
REMUNERAÇÃO DOS ACIONISTAS POR MEIO DO JURO SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

REMUNERATION TO SHAREHOLDERS THROUGH THE INTEREST ON CAPITAL OF COMPANIES LISTED ON BM&FBOVESPA

José Roberto de Souza Francisco

Doutorando em Administração – UFMG;
Universidade Federal de São João Del-Rei – UFSJ -
Campus Ctan;
Endereço: Avenida Visconde do
Rio Preto S/Nº - Sala 2.12 - Bairro Colônia do
Bengo - São João Del-Rei/MG;
Tel: (31) 9123-8745
E-mail: j.roberto@ufsj.edu.br

Hudson Fernandes Amaral

Doutor em Sciences de Gestion - Université Pierre
Mendés France - Grenoble II – França;
UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais
Endereço: Av. Antonio Carlos 6.627/4031 – FACE –
Pampulha – Belo Horizonte/MG;
Tel: (31) 3409-7031
E-mail: hfamaral@face.ufmg.br

Recebido: 03/05/2013 2ª versão: 15/08/2013
Aprovado: 25/07/2013 Publicado: 30/08/2013

Luiz Alberto Bertucci

Doutor em Administração FGV/S;
UFMG - Universidade Federal de Minas Gerais
Endereço: Av. Antonio Carlos 6.627/4032 – FACE –
Pampulha – Belo Horizonte/MG
Tel: (31) 3409-7031
E-mail: bertucci@face.ufmg.br

RESUMO

O juro sobre o capital próprio, no Brasil, foi estimulado com a Lei 9.249/95 ao qual expõe que as empresas poderão agregar como custo do capital investido o montante referente a remuneração do capital investido pelos acionistas. Dessa forma, esta remuneração está limitada de acordo com o objeto social da empresa discriminado na Tabela 1. Ressalta-se também, que esta remuneração incide IRRF a alíquota de 15%, imposto este que poderá ser compensado como antecipação do imposto devido ou tributado definitivamente na fonte, de acordo com a opção tributária definida pela empresa. Este artigo tem como objetivo analisar como as empresas brasileiras têm utilizado deste procedimento para remunerar seus sócios. Neste contexto uma questão problema se coloca: Como as empresas têm utilizado da faculdade de se pagar ou creditar o juro sobre o capital próprio? Para responder ao quesito, a variável juro sobre o capital próprio foi comparada com as variáveis dos indicadores de retorno do investimento. Aplicou-se o software de tratamento estatístico SPSS, para análise e interpretação dos dados. No início utilizou-se a modelagem de correlação, por meio do coeficiente de *Pearson*, para identificar o grau de relação entre as variáveis, e em seguida a modelagem de regressão linear no intuito de averiguar qual a força de predição

do juro sobre o capital próprio em relação aos indicadores de retorno do investimento. Por meio dos tratamentos estatísticos identificou-se que a associação entre as variáveis é fraca ao longo do período analisado das empresas analisadas na BM&FBOVESPA, e que as empresas têm utilizado outra forma de remuneração do capital investido pelos acionistas.

Palavras-chave: Juros sobre o capital próprio; Gestão estratégica; Remuneração dos acionistas.

ABSTRACT

The interest on capital, Brazil, was stimulated with Law 9249/95 which states that companies may add to the cost of capital invested amount for return on capital invested by shareholders. Thus, this compensation is limited according to the object of the company detailed in Table 1. We also emphasize that the fee levied a withholding tax rate of 15%, this tax which may be offset as the anticipation of tax due or definitely taxed at source, according to tax option set by the company. This article aims to analyze how Brazilian companies have used this procedure to compensate its members. In this context a problem question arises: How companies have used the option of paying or crediting interest on capital? To respond to the item variable interest on capital was compared with the variables of the indicators of return on investment. Applied the statistical software SPSS for analysis and interpretation of data. Earlier we used the modeling of correlation coefficient by Pearson, to identify the degree of relationship between variables, and then linear regression modeling in order to ascertain the predictive power of interest on capital for indicators of return on investment. By means of statistical methods it was found that the association between the variables is weak throughout the period of analysis of the analyzed companies on BM&FBOVESPA, and that companies have used another form of return on capital invested by shareholders.

Keywords: Interest on capital; Strategic Management; Remuneration to shareholders.

1. INTRODUÇÃO

O Juro sobre o capital próprio iniciou no Brasil, de uma forma mais sucinta, com o advento em seu texto original, da Lei 6.404 de 15/12/1976 ao qual tratava da forma de remuneração aos acionistas, relativo ao período que antecipasse o início das atividades operacionais das empresas. Desta forma, não havia à época outra normatização que dispusesse de procedimentos de avaliação e análise para cálculo e contabilização do juro sobre o capital próprio. Portanto, a Lei 6.404/76 em seu artigo 179 mencionava o seguinte teor:

As contas serão classificadas do seguinte modo:

V – no ativo 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. (grifo dos autores).

Assim, os valores pagos ou creditados durante o exercício social eram registrados no Balanço da Companhia como despesa de amortização e dedutível para efeito do Imposto de Renda e da Contribuição Social. Estes procedimentos eram adotados em empresas com características de concessionárias de serviços públicos. Portanto, conforme Rochamn e Dylewski (2011) a dedutibilidade de imposto de renda, pode incentivar a empresa a diminuir seu nível de caixa e assim distribuí-lo para seus acionistas.

É fato que esse texto original da Lei 6.404/76, perdeu até a edição da Lei 11.638 de 28/12/2007 ao qual alterou alguns procedimentos sobre as contas do ativo diferido no art. 179, a saber:

As contas serão classificadas do seguinte modo:

V – no ativo diferido: a 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 acréscimos na eficiência operacional.

Disto posto, observa-se que este procedimento foi completamente revogado pelo advento da Lei 11.941 de 27/05/2009.

Assim, no que tange ao pagamento de juro sobre o capital próprio que antecede o início das atividades operacionais não mais poderá ser utilizado como forma de diferimento nos ativos da empresa.

