

JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO: QUAL A RELAÇÃO EXISTENTE ENTRE ESSA FORMA DE REMUNERAÇÃO E AS CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS?

Autoria: Ariovaldo dos Santos, Bruno Meirelles Salotti

Resumo

Os Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) são uma forma de remuneração dos acionistas e passou a ser utilizada, com maior frequência, no Brasil a partir da Lei nº 9.249/95. Evidências empíricas anteriores comprovam que as empresas têm aderido cada vez mais aos JSCP, como forma de remunerar seus acionistas. Diante disso, o objetivo deste artigo é pesquisar se existe relação entre a escolha dos JSCP como forma de remuneração dos acionistas e as características das empresas, através de testes estatísticos univariados e multivariados, elaborados a partir de 3.921 dados de 2001 a 2006 das empresas constantes do banco de dados mantido pela FINECAFI. A metodologia adotada é a empírica e, quanto aos métodos de procedimento, essa pesquisa utiliza os métodos comparativo e estatístico. Os resultados indicam que as características que diferenciam o grupo de empresas que paga JSCP daquele que não paga são o ramo (indústria, comércio e serviços), forma de distribuição do capital (empresas com ações ou sem ações na bolsa), controle (nacional, estrangeiro e estatal), tamanho (patrimônio líquido, ativo e vendas) e lucro (antes do imposto de renda e contribuição social). Ressalta-se que os resultados obtidos não podem ser generalizados uma vez que os dados foram obtidos a partir de uma amostra não probabilística.

Palavras-chave: Remuneração do Capital Próprio, Dividendos, Juros sobre o Capital Próprio, Custo de Oportunidade.

1. Introdução

Os Juros sobre o Capital Próprio, designados neste artigo pela sigla JSCP, são uma forma de remuneração dos acionistas e passou a ser utilizada, com maior frequência, no Brasil a partir da Lei nº 9.249/95. Essa lei introduziu alterações significativas na legislação, na medida em que proíbe o reconhecimento dos efeitos da inflação nas demonstrações contábeis, para fins fiscais e societários (art. 4º) e, ao mesmo tempo, através do art. 9º, permite que as empresas, à sua opção, remunerem seus acionistas por meio dos JSCP e considerem tal remuneração dedutível para fins fiscais.

Evidências empíricas da pesquisa realizada por Guerreiro e Santos (2006) comprovam que as empresas têm aderido cada vez mais aos JSCP, como forma de remunerar seus acionistas. Diante disso, para este trabalho, que é inédito no Brasil, elabora-se a seguinte questão de pesquisa: **existe relação entre a escolha dos JSCP como forma de remuneração dos acionistas e as características das empresas?** Portanto, o objetivo deste artigo é pesquisar essa relação através de análises estatísticas elaboradas a partir dos dados de 2001 a 2006 das empresas constantes do banco de dados mantido pela FINECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, ligada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Tal base de dados é utilizada para a elaboração do anuário Melhores e Maiores, da Revista Exame – Editora Abril.

2. Juros sobre o Capital Próprio – Referencial teórico

Normalmente, dentre os profissionais ligados à área de contabilidade, quando se pensa nas formas possíveis de se remunerar o capital, a primeira que vem à mente é aquela consagrada como dividendos. Mais recentemente, no Brasil, outra forma tem sido utilizada para remunerar os detentores de capitais de uma entidade, são os juros sobre o capital próprio. A difusão dessa “nova” forma de remuneração foi ocasionada principalmente por sua introdução dentro da legislação fiscal brasileira.

Na verdade, o conceito dos juros sobre o capital próprio está totalmente atrelado aos conceitos econômicos relacionados ao custo de oportunidade. A literatura internacional, principalmente a relativa às áreas de economia e de contabilidade, já vem estudando e apresentando exemplos e conceitos ligados a esse conceito há muito tempo. Os economistas Lipsey e Steiner (1969, p.215), quando tratam de custo de oportunidade, assim se expressam: “O custo de se utilizar alguma coisa num empreendimento específico é o benefício sacrificado (ou o custo de oportunidade) por não utilizá-lo no seu melhor uso alternativo”.

Os pesquisadores Atkinson, Banker, Kaplan e Young, ligados à área da contabilidade, em seu livro que trata de Contabilidade Gerencial, definem custo de oportunidade da seguinte forma: “Quantia de lucro perdido quando a oportunidade proporcionada por alternativa é sacrificada pela escolha de outra.” (ATKINSON et al., 2000, p.365)

Dentre os pesquisadores ligados à área da contabilidade no Brasil, vale destacar o que ensina Martins:

Custo de Oportunidade significa o quanto alguém deixou de ganhar por ter adotado uma alternativa em vez de outra, ou seja, se alguém escolher investir em uma fábrica de giz, deixando de, com isso, investir na construção de um supermercado, que era a segunda melhor alternativa existente na época, diz-se que o Custo de Oportunidade da decisão de investir na fábrica de giz é o quanto se deixou de ganhar por não se construir o supermercado. (MARTINS, 1996, p. 433)

Cuidado há que se tomar na utilização das expressões “juros sobre o capital próprio”, “custo de oportunidade” e “custo do capital próprio”. Não raramente tais expressões são utilizadas como se fossem sinônimas e isso pode não ser o mais adequado. Como visto anteriormente, tanto na literatura econômica quanto na contábil, as definições de custo de oportunidade partem sempre da hipótese de que existe uma segunda alternativa para a aplicação do recurso. E mais, tais alternativas devem sempre ser excludentes e isso nem sempre é verdade.

