

Governança Corporativa e Juros Sobre Capital Próprio.

ANDRÉ MASAHARU YANO

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

ROBERTA CARVALHO DE ALENCAR

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Resumo

A utilização de Juros Sobre Capital Próprio como forma de distribuição de resultados proporciona ganhos fiscais às empresas que adotam esta forma, em substituição aos dividendos. Tendo em vista tal vantagem, é de se esperar que empresas lucrativas, com Imposto de Renda e Contribuição Social sobre Lucros a pagar optem pelo pagamento de Juros Sobre Capital Próprio. No entanto, pesquisas demonstram que mesmo grandes empresas, com ações cotadas em Bolsa não adotam esta estratégia. Uma possível explicação deste fenômeno é a existência de conflitos de interesse entre empresa e acionistas controladores que seriam prejudicados por este tipo de distribuição. Este trabalho investiga se empresas com melhores níveis de Governança Corporativa têm maior propensão a pagar Juros Sobre Capital Próprio, dentre uma amostra de 150 das maiores companhias abertas brasileiras, com dados coletados para os anos de 2007 e 2008. Por meio do uso da técnica de Regressão Logística, concluiu-se uma empresa com melhor nível de Governança Corporativa tem 32% a mais de chance de pagar Juros Sobre Capital Próprio do que as demais, considerando-se os dados no ano de 2008. A mesma técnica aplicada aos dados do ano de 2007 apontou na mesma direção, porém sem significância estatística. A pesquisa realizada introduz uma nova abordagem no que diz respeito ao estudo sobre a distribuição de JSCP no Brasil, utilizando como variável explicativa o nível de governança corporativa, acrescentando aos achados de estudos anteriores.

Introdução

Desde a sua instituição, em 1995, a distribuição de resultados na forma de Juros sobre Capital Próprio (JSCP) tem sido utilizada por grande parte das empresas como instrumento de planejamento tributário.

A utilização de JSCP como forma de distribuição de resultados, permite a dedução¹ de seu valor na apuração da base de cálculo do imposto de renda das pessoas jurídicas (IRPJ) tributadas pelo Lucro Real e da contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL)², de modo que ao utilizar esta forma de distribuição, as empresas geram um ganho fiscal perfeitamente lícito. A mesma dedução não é permitida caso a empresa distribua resultados a título de dividendos.

Tendo em vista tal vantagem, é de se esperar que empresas lucrativas, com IRPJ e CSLL a pagar optem pelo pagamento de JSCP em detrimento de dividendos. No entanto,

¹ Desde que obedecidas as regras de cálculo e limites estabelecidos pela legislação tributária

² O artigo 14 da lei nº 9779/99 dispunha que as despesas relativas a juros remuneratórios do capital próprio não são dedutíveis para efeito de determinação da base de cálculo da CSLL, mas foi revogado pelo artigo 78 da MP nº2158-35/2001. (HIGUCHI, 2008)

Santos (2007) verificou que tal opção foi utilizada por apenas 1/3 das empresas sem ações negociadas em bolsa e 2/3 das companhias com ações negociadas em bolsa.

A partir de tal constatação, pode-se questionar: por que empresas nas condições citadas pagaram dividendos em vez de JSCP?

Parte da resposta pode estar no seguinte conflito: Se de um lado, o JSCP é mais vantajoso do que o pagamento de dividendos para a empresa pagadora, nem sempre ocorre o mesmo para quem recebe.

Os dividendos recebidos não estão sujeitos a tributação, ao passo que os JSCP são tributados à alíquota de 15% na fonte. Para as pessoas físicas, mesmo com tal tributação, é vantajoso receber JSCP, considerando-se a geração de valor maior à empresa, conforme atesta o estudo de Pimenta et. al (2008). Já quando o acionista é uma pessoa jurídica, receber JSCP implica em maior tributação. (PÊGAS, 2007; p. 601) (HIGUCHI, 2008: p.111).

Assim, nos casos em que o acionista controlador seja uma Pessoa Jurídica, este pode exercer influência para que a empresa utilize a forma de distribuição mais vantajosa para si – no caso, pagamento de dividendos - em detrimento dos interesses dos demais acionistas, em uma clara situação de conflito de agência entre acionistas controladores e não-controladores.

1. Revisão Bibliográfica

Diversos são os trabalhos que abordam a temática JSCP, a maioria deles focando aspectos da teoria de finanças. Alguns destes trabalhos são descritos a seguir.

A vantagem da distribuição dos JSCP é demonstrada do ponto de vista de aumento no valor das ações nos trabalhos de de Pimenta et al. (2008) e Pilloto et al. (2008).

Pimenta et al. (2008) verificaram o caso empírico da Empresa Vale do Rio Doce (CVRD), afirmando que ao utilizar esta forma de planejamento tributário, as empresas geram um ganho fiscal perfeitamente lícito, podendo, assim, incrementar o valor remunerado aos seus acionistas ou, por meio de uma política adequada de distribuição de lucros, reter parte dos ganhos e reinvestir, gerando maior valor à empresa.

Ao passo que, caso a empresa optasse pelo pagamento de dividendos o valor a ser distribuído aos acionistas poderia ser menor, uma vez que os ganhos direcionados aos acionistas são compostos pelo recebimento de dividendos e a valorização das ações da empresa. De modo que nesta modalidade, as empresas reduzem a possibilidade de aumentar a riqueza de seus acionistas em longo prazo, por meio da valorização das ações, fruto do reinvestimento dos lucros retidos.