Para normatizar esse procedimento no interstício entre 1976 e 2009, surgiu o Projeto de Lei 913 de 31/08/1995, ao qual foi transformado na Lei 9.249 de 26/12/1995, que define mecanismos para o pagamento ou crédito de juro sobre o capital próprio aos acionistas de uma forma mais completa, porém, restrito apenas às empresas que tenham como forma de tributação o Lucro Real. Ressalta-se que de acordo com Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) o juro sobre o capital próprio surge como uma alternativa de remuneração direta aos acionistas. A referida Lei define em seu artigo 9º, define que: “A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculado sobre as contas do patrimônio líquido”.

IOB (2009) expõe que “não deve ser computado, como integrante do Patrimônio Líquido, o lucro do próprio período de apuração”. Sabe-se que tal incremento foi oriundo da extinção da correção monetária do Ativo Permanente e do Patrimônio Líquido das pessoas jurídicas e consequentemente uma maneira de compensar os acionistas das empresas. (FORTUNA, 2005).

Abdelghany (2005); Martins e Assaf Neto (1985), dizem que “o custo do capital próprio de uma empresa é definido pelo retorno requerido por seus acionistas ao investirem seus recursos no empreendimento”. Tendo como foco a possibilidade propiciada pela Lei 9.249/95, na qual a empresa pode remunerar seus acionistas por meio do mecanismo de juro sobre o capital próprio e também deduzir estes gastos da base de cálculo do imposto, este artigo tem como objetivo analisar como as empresas brasileiras têm utilizado deste procedimento para remunerar seus sócios.

Assaf Neto (2009b) informa que “com a extinção da desindexação inflacionária sobre o resultado contábil, houve repercussões contábeis sobre as empresas, provocando uma tributação adicional”. Assim, com o término da correção monetária os resultados das empresas foram impactados provocando em alguns casos um aumento na tributação das pessoas jurídicas. Neste contexto, uma questão problema se coloca: Como as empresas têm utilizado a faculdade de se pagar ou creditar o juro sobre o capital próprio?

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Juro sobre o Capital Próprio – Aspectos conceituais

O juro ao capital próprio foi incentivado, no Brasil, em detrimento a normatização da Lei 9249/95 e Instrução Normativa 41/98, ao qual preceitua que as empresas poderão agregar como custo do capital investido o montante referente a remuneração do capital investido pelos acionistas, que corresponde ao total das contas contábeis do Patrimônio Líquido. Desse total deverá ser excluída a conta de Reserva de Reavaliação de bens ou direitos.

Conforme Assaf Neto (2009a):

uma outra forma de remuneração recebida pelos acionistas no Brasil é o juro sobre o capital próprio, pago pela empresa com base em suas reservas patrimoniais de lucros (resultados de exercícios anteriores que ficaram retidos na empresa), e não com base nos resultados da empresa no período, como os dividendos.

Dessa forma, a condição para o provisionamento do juro ao capital próprio fica condicionada a existência de Lucros Acumulados no respectivo ano de sua constituição, antes da computação dos juros ou ao dobro do somatório de Lucros Acumulados mais Reserva de Lucros. Redação dada pela Lei 9.430 de 27/12/1996.

O provisionamento está limitado a remuneração anual de acordo com o objeto social da empresa e conforme apresentado na Tabela 1. Cabe ressaltar que o montante de remuneração será tributado na fonte à alíquota de 15% sobre o montante do juro ao capital próprio, que terá como fato gerador o momento do pagamento ou crédito em conta corrente.

Tabela 1 – Limitação do juro sobre capital próprio

Limitação do juro sobre o capital próprio	Empresas em Geral	Sociedades Cooperativas	Cooperativas de Créditos
	TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), instituída pela Lei 9.365/96	12% a.a.	Taxa SELIC anual

Fonte: Dados da pesquisa, 2010.

Martins (1983) explica que “a melhor maneira de regulamentar esse juro é no estatuto social mencionando como será calculada, periodicidade de provisionamento, data do pagamento ou crédito em conta corrente, etc”. É fato também que estes valores sejam reconhecidos no resultado mensal das empresas para o atendimento ao artigo 177 da Lei 6404/76, que dispõe que: “A escrituração da companhia será mantida em registros permanentes, com obediência aos preceitos da legislação comercial e desta Lei e aos princípios de contabilidade geralmente aceitos, devendo observar métodos ou critérios contábeis”.

Portanto, deverá a empresa seguir o disposto nessa norma quanto ao registro tempestivo dos valores referente aos juros. É notório que a empresa deve relatar estes fatos administrativos junto às suas Notas Explicativas indicando os procedimentos de cálculo, provisão e metodologia de apuração.

Martins (1996), diz que: “as abordagens analisam as normas contábeis e a legislação brasileira que tratam os juros sobre o capital próprio, como uma forma de remuneração que os acionistas potenciais esperam receber pelos investimentos que fazem na empresa”.

Considerando a retribuição dos investimentos efetuados pelos acionistas, a norma aponta que o montante dos juros ao capital próprio poderá ser acrescentado ao dividendo obrigatório disponibilizado pela empresa.

Dessa forma, a pesquisa de Loss e Neto (2005), mostraram que tanto o dividendo quanto o juros sobre o capital próprio funcionam como uma espécie de distribuição de resultados.

Já em relação ao mercado acionário brasileiro estudos de Perobelli e Santos (2006) demonstram preferência dos investidores para as empresas que pagam maiores dividendos e/ou juros sobre capital próprio.

No entanto, estudos empíricos de Decourt e Procionoy (2009) apontaram que os executivos das empresas analisadas adotam a prática de distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio como alternativa de distribuição de resultados.

A Pesquisa de Nagem (2012) indicou que não há discrepância entre o efeito dos juros sobre o capital próprio e os dividendos no tocante a distribuição de resultado.

2.2 Juro sobre o Capital Próprio – Empresas de capital aberto

Especificamente no tocante às empresas de capital aberto, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Deliberação CVM 207 de 13/12/1996, determina que o montante dos juros ao capital próprio seja definido por meio de uma Assembleia Geral Ordinária cujo valor seja subtraído dos Lucros Acumulados do exercício anterior, não afetando assim, o resultado no exercício.

Soares Júnior (2004) apresenta o conceito de juro sobre o capital próprio e ressalta que esse mesmo dispositivo legal demonstra que as empresas devem adotar as práticas dispostas na Lei 6404/76 art. 176 e 177, que se referem às Demonstrações Financeiras e adoção de procedimento contábil uniforme e tempestivo.

