o Capital Próprio – JCP

Para fins de contabilização, os juros calculados são debitados em despesas financeiras, reduzindo, assim, o lucro a ser tributado.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo considerará uma empresa comercial fictícia, doravante chamada de Empresa X, em uma série de três períodos consecutivos (Períodos de 1 a 3), para que seja possível verificar o impacto dos benefícios fiscais da distribuição de lucros por meio de Juros sobre o Capital Próprio – JCP.

A tabela a seguir apresenta os valores patrimoniais sumarizados da Empresa X, considerando que os valores abaixo retratam a posição ao final do período:

Tabela 1 – Itens Patrimoniais Sumarizados

	Período 0	Período 1	Período 2	Período 3
Capital de Giro	–	35.000,00	58.000,00	85.000,00
Equipamentos	120.000,00	120.000,00	135.000,00	150.000,00
Depreciação Acumulada	–	(12.000,00)	(31.500,00)	(58.500,00)
TOTAL	120.000,00	143.000,00	161.500,00	176.500,00
Dívida	50.000,00	63.000,00	71.500,00	76.500,00
Patrimônio Líquido	70.000,00	80.000,00	90.000,00	100.000,00
TOTAL	120.000,00	143.000,00	161.500,00	176.500,00

Para os mesmos períodos, a empresa apresentou os resultados, em forma resumida, conforme a tabela a seguir:

Tabela 2 – Demonstração do Resultado Sumarizado

	Período 1	Período 2	Período 3
Receita	65.000,00	79.550,00	87.150,00
Custos	(11.300,00)	(12.200,00)	(13.400,00)
Despesas de Depreciação	(12.000,00)	(19.500,00)	(27.000,00)
Lucro Operacional	41.700,00	47.850,00	46.750,00
Despesa Financeira	(6.500,00)	(7.245,00)	(6.435,00)
Lucro antes do IR e CSLL – LAIR	35.200,00	40.605,00	40.315,00
IR + CSLL	(11.968,00)	(13.805,70)	(13.707,10)
Resultado Líquido	23.232,00	26.799,30	26.607,90

É importante explicar que a Empresa X apura o Imposto de Renda e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido na modalidade de lucro real, estando submetida às alíquotas de 15% para o IRPJ e 8% para a CSLL, além dos 10% do adicional do IRPF que exceder o valor de R\$ 240.000,00 por ano. Contudo, para fins de simplificação de cálculos, será considerado, em todos os exemplos, alíquota final de 34%.

Além disso, a entidade captou recursos em instituições financeiras a um custo (Kd) inicial de 13%, sendo que este custo foi reduzindo gradativamente para 11,5% e 9% nos dois períodos consecutivos. O risco de mercado (β) que esta empresa está submetida é de 1,4 no primeiro período com redução para 1,3 e 1,15 nos períodos subsequentes. A empresa distribuirá todo o lucro obtido, não constituindo reservas. Portanto, poderá ser totalmente distribuído como dividendos ou parte como dividendos e parte como juros sobre capital próprio.

Para a taxa livre de risco (Rf), adotou-se a taxa de 2% no primeiro período, 2,5% no segundo e 3% no terceiro. O prêmio do mercado (Rm – Rf) será de 3,5% no primeiro ano, 4% no segundo e 5% no último ano. Por fim, a Taxa de Juros de Longo Prazo, TJLP, a ser considerada no período é de 4,5% para todos os anos.

A tabela a seguir traz os dados acima relacionados de forma condensada:

Tabela 3 – Taxas Referenciais

	Período 1	Período 2	Período 3
Alíquota IR + CS	34%	34%	34%
Rf	2,0%	2,5%	3,0%
Rm - Rf	3,5%	4,0%	5,0%
β	1,40	1,30	1,15
Kd	13,0%	11,5%	9,0%
TJLP	4,5%	4,5%	4,5%

Com estas informações é possível apurar o Custo do Capital Próprio (Ke), a partir da fórmula, que está em consonância com o modelo proposto por Brennan (1970):

$$Ke = Rf + (Rm - Rf) \times \beta$$

Assim, o valor do Ke é de 6,90% no primeiro período, 7,70% no próximo e 8,75% no último. Neste contexto, será possível iniciar as apurações dos valores referentes à taxa do custo médio ponderado de capital – WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Por último, o valor da empresa será calculado através do desconto do fluxo de caixa dos acionistas pelo Ke e o fluxo de caixa livre pelo WACC.