Tratando-se do “custo do capital próprio”, conforme a Fipecafi: (2001, p. 215): “custo do capital próprio nada mais é, numa linguagem extremamente simplificada, do que o mínimo (em percentual) que os sócios precisam ganhar para sentirem-se satisfeitos com o risco sendo incorrido.”

Essa definição indica claramente a grande dose de subjetivismo que há por traz dela. Afinal, grau de satisfação é algo que parece não ser medido e mesmo que pudesse, não se poderia compará-lo, até porquê o entendimento sobre o que é risco também é bastante subjetivo. Admita-se um investidor que aplique em uma atividade industrial a quantia de R\$ 1.000.000 e obtenha, medido através da contabilidade, um lucro de R\$ 100.000. Supondo-se que seu capital tivesse sido aplicado em uma instituição financeira com um retorno de 12%, será que poderíamos afirmar que tal investidor teve um prejuízo de R\$ 20.000?

Como se vê, medir o custo do capital não é muito simples e, sobre isso, Lopo et al. (2001, p.215) afirmam que, em determinadas circunstâncias, a tarefa de se estimar o custo do capital próprio é tão grande que a saída (mais simples e intuitiva) possível é a indagação

direta aos proprietários da empresa. Há ainda as divergências no entendimento desse conceito que podem ser exemplificadas por aquilo que parece ser o que de mais consensual existe: o próprio capital. Afinal, no valor do capital a ser remunerado, deve-se ou não incluir os resultados do próprio período?

Ao que parece, a única afirmação que se pode fazer é que não existe consenso sobre o real significado de custo do capital próprio, mesmo que a definição mais utilizada seja a de que “é o retorno esperado pelos investidores (normalmente sócios ou acionistas) em relação ao montante de recursos por eles aplicados em determinados empreendimentos.”

3. Juros sobre o Capital Próprio: aspectos da legislação no Brasil

Do ponto de vista fiscal, os Juros Sobre o Capital Próprio passaram a ter sua dedutibilidade permitida a partir da Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Referido diploma legal foi alterado através de Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e passou a ter seu art. 9º com a seguinte redação:

Art. 9º - A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócio ou acionista, 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.

Parágrafo 1º O efetivo pagamento ou crédito dos juros fica condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reserva de lucros, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos.

A introdução da possibilidade de dedutibilidade fiscal dos valores pagos ou creditados a título de juros sobre o capital próprio deve ser entendida no contexto pelo qual passava a economia brasileira. No ano anterior, 1994, o Brasil tinha implantado mais um plano econômico com vistas, principalmente, ao controle inflacionário. Tudo o que podia ser comparado ou que pudesse levar a qualquer lembrança dos tempos de altos índices inflacionários foi avaliado pelos responsáveis pela economia. Mesmo que isso não seja um consenso, o reconhecimento da inflação nas demonstrações contábeis, através das atualizações das contas dos ativos permanentes e do patrimônio líquido, permanecia como uma das últimas lembranças daqueles tempos.

Então, nada mais justo do que, buscando-se eliminar qualquer resquício que pudesse nos remeter aos tempos de inflação, também fosse eliminada aquela forma de reconhecimento inflacionário. Como o processo inflacionário continuou, e os próprios técnicos do governo tinham conhecimento de que sua eliminação por completo seria absolutamente impossível, até pelo histórico dos países que representam as grandes economias, a dedutibilidade dos juros sobre o capital próprio foi uma forma inteligente de se anunciar que parte da inflação futura, mesmo que baixa, poderia ser minimizada através desse novo instrumento fiscal.

Um ponto que deve ser destacado é o fato de que, em nossa legislação, essa figura do JSCP não era nova. O que foi apresentado e devia ser entendido como nova era a possibilidade imediata de sua dedutibilidade fiscal. A Lei nº 6.404, de dezembro de 1976, já previa os JSCP em seu artigo 179, quando tratava da classificação do Diferido:

as 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. (g.n)

Como se vê, praticamente, duas décadas antes da edição do Plano Real e a conseqüente criação da dedutibilidade fiscal dos valores pagos a título de JSCP, a legislação

societária brasileira já previa essa figura. A justificativa para esse tipo de pagamento pode ser encontrada em Martins (1983, p. 158), quando o autor explica que, durante a fase pré-operacional, os acionistas investem na empresa, mas não têm oportunidade de receber seu retorno. Em função disso, admite-se que a empresa pague JSCP, durante essa fase, como se os recursos dos acionistas fossem oriundos de terceiros.