Desse modo, as empresas devem adotar um dos seguintes procedimentos, quando se tratar de inserção de valores aplicados no Ativo Não Circulante/Investimentos – os respectivos montantes deverão ser diminuídos dos investimentos em ações da empresa pagadora do juro ao capital próprio; ou nos demais casos - acrescidos na receita operacional.

A base de cálculo deverá ser o saldo médio diário durante o ano civil do respectivo pagamento do juro ao capital próprio.

Assaf Neto (2009a) cita que:

a apuração desse juro sobre o capital próprio é opção de cada empresa, não se constituindo numa obrigação. Quando calculada e paga aos acionistas, essa remuneração é entendida como se fosse dividendo para efeitos de cálculo do dividendo mínimo obrigatório previsto na Lei das Sociedades por Ações.

Portanto, no caso da empresa adotar o provisionamento no resultado mensal e conseqüentemente o registro em despesa operacional financeira ou receita operacional financeira, deverá efetuar a reversão desses montantes e imputá-los na última linha da demonstração do resultado antes do saldo da conta do lucro/prejuízo líquido do exercício, por meio de Reversão do Juro sobre o capital próprio.

2.3 Juro sobre o Capital Próprio – Efeito Fiscal

Em relação à esfera tributária, ocorrerá o efeito fiscal quando a empresa efetuar o pagamento ou crédito em conta corrente dos acionistas, momento ao qual, deverá ocorrer a retenção do Imposto de Renda na Fonte (IRRF), atualmente a alíquota de 15% incidente sobre o montante dos juros sobre o capital próprio, conforme Regulamento do Imposto de Renda 3.000/2000.

No tocante ao IRRF, o mesmo atuará da seguinte forma: Empresa tributada com base no Lucro Real – considerado como antecipação do devido anualmente; Demais Empresas e Pessoa Física – considerado como tributação definitiva; Beneficiários de sociedade civil de prestação de serviços – compensado com o retido por ocasião do pagamento dos rendimentos.

Iudícibus, Martins, e Gelbcke (2007), apontam para que o montante mensal dos juros ao capital próprio possa ser considerado como despesa operacional financeira, o mesmo deverá estar limitado ao maior dentre os seguintes critérios: 50% Lucro Líquido após a CSLL e antes do IRPJ ou 50% Lucros Acumulados acrescidos das Reservas de Lucros.

Guerreiro e Santos, (2006) explicam que “outra grande novidade, do ponto de vista fiscal, incluída na Lei 9.249/95, foi a possibilidade das empresas passarem a remunerar os acionistas, através do pagamento de juro sobre o capital próprio, bem como a dedutibilidade para o cálculo do imposto de renda e da contribuição social, o capital dos acionistas”.

Ressalta-se que o juro sobre o capital próprio surgiu como uma forma de benefício fiscal com uma economia de 10%, pois o IRPJ é tributado a alíquota de 25% e a retenção do juro sobre o capital próprio é tributada a alíquota de 15%.

Santos Neto e Souza (2010) indicam que o juro sobre o capital próprio possui vantagens tributárias, embora haja um limite de dedução da base de cálculo do Imposto de Renda e da Contribuição Social.

Estudos de Santos *et al.* (2004) apontam para a influência da tributação na formação do preço das ações após pagamentos de dividendos e juros sobre capital próprio.

Do ponto de vista empresarial, a opção pelo pagamento de juro sobre o capital próprio, em substituição aos dividendos, pode gerar benefícios fiscais, SANTOS e SALOTTI, (2008).

Cabe ressaltar que a legislação prevê que poderá ocorrer esta substituição desde que haja previsão no Estatuto Social da empresa e também deliberação por parte da Assembleia Geral Ordinária. Assim, de acordo com Bhattacharya (1979) os dividendos apontam para a redução da assimetria informacional por meio do fluxo de caixa.

3. METODOLOGIA

3.1 Classificação da pesquisa

O procedimento metodológico foi classificado, conforme Vergara (2000), como sendo exploratório e descritivo, pois foi realizada em área sistematizada além de expor características de determinada população ou de determinado fenômeno. Quanto aos meios de investigação foi classificado como pesquisa bibliográfica ao passo que o estudo foi obtido de forma sistemática desenvolvida com base em material publicado, constituído de livros e em base de dados extraída do software da Economática. Esta pesquisa tem caráter quantitativo, ao qual foi quantificável em números, dados e opiniões utilizadas para classificá-los e analisá-los de modo a surtir efeitos para utilização do software de análise técnica estatística SPSS – *Statistical Package for the Social Sciences*. Nessa pesquisa busca-se descrever a relação entre o juro sobre o capital próprio e os relacionamentos com a evolução do Ativo Total, Patrimônio Líquido, Receita Líquida, Lucro Líquido e por fim com os Dividendos Pagos, com o intuito de verificar a relação entre estes indicadores e o retorno de investimento dos acionistas. Em seguida foi aplicada a regressão linear no sentido de verificar a influência que o juro sobre o capital próprio exerce sobre os retornos dos investimentos para os acionistas. Em relação a avaliação quantitativa esta compreende organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados. Os tratamentos desses dados foram desenvolvidos por meio de ferramentas estatísticas. Neste estudo coletou-se o juro sobre o capital próprio e o retorno dos investimentos dos acionistas onde foram feitas comparações destes índices e variáveis das companhias analisadas.

A justificativa para esta classificação consubstancia-se no fato do estudo descrever a importância da análise do juro sobre o capital próprio para a tomada de decisão através da análise quantitativa de indicadores e retorno do investimento que demonstram capacidade estratégica de curto prazo das companhias, por meio das informações divulgadas nas demonstrações financeiras das companhias listadas na BM&FBOVESPA. Trabalhou-se no período de 1995 a 2009, uma vez que a normatização no caso do Brasil iniciou-se a partir do ano de 1995, motivo pelo qual está se abrangendo o evento desde seu início.