3.1 Apuração do Fluxo de Caixa dos Acionistas sem o benefício fiscal e Valor da Empresa

A tabela em seguida ilustrará o fluxo de caixa dos acionistas a partir do lucro líquido da companhia:

Tabela 4 – Apuração do Fluxo de Caixa dos Acionistas

	Período 1	Período 2	Período 3
Lucro Líquido	23.232,00	26.799,30	26.607,90
Despesa de Depreciação	12.000,00	19.000,00	27.000,00
Δ Equipamentos	–	(15.000,00)	(15.000,00)
Δ Capital de Giro	(35.000,00)	(23.000,00)	(27.000,00)
Δ Dívida	13.000,00	8.500,00	5.000,00
Fluxo de Caixa dos Acionistas	13.232,00	16.299,30	16.607,90

Por meio dos descontos sucessivos dos valores apurados do Fluxo de Caixa dos Acionistas, é possível alcançar o valor do Patrimônio Líquido de mercado, equivalente ao valor presente do fluxo de caixa projetado. Este valor será apurado ao descontar o valor do Patrimônio Líquido de mercado mais o fluxo de caixa pelo custo do capital, ressaltando que o período 3 considerará o valor do Patrimônio Líquido residual, demonstrado de forma sucinta:

$$PL_{mercado} = \frac{FC + PL}{(1 + Ke)}$$

Os valores apurados são:

Tabela 5 – Cálculo do Valor da Empresa e do Patrimônio Líquido de Mercado

	PL Mercado	Dívida	Valor da Empresa
Período 3	107.225,66	71.500,00	178.725,66
Período 2	114.693,56	63.000,00	177.693,56
Período 1	119.668,44	50.000,00	169.668,44

3.2 Apuração do Fluxo de Caixa Livre sem o benefício fiscal e Valor da Empresa

Primeiramente, para que o valor da empresa possa ser calculado pelo fluxo de caixa livre, é necessária a apuração do valor do custo médio ponderado de capital – WACC, atualizado de mercado, utilizando os números encontrados pelo fluxo de caixa dos acionistas. Assim, este custo será identificado pela seguinte fórmula:

$$WACC = K_e \frac{PL}{VE} + K_d \frac{Dívida}{VE} (1 - Alíquota)$$

sendo que:

VE = Valor da Empresa

Alíquota = Alíquota do IR + CSLL

A aplicação desta fórmula resultará nos seguintes resultados:

Tabela 6 – Cálculo do WACC de Mercado

	Período 1	Período 2	Período 3
WACC	7,3951%	7,6610%	7,6258%

Neste momento, o valor do fluxo de caixa livre é calculado a partir do lucro operacional da empresa, da forma a seguir:

Tabela 7 – Apuração do Fluxo de Caixa Livre

	Período 1	Período 2	Período 3
Lucro Operacional	41.700,00	47.850,00	46.750,00
IR + CSLL	(14.178,00)	(16.269,00)	(15.895,00)
Δ Equipamentos	–	(15.000,00)	(15.000,00)
Δ Capital de Giro	(35.000,00)	(23.000,00)	(27.000,00)
Despesa de Depreciação	12.000,00	19.000,00	27.000,00
Fluxo de Caixa dos Acionistas	4.522,00	12.581,00	15.855,00