Atualmente, com a recente aprovação da Lei nº 11.638, de dezembro de 2007, o inciso V, do Artigo 179, da lei das sociedades por ações, quando trata do ativo diferido, estabelece que ali serão classificadas:

as despesas pré-operacionais e os gastos de reestruturação que contribuirão, efetivamente, para o aumento do resultado de mais de um exercício social e que não configurem tão-somente uma redução de custos ou acréscimo na eficiência operacional.

Como se vê, do texto atual foi suprimida a referência aos juros pagos aos acionistas na fase pré-operacional, mas isso não deverá ter grandes efeitos, afinal essa faculdade só foi efetivamente utilizada pelas empresas de energia elétrica e de saneamento básico, quando na sua maioria ainda eram estatais.

Pesquisa realizada por Santos (2007) demonstra que, dentre as grandes empresas, é crescente a utilização da forma de remuneração aos acionistas a título de juros sobre o capital próprio. Até por essa difusão, é importante que se destaquem alguns pontos relativos aos aspectos legais das normas utilizadas para esse pagamento.

- **Base de cálculo** – A referência para o cálculo do JSCP é o valor do patrimônio líquido, excluindo-se a reserva de reavaliação, se houver.
- **Taxa de juros** – A taxa a ser aplicada é TJLP – Taxa de juros de longo prazo.
- **Limites** – O pagamento dos JSCP está condicionado à apuração de resultados positivos no próprio exercício ou na existência de saldo em na conta de lucros acumulados. O valor pago não poderá exceder a 50% do resultado do exercício ou do valor dos lucros acumulados.
- **Possibilidade de compensar com dividendos** – Os pagamentos efetuados a título de JSCP podem ser compensados com a remuneração devida aos acionistas na forma de dividendo mínimo obrigatório.
- **Vantagens fiscais** – Do ponto de vista da entidade empresarial, a opção pelo pagamento dos JSCP, em substituição aos dividendos, pode gerar benefícios fiscais, pois essa remuneração paga na forma de juros pode ser considerada como despesa dedutível no cálculo do lucro sujeito à tributação do imposto de renda e da contribuição social; deve-se salientar que, quando essa remuneração é paga ao acionista na forma de dividendos, tal dedutibilidade não é permitida pela legislação fiscal. Assim, a decisão de remunerar o acionista desta ou daquela forma pode, em princípio, resultar em economias de impostos para a empresa.

A possibilidade de se incluir a remuneração dos acionistas na forma de juros sobre o capital próprio nas demonstrações contábeis deve ser entendida não apenas como uma mera vantagem fiscal, mas sim como um aumento na qualidade dessa demonstração, afinal o conceito de lucro contábil estará mais próximo da visão econômica de resultado. Entretanto, há que se fazer algumas restrições ao que foi permitido utilizar através dos diplomas legais anteriormente mencionados:

- **Procedimento opcional** – A legislação não obriga o pagamento dos JSCP e ainda permite que essa forma de remuneração seja considerada como despesas financeiras. Do ponto de vista conceitual, dadas as características atuais da legislação, o correto seria tratar essa remuneração como distribuição de lucros e é isso o que parte das empresas vem fazendo. Assim, a possibilidade de tratamento como despesa financeira ou como distribuição de lucros prejudica sobremaneira a comparabilidade das demonstrações. Aliás, para evitar isso a própria CVM chegou a recomendar que, na demonstração do resultado do exercício, os valores pagos a título de JSCP e considerados como despesas financeiras fossem revertidos. Parece ser um procedimento esdrúxulo, mas era o possível.
- **Utilização da TJLP** – Do ponto de vista teórico, a taxa adequada a ser aplicada ao valor do patrimônio líquido para se obter o valor dos JSCP deveria ser aquela que os detentores de capital pretendem, e isso implicaria em diferenças de empresa para empresa, de ano para ano e de acionista para acionista. Tudo isso ainda fica mais prejudicado pelo fato da escolha ter recaído sobre a TJLP, que é uma taxa definida pelo Conselho Monetário Nacional e utilizada para financiamentos de longo prazo em operações de interesse do Governo Federal. Pouquíssimas são as empresas que têm acesso a esse tipo de financiamento.
- **Imposição de limites pela legislação** – Os limites impostos, por exemplo, a existência de lucros, para o pagamento dos JSCP não são tecnicamente aceitáveis, pois não representam a adequada remuneração do capital próprio. A existência desses limites não permite que os detentores de capitais de risco possam ser adequadamente remunerados e que essa remuneração se confunda com lucros que, em muitas vezes, sequer existiriam.

Desse modo, em função de o benefício fiscal ser o maior (se não o único) incentivo para que as empresas se valham do mecanismo dos JSCP, realizou-se uma pesquisa empírica para verificar se há relação entre as características das empresas e a escolha dessa forma de remuneração. A metodologia da pesquisa e os resultados são apresentados na seção seguinte.

4. Pesquisa empírica

4.1. Metodologia

Conforme comentado anteriormente, o objetivo dessa pesquisa é o de verificar se existe relação entre a escolha dos JSCP como forma de remuneração dos acionistas e as características das empresas.