3.2 Descrição dos procedimentos utilizados

Na primeira etapa, realizou-se uma revisão da literatura sobre estudos do juro sobre o capital próprio e indicadores de retorno do investimento. Desse modo, o foco da revisão bibliográfica centrou-se na compreensão dos aspectos legais e fiscais que estão relacionados com a análise dos juros sobre o capital próprio das companhias e conseqüentemente a influência destes sobre o retorno dos investimentos das empresas. Na segunda etapa da pesquisa, foram coletadas as Demonstrações Financeiras das companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA referente aos anos de 1995 a 2009 para a identificação do juro sobre o capital próprio e dos indicadores de retorno do investimento dos acionistas. A terceira etapa consistiu na análise e interpretação destes dados de gestão estratégica com o intuito de comparar o juro sobre o capital próprio com os indicadores de retorno do investimento. Na quarta e última etapa foi possível emissão de informações calcadas no tratamento estatístico de posse a comprovar o levantamento de dados das empresas objeto de estudo.

3.3 Coleta e operacionalização dos dados

Referente à população-alvo objeto desta pesquisa optou-se por uma amostragem não probabilística do tipo intencional. As empresas investigadas foram as companhias brasileiras de capital aberto extraídas do site da BM&FBOVESPA. Ainda como requisito para compor a amostra optou-se pelas empresas que ocorreram o fato de juro sobre o capital próprio, desta forma, do total de 694 companhias foram excluídas 495 companhias da amostra. A amostra final contempla o total de 199 empresas. No final, a amostra totalizou-se com 20 segmentos definidos pelo Software Economática, tendo em vista obter facilidade de entendimento da análise, conforme disposto no Quadro 1.

Quadro 1 – Relação das Companhias por segmento dos Setores da Economia

Setores da Economia	Quant. Empresas
Energia Elétrica	36
Outros	26
Telecomunicações	25
Alimentos e Beb	18
Siderur & Metalur	15
Química	12
Construção	9
Textil	8
Petróleo e Gas	7
Veiculos e peças	6
Comércio	5
Finanças e Seguros	5
Máquinas Indust	5
Papel e Celulose	5
Eletroeletrônicos	4
Minerais não Met	4
Mineração	3
Agro e Pesca	2
Software e Dados	2
Transporte Serviço	2
Geral	199

Fonte: Dados da Pesquisa, 2010.

Após definida a amostra e coletado os dados das demonstrações financeiras padronizadas obteve-se os valores relativos ao juro sobre o capital próprio e os retornos de investimentos dos acionistas do período de 1995 a 2009 das empresas investigadas. Os indicadores objeto da análise foram: Ativo Total, Patrimônio Líquido, Receita Líquida, Lucro Líquido e Dividendo Pago. Optou-se por estes indicadores por entender que possuem a mesma finalidade em detrimento a capacidade preditiva para comparar com a relação do juro sobre o capital próprio das companhias.

A variável do juro sobre o capital próprio foi comparada com as variáveis dos indicadores de retorno do investimento, aplicáveis estatisticamente na correlação, e em seguida utilizou-se a regressão linear para identificar qual o força de predição do juro sobre o capital próprio em relação aos indicadores de retorno do investimento. Posteriormente, emitiu-se opinião a respeito dos dados estatísticos para assim analisar a eficiência da gestão estratégica das empresas.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para testar a relação entre as variáveis desta pesquisa calculou-se o coeficiente de correlação, que de acordo com Dancey e Reidy (2006:179) “análise de correlação proporciona descobrir se existe um relacionamento entre as variáveis”. A intensidade do relacionamento de coeficiente de correlação pode ser positiva ou negativa e a força desta correlação pode variar entre 0 e 1, conforme Dancey e Reidy (2006:186), abaixo:

Perfeito	+ 1	- 1
	+ 0,9	- 0,9
Forte	+ 0,8	- 0,8
	+ 0,7	- 0,7
	+ 0,6	- 0,6
Moderado	+ 0,5	- 0,5
	+ 0,4	- 0,4
	+ 0,3	- 0,3
Fraco	+ 0,2	- 0,2
	+ 0,1	- 0,1
Zero	0	

Figura 1 – Graus dos coeficientes de correlação.

Fonte: Dancey e Reidy (2006:188).

Em seguida foi utilizada a regressão linear que de acordo com Dancey e Reidy (2006:389), “conduz uma análise de regressão linear, obtendo uma equação de regressão, que nos mostra a maneira como y muda enquanto resultado de uma mudança em x”. Abaixo está descrita a fórmula da equação da regressão linear:

$$Y = a + bx$$

Onde,

y = variável dependente

a = constante (intercepto y)

b = coeficiente angular

x = variável independente (explanatória)

A Tabela 2 apresenta a correlação do juro sobre o capital próprio das empresas objeto da pesquisa.

Tabela 2 – Correlação dos juros sobre o capital próprio

		Correlations						
		JuSPLi| Dez 2009	JuSPLi| Dez 2008	JuSPLi| Dez 2007	JuSPLi| Dez 2006	JuSPLi| Dez 2005	JuSPLi| Dez 2004	JuSPLi| Dez 2003
JuSPLi|Dez 2009	Pearson Correlation	1	,100	,118*	,075	,079	,054	,094
	Sig. (1-tailed)		,080	,048	,147	,134	,225	,093
	N	199	199	199	199	199	199	199
JuSPLi|Dez 2008	Pearson Correlation	,100	1	,979**	,954**	,877**	,847**	,159*
	Sig. (1-tailed)	,080		,000	,000	,000	,000	,012
	N	199	199	199	199	199	199	199
JuSPLi|Dez 2007	Pearson Correlation	,118*	,979**	1	,985**	,928**	,900**	,276**
	Sig. (1-tailed)	,048	,000		,000	,000	,000	,000
	N	199	199	199	199	199	199	199
JuSPLi|Dez 2006	Pearson Correlation	,075	,954**	,985**	1	,964**	,932**	,367**
	Sig. (1-tailed)	,147	,000	,000		,000	,000	,000
	N	199	199	199	199	199	199	199
JuSPLi|Dez 2005	Pearson Correlation	,079	,877**	,928**	,964**	1	,960**	,491**
	Sig. (1-tailed)	,134	,000	,000	,000		,000	,000
	N	199	199	199	199	199	199	199
JuSPLi|Dez 2004	Pearson Correlation	,054	,847**	,900**	,932**	,960**	1	,534**
	Sig. (1-tailed)	,225	,000	,000	,000	,000		,000
	N	199	199	199	199	199	199	199
JuSPLi|Dez 2003	Pearson Correlation	,094	,159*	,276**	,367**	,491**	,534**	1
	Sig. (1-tailed)	,093	,012	,000	,000	,000	,000	
	N	199	199	199	199	199	199	199

*. Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

Correlations

		JuSPLi| Dez 2002	JuSPLi| Dez 2001	Div Pag| Dez 2000	JuSPLi| Dez 1999	JuSPLi| Dez 1998	JuSPLi| Dez 1997	JuSPLi| Dez 1996	JuSPLi| Dez 1995
JuSPLi|Dez 2002	Pears on Correlation	1	,874**	. ^a	,624**	,632**	,221**	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)		,000	.	,000	,000	,001	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199	199
JuSPLi|Dez 2001	Pears on Correlation	,874**	1	. ^a	,746**	,727**	,517**	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)	,000	.	.	,000	,000	,000	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199	199
Div Pag|Dez 2000	Pears on Correlation	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)	.	.	.	.	.	.	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199	199
JuSPLi|Dez 1999	Pears on Correlation	,624**	,746**	. ^a	1	,827**	,456**	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	.	.	,000	,000	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199	199
JuSPLi|Dez 1998	Pears on Correlation	,632**	,727**	. ^a	,827**	1	,531**	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	.	,000	.	,000	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199	199
JuSPLi|Dez 1997	Pears on Correlation	,221**	,517**	. ^a	,456**	,531**	1	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)	,001	,000	.	,000	,000	.	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199	199
JuSPLi|Dez 1996	Pears on Correlation	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)	.	.	.	.	.	.	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199	199
JuSPLi|Dez 1995	Pears on Correlation	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)	.	.	.	.	.	.	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199	199

** . Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

a. Cannot be computed because at least one of the variables is constant.

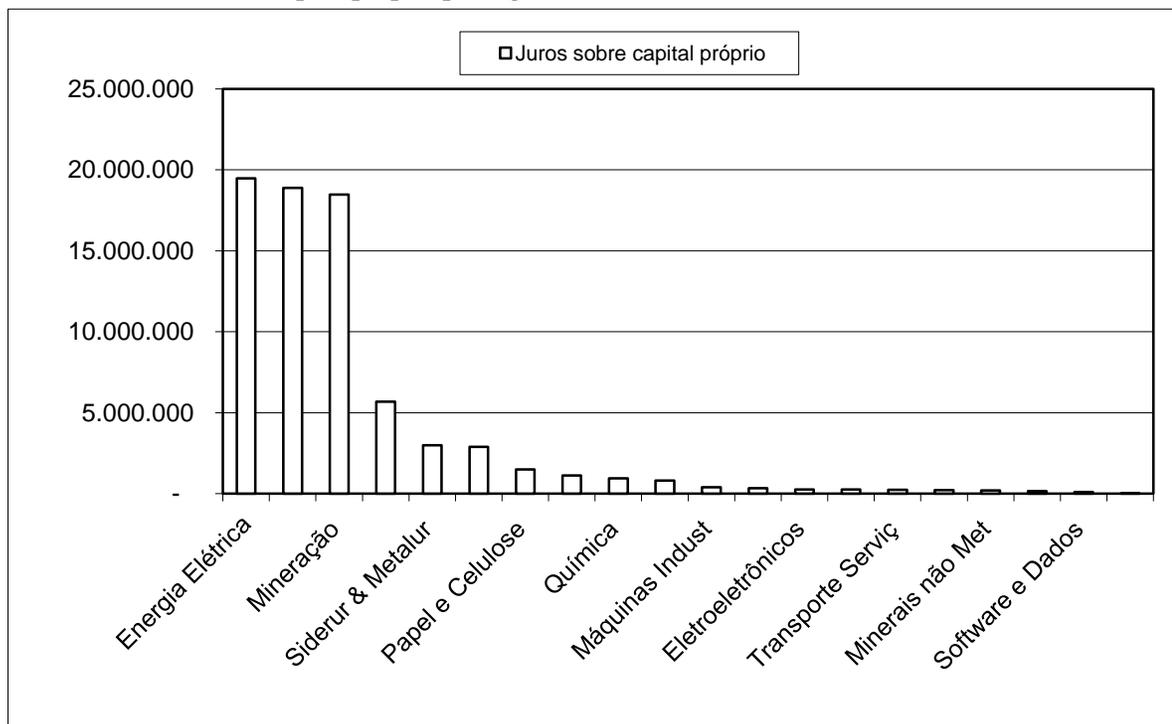
Fonte: Dados da pesquisa, 2010.

Ao analisar o juro sobre o capital próprio do período de 1995 a 2009, conforme demonstrado na Tabela 2, observa-se que de um modo geral ocorreu uma correlação moderada principalmente no período de 1998 a 2008, excetuando o ano de 2003. Ainda assim o período de maior correlação ocorreu no interstício de 2004 a 2008.

Outro fato importante é que com o advento da Lei 9.249/95 o início da prática pelas empresas como remuneração do juro sobre o capital próprio somente ocorreu a partir de 1997, ou seja, dois anos depois.

Porém, a relação do juro sobre o capital próprio com as demais variáveis analisadas a cada ano, verifica-se uma correlação fraca, o que vem a dizer que as empresas não estão utilizando da prática de juro sobre o capital próprio para remunerar seus acionistas, ou seja, tem-se utilizado outra forma de administrar estrategicamente, mesmo levando em consideração os benefícios fiscais propostos pela Lei 9249/95.

O Gráfico 1 apresenta os setores da economia que utilizam como forma de remuneração o juro sobre o capital próprio.

Gráfico 1 – Juro sobre capital próprio por segmento

Fonte: Dados da pesquisa, 2010.

Por meio do Gráfico 1 procurou-se identificar quais são os setores da economia que mais utilizam esta prática. Assim, verificou-se que os setores de Energia Elétrica, Mineração e Siderurgia/Metalurgia detêm 75,79% do total de juro sobre o capital próprio, o que configura o domínio em relação aos demais segmentos.

Portanto, com base na correlação será explicado o comportamento da variável juro sobre o capital próprio e os indicadores de retorno de investimento que tiveram pagamento ou crédito em conta corrente do juro sobre o capital próprio, conforme demonstrado na Tabela 3.