Por meio dos descontos sucessivos dos valores apurados do Fluxo de Caixa Livre, é possível alcançar o valor da Empresa de mercado, equivalente ao valor presente do fluxo de caixa projetado. Este valor será apurado ao descontar o valor da Empresa de mercado mais o fluxo de caixa pelo custo médio ponderado do capital, ressaltando que o período 3 considerará o valor da Empresa residual, demonstrado de forma resumida:

$$V_{\text{mercado}} = \frac{FC + VE}{(1 + WACC)}$$

Desta forma, os valores encontrados são:

Tabela 8 – Cálculo do Valor da Empresa e do Patrimônio Líquido de Mercado

	Valor da Empresa	Dívida	PL de Mercado
Período 3	178.725,66	71.500,00	107.225,66
Período 2	177.694,49	63.000,00	114.694,49
Período 1	169.669,28	50.000,00	119.669,28

Vale ressaltar que a pequena diferença encontrada entre os modelos do fluxo de caixa dos acionistas e do fluxo de caixa livre é decorrente das aproximações das casas decimais referente à taxa do WACC.

Ambos os modelos apresentados considerariam os valores distribuídos aos acionistas apenas por dividendos. Desta forma, o lucro líquido seria diretamente distribuído, não havendo benefícios fiscais que pudessem ser incorporados ao resultado.

3.3 Cálculo dos Juros sobre Capital Próprio

O quadro seguinte apresenta o valor máximo a ser deduzido da base de cálculo dos tributos. Cabe lembrar que uma vez que os lucros são totalmente distribuídos, não existem contas de lucros acumulados e reserva de lucros:

	Período 1	Período 1	Período 1
TJLP	4,5%	4,5%	4,5%
Resultado do Período	23.232,00	26.799,30	26.607,90
Patrimônio Líquido	80.000,00	90.000,00	100.000,00
Capital Social	80.000,00	90.000,00	100.000,00
Lucros Acumulados e Reserva de Lucros	–	–	–
Limite (PL x TJLP)	3.600	4.050	4.500
Limite (50% do Resultado Positivo do Período)	11.616	13.399,65	13.303,95
Limite (50% do saldo inicial de Lucros Acumulados e Reservas de Lucros)	–	–	–
JCP Máximo Dedutível	3.600,00	4.050,00	4.500,00

Quadro 2 – Cálculo dos Juros sobre o Capital Próprio – JCP

3.4 Benefícios Fiscais produzidos pelos Juros sobre Capital Próprio

Tendo por base a simulação do estudo de França, em função dos JCP, a nova demonstração do resultado do exercício passaria a ter a seguinte estrutura:

Tabela 9 – Demonstração do Resultado do Exercício considerando o Benefício Fiscal

	Período 1	Período 2	Período 3
Receita	65.000,00	79.550,00	87.150,00
Custos	(11.300,00)	(12.200,00)	(13.400,00)
Despesas de Depreciação	(12.000,00)	(19.500,00)	(27.000,00)
Juros sobre Capital Próprio	(3.600,00)	(4.050,00)	(4.500,00)
Lucro Operacional	38.100,00	43.800,00	42.250,00
Despesa Financeira	(6.500,00)	(7.245,00)	(6.435,00)
Lucro antes do IR e CSLL – LAIR	31.600,00	36.555,00	35.815,00
IR + CSLL	(10.744,00)	(12.428,70)	(12.177,10)
Resultado depois IR e CSLL	20.856,00	24.126,30	23.637,90
Resultado Líquido	24.456,00	28.176,30	28.137,90

Os resultados líquidos encontrados desta forma, em comparação aos resultados líquidos da demonstração sem o benefício fiscal serão maiores no momento em que os JCP deduzidos forem acrescentados ao final, devolvendo, assim, o valor do benefício ao resultado líquido a ser distribuído, já que os JCP também serão remunerados aos investidores. Porém, para fins de demonstração societária, a DRE definitiva será equivalente à apresentada na tabela 9.