Para atender a esse objetivo, utilizou-se a metodologia empírica, através do acesso à base de dados mantida pela FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, ligada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Tal base de dados é utilizada para a elaboração do anuário Melhores e Maiores, da Revista Exame – Editora Abril.

A seleção da amostra foi realizada a partir das empresas constantes da base de dados, tributadas pelo regime do Lucro Real, uma vez que essa é uma condição para a possibilidade de a empresa remunerar seus acionistas na forma de JSCP. Posteriormente, foram eliminadas as empresas que não distribuíram dividendos nem JSCP, pois o JSCP é uma alternativa para a distribuição de dividendos. Se a empresa não distribuiu dividendos nem JSCP, isso significa que a empresa decidiu não distribuir recursos aos seus acionistas, portanto a decisão de remunerar através do mecanismo de JSCP, nesses casos, não existe. A tabela 1 demonstra a quantidade de dados selecionados por ano.

Tabela 1. Dados selecionados para a pesquisa a partir da quantidade de empresas tributadas pelo Lucro Real, constantes na base de dados da FIPECAFI

Ano	Quantidade de empresas tributadas pelo Lucro Real	Empresas que distribuíram dividendos ou JSCP	% de seleção
2001	1.029	545	53%
2002	1.106	558	50%
2003	1.161	646	56%
2004	1.195	707	59%
2005	1.130	720	64%
2006	1.174	745	63%
Total	6.795	3.921	58%

Quanto aos métodos de procedimento, essa pesquisa utiliza os métodos comparativo e estatístico. O primeiro serve para a comparação entre as variáveis de empresas que utilizam JSCP como forma de remuneração versus aquelas que não o fazem. O segundo é útil para a validação estatística das relações construídas nessa pesquisa. Conforme explica Andrade (1999, p.26), “a manipulação estatística permite comprovar as relações dos fenômenos entre si, e obter generalizações sobre sua natureza, ocorrência ou significado”.

4.2. Dados obtidos

Os dados foram segregados em dois grupos (empresas que utilizaram JSCP e as que não utilizaram JSCP) e relacionados com diversas características das empresas, conforme descrição:

- Ramo da atividade (industriais, comerciais e prestadoras de serviços), representada pelo termo RAMO;
- Natureza jurídica da empresa (com e sem ações negociadas em bolsa de valores), representada pelo termo ACOESBOLSA;
- Origem do capital (nacionais, estrangeiras e estatais), representada pelo termo CONTROLE;
- Distribuição de dividendos, representada pelo termo DIVIDENDOS;
- Total do ativo, representada pelo termo ATIVO;
- Total do patrimônio líquido, representada pelo termo PL;
- Total de vendas, representada pelo termo VENDAS;
- Lucro antes do imposto de renda e contribuição social, representada pelo termo LAIR_CS;
- Imposto de renda e contribuição social, representada pelo termo IR_CS.

A seguir, descrevem-se os testes estatísticos utilizados para verificar o efeito dessas variáveis nos dois subgrupos da amostra.

4.3. Testes Estatísticos Utilizados

Os testes estatísticos utilizados foram de dois tipos: univariados e multivariados. A seguir, cada tipo é sumariamente descrito.

4.3.1. Testes Estatísticos Univariados

As características das empresas apresentadas na seção 4.2. representam variáveis qualitativas e quantitativas.

Para as variáveis qualitativas, foi utilizado o teste Qui-quadrado de aderência. Segundo Stevenson (1981, p. 294), esse tipo de teste é utilizado para julgar afirmações feitas sobre a distribuição de valores numa população. Para tal, o teste compara as frequências observadas com as frequências esperadas e verifica se há uma diferença significativa.

Com relação às variáveis quantitativas, utilizou-se o teste de diferença de médias para duas amostras independentes, pois o estudo divide as empresas em dois grupos – empresas que pagam JSCP e aquelas que não pagam JSCP.

Existem dois tipos de testes de hipóteses para duas amostras independentes: paramétricos e não-paramétricos. O teste paramétrico é denominado “teste de diferença de médias para duas amostras independentes” e exige como pressuposto que as populações tenham a mesma variância. O teste não paramétrico é conhecido por “teste de Mann-Whitney” e se assemelha à sua versão paramétrica, porém, não exige o pressuposto da igualdade de variâncias (STEVENSON, 1981).

Em função disso, esses dois testes são aplicados, e, sendo os resultados semelhantes, podem ser considerados consistentes e fortalecem as conseqüentes análises.

4.3.2. Testes Estatísticos Multivariados

Quando a variável dependente não é métrica, duas análises multivariadas podem ser aplicáveis: análise discriminante e regressão logística. A primeira é utilizada para avaliar se as variáveis independentes têm poder discriminatório em relação aos grupos definidos pela variável dependente. Essa técnica exige uma série de pressupostos, conforme aponta Hair et al. (2005, p. 217): normalidade de variáveis independentes, linearidade de relações, falta de multicolinearidade entre variáveis independentes e matrizes de dispersão iguais.