Tabela 3 – Regressão Linear juro sobre o capital próprio em relação ao patrimônio líquido

Estatística de regressão	
R múltiplo	0,416510337
R-Quadrado	0,173480861
R-quadrado ajustado	-1,153846154
Erro padrão	147033661,2
Observações	1

ANOVA					
	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	15	5,9E+16	3,93E+15	2,7286	#NUM!
Resíduo	13	2,81E+17	2,16E+16		
Total	28	3,4E+17			

	Coefficientes	Erro padrãc	Stat t	valor-P	95% inferiores	i% superior	Inferior 95,0%	Superior 95,0%	
Interseção							0	0	
Juros sobre capital próprio	0,004878131	0	65535	#NÚM!	0,004878131	0,004878	-125,4403942	128,7440957	
	0	25,49084395	15,43168	1,651852	0,1225	-7,847273906	58,82896	-7,847273906	58,82896181

Fonte: Dados da pesquisa, 2010.

Conforme demonstrado por meio da Tabela 3, observa-se que o R-Múltiplo corresponde a ordem de 0,4165 de possibilidade de resposta ao compararmos o juro sobre o capital próprio com relação ao patrimônio líquido. Entretanto, ao analisar o coeficiente de regressão (R2) o mesmo apresentou um percentual de predição de 17,34% de força de relacionamento o que é considerada extremamente baixa. Sendo assim, não se pode afirmar que existe grau de relacionamento entre o juro sobre o capital próprio e o patrimônio líquido.

Em detrimento à fraca correlação e regressão observada por meio dos dados analisados, procurou-se identificar como as empresas estão remunerando seus acionistas, uma vez que a utilização do juro sobre o capital próprio não se mostrou evidente. A pesquisa levou a considerar que a forma mais utilizada foi o dividendo, que será evidenciado na Tabela 4.

Tabela 4 – Regressão Linear dividendo pago em relação ao patrimônio líquido

		Correlations						
		Div Pag| Dez 2009	Div Pag| Dez 2008	Div Pag| Dez 2007	Div Pag| Dez 2006	Div Pag| Dez 2005	Div Pag| Dez 2004	Div Pag| Dez 2003
Div Pag|Dez 2009	Pearson Correlation	1	,881**	,915**	,919**	,857**	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)		,000	,000	,000	,000	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199
Div Pag|Dez 2008	Pearson Correlation	,881**	1	,869**	,784**	,832**	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)	,000		,000	,000	,000	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199
Div Pag|Dez 2007	Pearson Correlation	,915**	,869**	1	,907**	,850**	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)	,000	,000		,000	,000	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199
Div Pag|Dez 2006	Pearson Correlation	,919**	,784**	,907**	1	,891**	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	,000		,000	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199
Div Pag|Dez 2005	Pearson Correlation	,857**	,832**	,850**	,891**	1	. ^a	. ^a
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	,000	,000		.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199
Div Pag|Dez 2004	Pearson Correlation	. ^a	.^{a}	.^{a}	.^{a}	.^{a}	.^{a}	.^{a}
	Sig. (1-tailed)	.	.	.	.	.	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199
Div Pag|Dez 2003	Pearson Correlation	.^{a}	.^{a}	.^{a}	.^{a}	.^{a}	.^{a}	.^a
	Sig. (1-tailed)	.	.	.	.	.	.	.
	N	199	199	199	199	199	199	199

** . Correlation is significant at the 0.01 level (1-tailed).

a. Cannot be computed because at least one of the variables is constant.

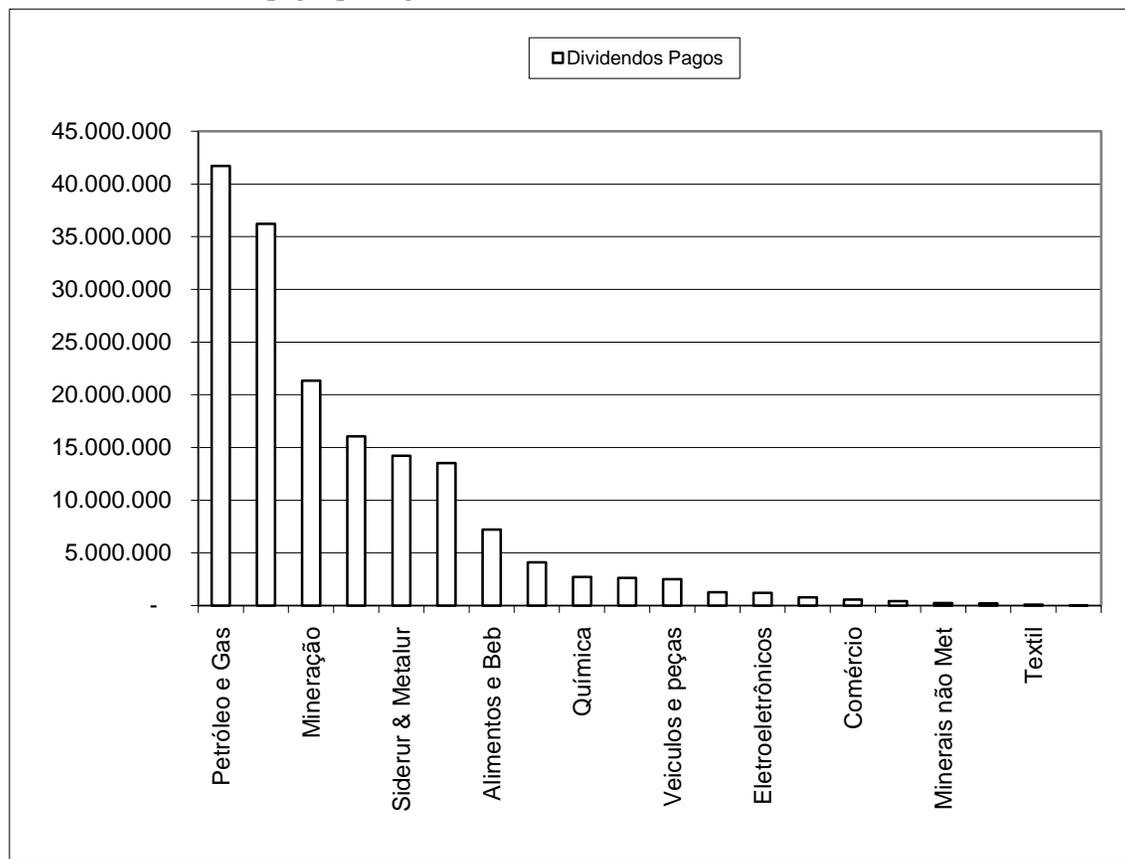
Fonte: Dados da pesquisa, 2010.