3.5 Apuração do Fluxo de Caixa dos Acionistas com o benefício fiscal e Valor da Empresa

As tabelas em seguida apresentarão o fluxo de caixa dos acionistas a partir do lucro líquido da companhia e o respectivo cálculo do valor de mercado da empresa e seu patrimônio líquido de mercado:

Tabela 10 – Apuração do Fluxo de Caixa dos Acionistas

	Período 1	Período 2	Período 3
Lucro Líquido	20.856,00	24.126,30	23.637,90
Despesa de Depreciação	12.000,00	19.000,00	27.000,00
Δ Equipamentos	–	(15.000,00)	(15.000,00)
Δ Capital de Giro	(35.000,00)	(23.000,00)	(27.000,00)
Δ Dívida	13.000,00	8.500,00	5.000,00
Benefício Fiscal	3.600,00	4.050,00	4.500,00
Fluxo de Caixa dos Acionistas	14.456,00	17.676,30	18.137,90

Tabela 11 – Cálculo do Valor da Empresa e do Patrimônio Líquido de Mercado

	PL Mercado	Dívida	Valor da Empresa
Período 3	108.632,55	71.500,00	180.132,55
Período 2	117.278,41	63.000,00	180.278,41
Período 1	123.231,44	50.000,00	173.231,44

3.6 Apuração do Fluxo de Caixa Livre com o benefício fiscal e Valor da Empresa

As tabelas posteriores apresentarão o fluxo de caixa livre a partir do lucro operacional da empresa e o concernente cálculo do valor de mercado da entidade e seu patrimônio líquido de mercado:

Tabela 12 – Cálculo do WACC de Mercado

	Período 1	Período 2	Período 3
WACC	7,3848%	7,6616%	7,6346%

Tabela 13 – Apuração do Fluxo de Caixa Livre

	Período 1	Período 2	Período 3
Lucro Operacional	38.100,00	43.800,00	42.250,00
IR + CSLL	(12.954,00)	(14.892,00)	(14.365,00)
Δ Equipamentos	–	(15.000,00)	(15.000,00)
Δ Capital de Giro	(35.000,00)	(23.000,00)	(27.000,00)
Despesa de Depreciação	12.000,00	19.000,00	27.000,00
Benefício Fiscal	3.600,00	4.050,00	4.500,00
Fluxo de Caixa dos Acionistas	5.746,00	13.958,00	17.385,00

Tabela 14 – Cálculo do Valor da Empresa e do Patrimônio Líquido de Mercado

	Valor da Empresa	Dívida	PL de Mercado
Período 3	180.132,60	71.500,00	108.632,60
Período 2	180.278,39	63.000,00	117.278,39
Período 1	173.231,42	50.000,00	123.231,42

Novamente pode-se perceber uma breve diferença entre os valores da empresa e os valores do patrimônio líquido de mercado, uma vez que existe a influência da quantidade de casas decimais consideradas. Contudo, esta diferença não inviabiliza a análise deste estudo.

4 RESULTADOS E ANÁLISE

Este estudo, por meio das tabelas apresentadas, de forma concisa e objetiva, procurou demonstrar as vantagens da distribuição de lucros por meio dos juros do capital próprio, uma vez que a economia tributária pode gerar retornos aos investidores ou, caso a empresa não distribua totalmente o lucro obtido, revertido para sua estrutura.

O próximo quadro mostrará, de forma comparativa, os resultados obtidos em cada um dos períodos e os incrementos obtidos:

	Período 1	Período 2	Período 3
Lucro Operacional sem Benefício Fiscal	41.700,00	47.850,00	46.750,00
Lucro Operacional com Benefício Fiscal	38.100,00	43.800,00	42.250,00
Lucro Líquido sem Benefício Fiscal	23.232,00	26.799,30	26.607,90
Lucro Líquido com Benefício Fiscal	24.456,00	28.176,30	28.137,90
Valor da Empresa de Mercado sem Benefício Fiscal	169.669,28	177.694,49	178.725,66
Valor da Empresa de Mercado com Benefício Fiscal	173.231,42	180.278,39	180.132,60

Quadro 3 – Quadro comparativo dos resultados

Com isso verifica-se que houve um incremento do valor da empresa de 2,10% no primeiro período, 1,45% no segundo período e 0,79% no terceiro período em comparação dos valores da empresa com benefício fiscal contra os valores sem a referida vantagem.