A regressão logística é uma alternativa à análise discriminante. De acordo com Hair et al. (2005, p. 231), a regressão logística não depende dos pressupostos de normalidade das variáveis e de igualdade das matrizes de dispersão, e é muito mais robusta quando tais pressupostos não são atendidos, tornando sua aplicação apropriada em muitas situações. Além disso, os pesquisadores preferem utilizar a regressão logística devido à sua similaridade com a regressão linear. E mais, a utilização de variáveis binárias descaracteriza a aplicação da análise discriminante, pois esta técnica exige a normalidade das variáveis independentes (HAIR et al., 2005). Dessa forma, as variáveis binárias não podem ser utilizadas na análise discriminante. Considerando esses fatores, a regressão logística é escolhida como a técnica estatística adequada para a avaliação multivariada desse estudo.

4.4. Resultados

4.4.1. Resultados dos Testes Univariados

Para as variáveis qualitativas, foi utilizado o teste qui-quadrado de aderência. A hipótese nula é a de que as frequências observadas são iguais às frequências esperadas (admitindo uma distribuição uniforme).

As tabelas apresentadas a seguir são do tipo *Crosstab* e demonstram a comparação entre a frequência esperada e a observada.

Tabela 2. Frequência esperada *versus* observada entre as variáveis RAMO e JSCP

			JSCP		Total
			Não	Sim	
ramo	Indústria	Count	1035	1241	2276
		Expected Count	1000,1	1275,9	2276,0
		% within ramo	45,5%	54,5%	100,0%
	Comércio	Count	213	366	579
		Expected Count	254,4	324,6	579,0
		% within ramo	36,8%	63,2%	100,0%
	Serviços	Count	475	591	1066
		Expected Count	468,4	597,6	1066,0
		% within ramo	44,6%	55,4%	100,0%
Total	Count	1723	2198	3921	
	Expected Count	1723,0	2198,0	3921,0	
	% within ramo	43,9%	56,1%	100,0%	

Observando a tabela 2, percebe-se que há 43,9% das empresas da amostra que não pagaram JSCP e 56,1% que escolheram essa forma de remuneração. A análise *crosstab* calcula a contagem esperada, com base nesse percentual geral, ou seja, se não houvesse influência do ramo no pagamento de JSCP, então a contagem esperada seria próxima de 43,9% e 56,1% dentro dos ramos. Exemplificando, no caso da Indústria, se o percentual de empresas que não pagaram fosse de 43,9%, então haveria aproximadamente 1.000 empresas industriais nessa condição (2.276 indústrias vezes 43,9% de empresas que não pagaram JSCP).

A análise demonstra que, especialmente no ramo de comércio, nota-se uma diferença de percentual. Apenas 37% das empresas comerciais não pagaram JSCP, versus 63% de empresas que efetuaram o pagamento.

Complementarmente, calcula-se a estatística Qui-quadrado de aderência e o valor p, ou seja, a probabilidade calculada do teste. Para esse teste, a hipótese nula é a de que não há diferenças significativas entre os valores reais e os esperados. A estatística calculada foi de 14,366 e o valor p relacionado foi de 0,001, ou seja, a um nível de significância de 1%, 5% ou 10%, rejeita-se a hipótese nula, uma vez que o Valor-P é inferior a esses níveis de significância. Portanto, conclui-se que a variável “ramo” diferencia as empresas que pagam JSCP daquelas que não o fazem, especialmente as empresas comerciais, que se diferenciam das indústrias e serviços.

Tabela 3. Frequência esperada *versus* observada entre as variáveis ACOESBOLSA e JSCP

			JSCP		Total
			Não	Sim	
acoesbolsa	Não	Count	1535	1758	3293
		Expected Count	1447,0	1846,0	3293,0
		% within acoesbolsa	46,6%	53,4%	100,0%
	Sim	Count	188	440	628
		Expected Count	276,0	352,0	628,0
		% within acoesbolsa	29,9%	70,1%	100,0%
Total	Count	1723	2198	4,8%	
	Expected Count	1723,0	2198,0	3921,0	
	% within acoesbolsa	43,9%	56,1%	100,0%	

Observando-se a tabela 3, percebe-se uma diferença nítida entre a forma de remuneração dos JSCP das empresas que têm ações na bolsa e das que não têm. Apenas 53,4% das empresas fechadas remuneraram seus acionistas na forma de JSCP. Já em relação às companhias abertas, 70,1% escolhe essa forma de remuneração.

A estatística calculada foi de 59,554 e o Valor-P relacionado foi de 0,000, ou seja, a um nível de significância de 1%, 5% ou 10%, rejeita-se a hipótese nula, uma vez que o Valor-P é inferior a esses níveis de significância. Dessa forma, conclui-se que a variável “ações na bolsa” diferencia as empresas que pagam JSCP daquelas que não o fazem. Pela análise da tabela 3, percebe-se que as companhias abertas se utilizam mais dessa forma de remuneração do que as empresas fechadas.