Verificando a outra forma de remuneração do capital investido pelos acionistas, foram analisados os dividendos pagos pelas empresas, conforme Tabela 4. Ressalta-se que foi analisado o período de 2005 a 2009, em virtude da falta de disponibilidade de dados no período analisado.

Portanto, observa-se que ocorre uma correlação forte, o que deixa bastante tácito que as empresas preferem remunerar seus acionistas por meio do pagamento de dividendos ao invés de juro sobre o capital próprio.

O Gráfico 2 apresenta os setores da economia que utilizam como forma de remuneração o dividendo pago.

Gráfico 2 – Dividendos pagos por segmento



Fonte: Dados da pesquisa, 2010.

Por meio do Gráfico 2 procurou-se identificar quais são os setores da economia que mais utilizam a forma de remuneração dos acionistas com base no pagamento de dividendo. Assim, verificou-se que os setores de Petróleo/Gás, Mineração e Siderurgia/Metalurgia detêm 59,43% do total de dividendos pagos do período de 2005 a 2009, o que configura uma distribuição mais equânime desta forma de distribuição.

Observa-se que análise relevante corresponde ao setor de Mineração que se encontra com remuneração destacada no juro ao capital próprio e também no dividendo pago.

A Tabela 5 demonstra a regressão linear tendo como referência o dividendo pago em relação ao patrimônio líquido.

Tabela 5 – Regressão Linear dividendo pago em relação ao patrimônio líquido

Estatística de regressão	
R múltiplo	0,999903944
R-Quadrado	0,999807898
R-quadrado ajustado	-1,153846154
Erro padrão	3634124,382
Observações	1

ANOVA					
	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	15	8,93568E+17	5,96E+16	67659,35168	#NUM!
Resíduo	13	1,71689E+14	1,32E+13		
Total	28	8,93739E+17			

	Coefficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P	95% inferiores	95% superiores	inferior 95,0%	Superior 95,0%
Interseção					0	0		
Dividendos Pagos	0,004892155	0	65535	#NÚM!	0,004892155	0,004892155	257,8655094	262,3625379
	0	1,032228067	0,003968366	260,1141	1,51224E-25	1,023654933	1,040801201	1,023654933

Fonte: Dados da pesquisa, 2010.

Conforme demonstrado por meio da Tabela 5, observa-se que o R-Múltiplo corresponde a ordem de 0,9999 de possibilidade de resposta ao comparar o dividendo pago com relação ao patrimônio líquido. Entretanto ao analisar o coeficiente de regressão (R²) o mesmo apresentou um percentual de predição de 99,98% de força de relacionamento o que é considerada extremamente alta. Sendo assim, pode-se afirmar que existe um alto grau de relacionamento entre os dividendos pagos e o patrimônio líquido.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A questão central desse estudo pôde ser respondida, à medida que se evidenciou a baixa relação do juro sobre o capital próprio com os demais indicadores de retorno de investimento. Por meio dos tratamentos dos dados estatísticos do coeficiente de *Pearson*, constatou-se que a força de associação entre as variáveis é fraca ao longo do período analisado das empresas listadas na BM&FBOVESPA, ou seja, a opção de pagamento ou crédito do juro sobre o capital próprio por parte dos gestores não influenciam na tomada de decisão por parte dos investidores, uma vez que não ocorreu variação significativa na análise do juro sobre o capital próprio. Portanto, com base nas empresas analisadas ficou apontado que não se tem utilizado, de forma relevante, o juro sobre o capital próprio como forma de remuneração aos acionistas.

Disso posto, a pesquisa mostra que as empresas utilizam como forma de remunerar os investimentos dos acionistas o dividendo pago, pois demonstrou uma força de relacionamento no percentual de 99,98% em relação ao patrimônio líquido.

Entretanto, corroborando a teoria (apresentada no referencial teórico) e a prática (por meio dos demonstrativos financeiros das empresas), alguns fatores podem estar afetando a alternância do juro sobre o capital próprio em detrimento aos dividendos pagos. Conforme o exposto a pesquisa aponta a retração de adoção desta prática pelos seguintes motivos: Limitação quanto ao máximo de pagamento de juro ao capital próprio; Limitação quanto à taxa remuneratória do juro ao capital próprio (TJLP); Diminuição do resultado mensal por ocasião do provisionamento; Falta de atualização financeira entre o provisionamento mensal e o efetivo pagamento; Retração por parte dos novos acionistas que não receberão os juros do capital próprio, já computado, porém, estes valores estarão apresentando resultados menores; Tributação do IRRF dos juros sobre o capital próprio, uma vez que Dividendo e Lucros não são tributados; e Conhecimento do montante do juro ao capital próprio somente após o término do exercício civil por meio da AGO;

Neste sentido tanto o tratamento estatístico por meio da correlação quanto o tratamento estatístico por meio da regressão linear, demonstram que estas técnicas quando trabalhadas em conjunto possuem uma capacidade de assertividade muito eficaz, à medida que foram colocadas em prova nesta pesquisa. Portanto, pode-se concluir que existe evidência de pouca intensidade de relacionamento entre o juro sobre capital próprio e os indicadores de retorno de investimentos das empresas listadas na BM&FBOVESPA, desde o início de vigência do juro sobre o capital próprio, ou seja, de 1995 até 2009.

Como limitação desta pesquisa, é importante destacar que das 694 empresas listadas na BM&FBOVESPA, apenas 199 utilizam como forma de remuneração o juro sobre o capital próprio.

Como sugestões de trabalhos futuros poder-se-á realizar novas pesquisas utilizando outras técnicas estatísticas, bem como a nova estrutura contábil para a destinação do Lucro Líquido do Exercício disposto pela Lei 11.941/2009.