Os investidores e analistas de mercado, bem como entidades financeiras realizam as verificações de índices compostos por números tanto patrimoniais quanto de resultado. Entretanto, um dos grandes desafios dos administradores de empresas é a gestão sobre esses números, os quais, sob boa gestão, favorecem uma melhor análise por parte dos usuários e amplia as formas de captação de recursos, tanto em mercado aberto quanto em instituições financeiras.

Ao considerar uma grande companhia, participante do mercado aberto, este tipo de planejamento pode atrair a atenção de investidores institucionais e individuais, já que

favorecerá não só a eles quanto à perpetuidade e ampliará a capacidade de competitividade, por meio do incremento de caixa.

A gestão dos recursos de uma entidade é fundamental para o destaque e continuidade desta no mercado em que atua. Não só pelas perspectivas criadas pelo mercado investidor, mas também pelas vantagens obtidas por bons resultados de uma administração apropriada.

5 CONCLUSÃO

Há várias maneiras de maximizar os rendimentos de uma entidade, podendo ser por ampliação de seus resultados operacionais ou por um bom planejamento de seus benefícios econômicos. A gestão adequada destas variáveis possibilita ganhos que, quando prospectados no futuro, fortalecem a estrutura da entidade e oferecem novas oportunidades de aplicações e investimentos dos recursos operacionais.

Por meio dos resultados encontrados, pode-se perceber que o benefício fiscal da distribuição do lucro pelo limite legal dos Juros sobre o Capital Próprio permite reduzir gastos, refletindo no resultado da empresa. Esta é uma forma eficiente de gestão tributária, existente apenas no Brasil, habilitando ganhos futuros, tanto financeiros quanto econômicos.

A utilização de mecanismos de simulação de resultado é uma poderosa ferramenta largamente utilizada tanto no meio acadêmico quanto no profissional. Neste caso, a possibilidade de verificação dos valores dos possíveis resultados em uma série histórica se torna ainda mais respeitável.

Para pesquisas futuras, sugere-se verificar se as empresas de capital aberto distribuem seus resultados utilizando o benefício dos Juros sobre o Capital Próprio e, em caso positivo, se é utilizado o valor máximo.

REFERÊNCIAS

BRENNAN, M. J. **Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy**. National Tax Journal, vol. 23. 1970.

FILHO, L. F. C. A. **A Estrutura de Propriedade, os Benefícios Privados de Controle e o Valor das Empresas de Capital Aberto no Brasil**. Universidade Federal de Pernambuco. Dissertação de Mestrado. 2003.

FRANÇA, J. A. **O Benefício da Substituição de Dividendos e da Remuneração do Trabalho de Sócios Dirigentes pelos Juros Sobre o Capital Próprio – JCP**.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**. 7ª Ed. São Paulo. Edt. Atlas. 2007.

JÚNIOR, L. S. **Modelo para a avaliação do impacto dos juros sobre capital próprio na estrutura de capital e no fluxo de caixa das empresas**. XXIV Encontro Nac. de Eng. De Produção – Florianópolis, SC. 2004.

LINTNER, J. **Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes**. American Economic Review. Estados Unidos. 1956.

MOREIRA, R. M. Juros Sobre Capital Próprio e o Custo Médio Ponderado de Capital. Rio de Janeiro. 2008.

PAIVA, J. W. M.; LIMA, Á. V. A Influência da Tributação e dos Juros Sobre o Capital Próprio na Política de Dividendos das Companhias Brasileiras.

RANGEL, J. R. G.; SILVA, R. N. S. A Influência da Distribuição dos Juros sobre o Capital Próprio no Cálculo do Valor das Ações para Diferentes Investidores: O Caso das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Sociedade, Contabilidade e Gestão. Rio de Janeiro. 2007.