Tabela 4. Frequência esperada *versus* observada entre as variáveis CONTROLE e JSCP

			JSCP		Total
			Não	Sim	
controle	Brasileiro	Count	1385	1598	2983
		Expected Count	1310,8	1672,2	2983,0
		% within controle	46,4%	53,6%	100,0%
	Estatal	Count	72	136	208
		Expected Count	91,4	116,6	208,0
		% within controle	34,6%	65,4%	100,0%
	Estrangeiro	Count	266	464	730
		Expected Count	320,8	409,2	730,0
		% within controle	36,4%	63,6%	100,0%
Total	Count	1723	2198	3921	
	Expected Count	1723,0	2198,0	3921,0	
	% within controle	43,9%	56,1%	100,0%	

Em relação à tabela 4, nota-se que as empresas estatais e estrangeiras utilizam os JSCP de forma mais freqüente do que as empresas de controle brasileiro. A estatística Qui-quadrado calculada foi de 31,526 e o Valor-P calculado foi de 0,000, ou seja, novamente rejeita-se a hipótese nula de igualdade entre os valores reais e os esperados, portanto, a variável controle também diferencia o grupo de empresas que utiliza JSCP *versus* o que não utiliza.

Para a variável dividendos, o teste não pôde ser desenvolvido, uma vez que as empresas que não pagaram JSCP nem dividendos foram eliminadas da amostra.

Em relação às variáveis quantitativas, foi utilizado o teste de diferença de médias, paramétrico e não paramétrico.

Destaca-se que as variáveis quantitativas foram transformadas para base logarítmica, uma vez que os valores são muito diferentes entre si para as empresas, o que pode gerar distorções nos cálculos das estatísticas. Porém, como a base logarítmica não existe para números negativos, alguns dados foram excluídos quando da transformação.

São aplicados tanto o teste paramétrico quanto o não paramétrico e a conclusão se baseia no resultado desses dois testes, considerando-se significativa a diferença entre as médias quando tal significância é obtida nos dois testes. Se um teste aponta significância de 5% e outro de 10%, então a significância maior é adotada. Esse critério é adotado a fim de evitar conclusões equivocadas sobre os testes.

Tabela 5. Testes Univariados de Diferenças de Médias

Variáveis	Anos: 2001 a 2006			Testes Univariados	
	N	Média	Desvio Padrão	Paramétrico	Não-paramétrico
	<i>Pagou JSCP</i>	<i>Pagou JSCP</i>	<i>Pagou JSCP</i>	<i>T calculado</i>	<i>Z calculado</i>
	<i>Não Pagou JSCP</i>	<i>Não Pagou JSCP</i>	<i>Não Pagou JSCP</i>	<i>Valor-P</i>	<i>Valor-P</i>
ln_PL	2192	11,759	1,684	-5,529	-3,927
	1721	11,467	1,582	0,000 ***	0,000 ***
ln_ATIVO	2198	12,494	1,659	-3,453	-1,712
	1723	12,320	1,446	0,001 ***	0,087 *
ln_VENDAS	2198	12,771	1,440	-7,201	-5,479
	1720	12,447	1,348	0,000 ***	0,000 ***
ln_LAIR/CS	2136	10,250	1,758	-9,434	-8,011
	1617	9,700	1,778	0,000 ***	0,000 ***
ln_IR/CS	1990	8,643	1,880	-4,504	-3,720
	1470	8,353	1,859	0,000 ***	0,000 ***

Observações para a compreensão da tabela:

Linhas: para cada variável, são descritas duas linhas, sendo que nas:

- Primeiras três colunas (tamanho da amostra, média e desvio padrão), a primeira linha indica a estatística obtida pelo grupo de empresas que não pagam JSCP e a segunda, a estatística calculada para o grupo de empresas que pagam JSCP;
- Últimas duas colunas (testes estatísticos univariados), o valor da primeira linha representa a estatística teste calculada e a segunda, o valor-P correspondente à estatística calculada. O valor-P é indicado com o símbolo *, representando:

- * : valor-P é significativo a um nível de significância de 10%;
- ** : valor-P é significativo a um nível de significância de 5%;
- *** : valor-P é significativo a um nível de significância de 1%.

Colunas:

- Primeira coluna: variável a ser comparada com o pagamento de JSCP;
- Segunda coluna: tamanho da sub-amostra;
- Terceira coluna: média da sub-amostra;
- Quarta coluna: desvio padrão da sub-amostra;
- Quinta coluna: teste paramétrico de diferença de médias;
- Sexta coluna: teste não paramétrico de diferença de médias.

Os testes estatísticos apresentam significância em todas as variáveis. No caso da variável PL, as empresas que pagam JSCP possuem PL superior às que não pagam JSCP. Essa mesma relação é vista com as variáveis ATIVO, VENDAS, LAIR/CS e IR/CS, embora no caso do ativo, a relação tenha sido observada com uma significância estatística menor no teste não paramétrico.