6. AGRADECIMENTO

À FAPEMIG (Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais), que promove atividades de fomento, apoio e incentivo a pesquisas científicas e tecnológicas em Minas Gerais, possibilitando a realização do estudo pela concessão de bolsa de estudo por meio do PMCD (Programa Mineiro de Capacitação de Docente).

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDELGHANY, K.E. *Informational content of the cost of equity capital: empirical evidence*. *Management Auditing Journal*. v. 20, n. 9. p. 925-938. 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 4ª ed. – São Paulo: Atlas, 2009a.

_____. **Mercado Financeiro**. 9ª ed. – São Paulo: Atlas, 2009b.

BHATTACHARIA, Sudipto. *Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy*. *Vell Journal of Economics and Management Science*. V.10, n. 1, p.259-270, May 1979.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM 207**, de 13 de dezembro de 1996. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/indexpo.asp>>. Acesso em 17/12/2010.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei n.º 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em <<http://www.planalto.gov.br/ccivil.../Leis/L6404consol.htm>>. Acesso em 17/12/2010.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei n.º 9.249**, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido e dá outras providências. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9249.htm>. Acesso em 17/12/2010.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei n.º 9.365**, de 16 de dezembro 1996. Institui a Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-PASEP, do Fundo de Amparo ao Trabalhador, do Fundo da Marinha Mercante, e dá outras providências. Disponível em <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L9365.htm>>. Acesso em 17/12/2010.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei n.º 9.430**, de 27 de dezembro 1996. Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e

dá outras providências. Disponível em < <http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L9430.htm>>. Acesso em 17/12/2010.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei n.º 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em <<http://www.planalto.gov.br/ccivil.../Leis/L6404consol.htm>>. Acesso em 17/12/2010.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei n.º 11.941**, de 27 de maio de 2009. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição; e dá outras providências. Disponível em <<http://www.planalto.gov.br/ccivil.../Leis/L6404consol.htm>>. Acesso em 17/12/2010.

BRASIL. Secretaria da Receita Federal. **Regulamento do Imposto de Renda n.º 3.000**, de 26 de março de 2000. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. Disponível em <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/rir/default.htm>>. Acesso em 17/12/2010.

BRASIL. Secretaria da Receita Federal. **Instrução Normativa n.º 41 de 22/04/1998**. Dispõe sobre os juros remuneratórios do capital próprio. Disponível em <<http://www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/ins/ant2001/1998/in04198.htm>>. Acesso em 17/12/2010.

DANCEY, Christine P. e REIDY, John. **Estatística sem matemática para psicologia**. 3ª ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.

DECOURT, Roberto Frota; PROCIANOY, Jairo Laser. **O Processo Decisório da Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na Bovespa**. 9º Encontro Brasileiro de Finanças. Anais. Ago. 2009.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 16ª edição – Rio de Janeiro: Editora Qualitymark. 2005.

GUERREIRO, Reinaldo. e SANTOS, Ariovaldo dos. **As empresas que operam no Brasil estão pagando juros sobre o capital próprio?**. VI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. Anais. São Paulo. Jul. 2006.

IOB. **Juros remuneratórios do capital próprio de empresas tributadas pelo lucro real**. Boletim IOB.- Imposto de Renda e Legislação Societária. São Paulo. N. 42, p. 1-8. 2009.

IQUIAPAZA, Robert; LAMOUNIER, Wagner Moura; AMARAL, Hudson Fernandes. **Assimetria de Informações e Pagamentos de Proventos em Dinheiro na BM&FBOVESPA**. XXX Encontro da ANPAD. Anais. Salvador. Set. 2006.

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

LOSS, Lenita; NETO, Alfredo Sarlo. **O Inter-Relacionamento entre Políticas de Dividendos e de Investimentos: Um Estudo Aplicado às Companhias Brasileiras Negociadas na Bovespa**. XXIX Encontro da ANPAD. Anais. Rio de Janeiro. Set. 2005.

MARTINS, E. **Juros sobre o capital próprio. Aspectos conceituais**. Boletim IOB – Temática Contábil e balanços. São Paulo, V. 50, p. 515-507. 1996.

_____. **Juros sobre o capital próprio**. Boletim IOB – Temática Contábil e balanços. São Paulo, n. 15, p. 159-166. 1983.

MARTINS, E. ASSAF NETO, Alexandre. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1985

- NAGEN, Lílian Marques. **Retornos Anormais das Ações Pós-Pagamento de Dividendos: Um Estudo Empírico no Mercado Brasileiro a partir de 2009**. XXXVI Encontro da ANPAD. Anais. Rio de Janeiro. Set.2012.
- PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; SANTOS, Aline Barreto. **Vale a Pena Investir em Ações High Yiled? Novas Evidências sobre o Efeito do Pagamento de Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio sobre os Preços das Ações Brasileiras**. XXX Encontro da ANPAD. Anais. Rio de Janeiro. Set.2006.
- ROCHMAN, Ricardo Ratner; DYLEWSKI, Carolina. **Determinantes do Nível de Caixa das Empresas: Análise de Amostra de Países da América Latina**. XXXV Encontro da ANPAD. Anais. Rio de Janeiro. Set.2011.
- SOARES JÚNIOR, L. **Modelo para a avaliação do impacto dos juros sobre o capital próprio na estrutura de capital e no fluxo de caixa das empresas**. XXIV ENEGEP. Anais. Florianópolis. Nov. 2004.
- SANTOS, Alex Gama Queiroz dos; FIRMINO, Adilson Luiz Gomes; BRUNI, Adriano Leal; MATSUMOTO, Alberto Shigueri. **A Influência da Tributação sobre Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio no Comportamento dos Preços das Ações: Uma Análise Empírica da Bovespa**. XXVIII Encontro da ANPAD. Anais. Rio de Janeiro. Set. 2004.
- SANTOS, Ariovaldo dos. SALOTTI, Bruno Meirelles. **Juros sobre o capital próprio: qual a relação existente entre essa forma de remuneração e as características das empresas?**. XXXII Encontro da ANPAD. Anais. Rio de Janeiro. Set. 2008.
- SANTOS NETO, Domingos Pereira. e SOUZA, Ludmila de Melo. **A influência da remuneração do capital (juros sobre capital próprio e dividendos) na avaliação do valor da empresa**. XVII Congresso Brasileiro de Custos. Anais. Belo Horizonte. Nov. 2010.
- VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2000.