No caso da variável IR/CS, era de se esperar uma relação inversa, já que o fato de a empresa pagar JSCP gera um benefício fiscal. Então, seria esperado que as empresas que pagam JSCP tivessem IR/CS menor do que aquelas que não utilizam essa forma de remuneração. De qualquer modo, como as empresas que pagam JSCP são maiores (relação observada no teste com as variáveis PL, ATIVO e VENDAS), então é aceitável que o IR/CS dessas empresas também seja maior, mesmo admitindo-se uma redução desse valor por conta do benefício fiscal dos JSCP.

4.4.2. Resultados dos Testes Multivariados

Utilizando-se os mesmos dados dos testes univariados, aplica-se a regressão logística, com o objetivo de avaliar as hipóteses da pesquisa de maneira multivariada.

Inicialmente, foi feito o Teste Step, Block e Model, utilizado para a avaliação da hipótese de nulidade de todos os coeficientes da regressão logística. Desse modo, para a adequação do modelo, a hipótese nula deve ser rejeitada, pois, com isso, assume-se que nem todos os coeficientes são nulos. Os resultados indicam valor-P igual a 0,000, ou seja, rejeição da hipótese nula a um nível de significância de 10%, 5% e 1%. Desse modo, confirma-se a hipótese de que nem todos os coeficientes da regressão são nulos.

O indicador Nagelkerke R^2 avalia o poder explicativo dos modelos, portanto torna-se útil para avaliar a capacidade do modelo de explicar as variações registradas na variável dependente. Os resultados indicaram um poder explicativo de 48%.

O próximo passo da avaliação do modelo da regressão logística é a avaliação estatística dos coeficientes estimados pela regressão. Para essa avaliação, utiliza-se o teste *Wald*, que examina a hipótese de nulidade de cada coeficiente, individualmente. A tabela 6 apresenta os coeficientes estimados e os resultados do teste Wald da amostra.

Tabela 6. Coeficientes e Resultados Estatísticos do Teste *Wald*

Variáveis	Coeficientes	Teste Wald	
		Estatística	Valor-P
Dividendos	-21,717	0,000	0,987
Ramo	0,126	6,529	0,011 **
Acoesbolsa	0,875	39,522	0,000 ***
controle	0,129	5,265	0,022 **
ln_PL	0,067	0,826	0,364
ln_ATIVO	-0,839	71,955	0,000 ***
ln_VENDAS	0,389	36,107	0,000 ***
ln_LAIR/CS	0,844	105,606	0,000 ***
ln_IR/CS	-0,319	29,111	0,000 ***
Constante	20,014	0,000	0,988

Na análise multivariada, as variáveis são analisadas conjuntamente. Desse modo, as variáveis cujos coeficientes são significativamente diferentes de zero explicam melhor as variações da variável dependente do que as demais, ou seja, é possível avaliar quais das variáveis independentes mais contribuem para a explicação do fenômeno. Nesse caso, percebe-se significância estatística nas variáveis ramo, ações na bolsa, controle, ativo, vendas, lair/cs e ir/cs.

Quanto ao sinal do coeficiente, não se esperava nenhum padrão de sinal no caso das variáveis ramo, ações na bolsa e controle, pois são variáveis qualitativas. Para as variáveis quantitativas, esperava-se uma relação positiva no caso de PL, ativo, vendas, lair/cs e uma relação inversa para ir/cs. Esses sinais foram observados, exceto pela variável ativo, que se mostrou com sinal negativo.

Adicionalmente, o modelo da regressão logística classifica as observações de acordo com a probabilidade estimada, isto é, com base nos coeficientes estimados, calcula a previsão das empresas observadas pagarem ou não JSCP. Posteriormente, essa previsão é comparada com os dados reais, para verificar o percentual de acerto do modelo. A tabela de classificação da amostra é apresentada a seguir.

Tabela 7. Classificação do Modelo Antes e Depois da Regressão Logística

<i>Classificação</i>		<i>Antes da Regressão Logística</i>			<i>Depois da Regressão Logística</i>		
<i>observado</i>	<i>previsto</i>	<i>Não Pagou JSCP</i>	<i>Pagou JSCP</i>	<i>% de Acerto</i>	<i>Não Pagou JSCP</i>	<i>Pagou JSCP</i>	<i>% de Acerto</i>
		<i>Não Pagou JSCP</i>	0	1442	0%	1087	355
<i>Pagou JSCP</i>	0	1969	100%	592	1377	69,9%	
		<i>% de Acerto Total</i>			<i>% de Acerto Total</i>		
		57,7%			72,2%		

A tabela 7 compara os percentuais de acertos antes e depois da aplicação da regressão logística. Nesse caso, sem o modelo da regressão logística, a previsão seria correta em 57,7% dos casos, por não haver parâmetros para o pagamento dos JSCP. Quando da aplicação da regressão logística, o percentual de acerto passa para 72,2%, ou seja, há uma melhoria da capacidade de previsão do fenômeno do pagamento dos JSCP.

Com base nos testes estatísticos multivariados, percebe-se que o fato de a empresa pagar JSCP ou não possui relação estatística significativa com as variáveis ramo, ações na bolsa, controle, ativo, vendas lucro antes do IR/CS e o próprio valor do IR/CS. Com essas variáveis, o modelo logístico possui um poder explicativo de 48% e classifica corretamente as observações em 72,2% dos casos. Portanto, os resultados consideram satisfatórios, tendo em vista as estatísticas observadas.

Esses resultados sugerem que as empresas que escolhem essa forma de remuneração possuem determinadas características que são distintas das empresas que não utilizam essa modalidade. Se distinguem quanto a:

- Ramo de atuação: empresas comerciais são menos propensas a utilizar a forma dos JSCP para remunerar seus acionistas;
- Ações na bolsa: empresas que possuem ações na bolsa pagam JSCP com mais frequência do que as empresas fechadas;
- Controle: companhias estatais e estrangeiras têm utilizado a possibilidade dos JSCP de forma mais assídua do que as empresas de controle nacional;
- Tamanho: empresas maiores (tamanho foi medido pelo PL, ativo e vendas) tendem a utilizar JSCP em presença maior do que empresas menores (embora no modelo logístico, o resultado para a variável ativo tenha sido invertido);
- LAIR/CS: empresas que têm maiores lucros são mais propensas a pagar JSCP do que aquelas que têm lucros menores;

• IR/CS: os resultados com a variável IR/CS não demonstraram consistência, pois, nos testes univariados, foi observada uma relação positiva entre o valor do IR/CS e o pagamento dos JSCP, e no modelo multivariado a relação foi negativa. Portanto, os testes foram inconclusivos.

5. Conclusões

Esta pesquisa procurou responder à seguinte questão: existe relação entre a escolha dos JSCP como forma de remuneração dos acionistas e as características das empresas? Como características das empresas, foram utilizadas as variáveis ramo, ações na bolsa, controle, pagamento de dividendos, patrimônio líquido, ativo, vendas, lucro antes do IR/CS e o valor do IR/CS.

Para responder à questão de pesquisa, foram acessados os dados das empresas que pagaram JSCP ou dividendos no período de 2001 a 2006, que constam da base de dados da FIPECAFI. Com base nas 3.921 observações obtidas, os dados das empresas foram segregados em dois grupos (as que pagaram JSCP e aquelas que não o fizeram) e relacionados com as suas características, citadas acima.

Os resultados da pesquisa indicaram que as características que diferenciam o grupo de empresas que paga JSCP daquele que não paga são o ramo, ações na bolsa, controle, tamanho e lucro.

Finalmente, destaca-se que a utilização dos JSCP nas demonstrações contábeis, conforme apontado no referencial teórico, pode ser considerada uma evolução positiva para a contabilidade, pois busca uma maior aproximação do lucro contábil ao lucro econômico. Porém, as restrições da legislação fiscal que criou esse formato de remuneração do capital próprio acabaram por distorcer o objetivo mais nobre que seria o de melhor adequar a forma de medição da rentabilidade dos sócios e acionistas das empresas.

Ressalta-se que os resultados obtidos não podem ser generalizados para o conjunto das empresas que operam no Brasil, uma vez que os dados foram obtidos a partir de uma amostra não probabilística.

Referências Bibliográficas

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como Preparar Trabalhos para Cursos de Pós-Graduação**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ATKINSON, A.A; BANKER, R.D.; KAPLAN, R.S.; YOUNG, S.M. **Contabilidade Gerencial**. Tradução de André Olímpio M.C. Castro. São Paulo: Atlas, 2000.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976.

_____. **Lei nº 9.249**, de 26 de dezembro de 1995.

_____. **Lei nº 9.430**, de 27 de dezembro de 1996.

_____. **Lei nº 11.638**, de 28 de dezembro de 2007.

FIPECAFI – FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil à econômica. Eliseu Martins: organizador. São Paulo: Atlas, 2001.

GUERREIRO, Reinaldo; SANTOS, Ariovaldo dos. As empresas que operam no Brasil estão pagando juros sobre o capital próprio? In: VI Congresso USP de Controladoria e

Contabilidade, 2006. São Paulo-SP. **Anais eletrônicos do VI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 2006, CD-ROM.

HAIR, Joseph F. Jr.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L.; BLACK, William C. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

LIPSEY, R.G.; STEINER, P.O.. *Economics*. 2.ed. New York: Harper & Row, 1969.´

LOPO, Antonio; BRITO, Lauro; SILVA, Paulo Roberto da; MARTINS, Eliseu. Custo de oportunidade, custo de capital, juros sobre o capital próprio, EVA[®] e MVA[®]. *In*: MARTINS, Eliseu (Org.). **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, Eliseu. Juros sobre o capital próprio. **Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços**, n. 15, p. 156-159, 1983.

_____. Juros sobre o capital próprio – aspectos conceituais. **Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços**, n. 50, p. 507-515, 1996.

SANTOS, Arioaldo dos. Quem está pagando juros sobre o capital próprio no Brasil?. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, vol.18, junho, 2007.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1981.