Já no estudo realizado por Pilotto et al. (2008), o fulcro da pesquisa é verificar em que medida os JSCP influenciam no cálculo do valor justo de uma empresa, utilizando a técnica de fluxo de caixa descontado, e desse modo observar se este modo de distribuição de resultados impacta no valor das ações da empresa, utilizando-se como exemplo empírico a empresa Aracruz Celulose.

Os autores explicam que o método utilizado faz uso dos fluxos de caixa estimados da empresa e os traz a valor presente a uma taxa específica, a qual é calculada a partir da média ponderada do custo de capital próprio e do custo de capital de terceiros, denominada pela sigla WACC, que no Brasil tem seu cálculo afetado por conta da existência do JSCP.

Novamente, o benefício fiscal gerado pela possibilidade de dedução de JSCP no cálculo do IR e CSLL acaba por favorecer um incremento do valor justo da empresa, visto que com o ganho tributário se reduz o custo de capital próprio e, por conseqüência, o custo

médio ponderado de capital, que é a taxa utilizada para trazer a valor presente os fluxos de caixa estimados. (PILOTTO et AL, 2008; p.13). Assim, com a redução desta taxa, o valor justo da empresa eleva-se.

Costa Júnior et al (2008) buscaram verificar se as companhias brasileiras estão aplicando os JSCP ao dividendo obrigatório, como prevê a legislação tributária. Para tanto, foram selecionadas 29 empresas brasileiras de capital aberta que mais pagaram dividendos desde o ano de 1994. Em resumo, tal estudo identificou uma série de problemas relacionados com a imputação dos JSCP aos dividendos, por mais que a amostra não tenha sido estatisticamente válida, devido ao reduzido espaço amostral da pesquisa, os autores chamam a atenção para estes repetidos equívocos por parte de representativas empresas brasileiras e atentam para uma melhor gestão de Governança Corporativa, bem como uma maior regulação por parte da CVM.

Os autores encontraram erros no cálculo dos JSCP, desacordos entre o valor distribuído aos acionistas e as disposições estatutárias, prejudicando um dado grupo de acionistas em detrimento de outros. Todavia, dentre as 29 empresas pesquisas foram encontradas 8 que não possuíam nenhuma discrepância entre o valor pago e o a ser distribuído, assim como não possuíam desacordo nos cálculos envolvendo JSCP e dividendos.

Os artigos mais diretamente relacionados com esta pesquisa são os estudos realizados por Santos (2007) e Santos e Salotti (2008). Ambos os estudos, apesar de abordarem períodos e quantidade de empresas distintos, possuem, basicamente, o mesmo fulcro teórico-metodológico, procuram investigar a relação entre aquela forma de distribuição de resultados e as características das empresas, tais como: Se Industrial, Comercial ou de Serviços; se possuem ações em bolsa ou não, se Brasileira, Estatal ou Estrangeira.

A pesquisa de Santos (2007) observou as demonstrações contábeis das empresas no período de 1996 a 2005, sendo que as empresas pesquisas não estavam, necessariamente, presentes em todos os anos, por exemplo: no ano de 1996 foram analisadas 493 demonstrações, já no ano de 2005, 955. Os resultados revelaram que pouco mais de 40% das empresas optam por distribuir JSCP em detrimento dos dividendos. E dentre este universo, quase não há distinção entre o número de empresas industriais, comerciais e de serviços, revelando uma amostra equilibrada.

Separando as empresas conforme a presença em Bolsa, Santos (2007) encontrou resultados mais significativos, como: dois terços das empresas com ações negociadas em bolsa optaram pelo pagamento de JSCP, enquanto as que não possuíam, somente um terço das empresas distribuíram JSCP. Outro dado bastante relevante diz respeito ao critério de origem das empresas, onde se verificou que de cada duas empresas estatais e estrangeiras, uma paga a referida distribuição de resultados.

Posteriormente, no estudo realizado por Santos e Salotti (2008), foram incluídos mais duas variáveis a serem pesquisadas: tamanho da empresa (quantidade ativos, PL e vendas) e Lucro obtido. Além disso, foram utilizadas modelos estatísticos mais refinados e uma amostragem de quase 4000 empresas entre os anos de 2001 a 2006. Os resultados da pesquisa revelaram que as empresas Industriais têm se mostrado mais favoráveis ao pagamento de JSCP, seguidas pelas de Serviços e por fim, as Comerciais. Dentre o critério de empresas com negociação de ações em bolsa, novamente, as que possuem capital aberto tendem a pagar com maior frequência. Quanto ao tamanho, as empresas maiores utilizam mais os JSCP como forma de distribuição de resultados, bem como as empresas de maiores lucros. E, como visto em Santos (2007), as empresas estatais e estrangeiras tendem a fazer uso dos JSCP com maior frequência que as nacionais.

2. Juros sobre Capital Próprio

Durante a primeira metade da década de 90, foram instituídas inúmeras medidas de combate à inflação, cujos resultados se verificaram em reduções bastante expressivas dos índices inflacionários. Para efeito de ilustração, no primeiro semestre de 1994 o índice que mede a inflação do período chegou a atingir 50%, logo no semestre posterior a implantação do Plano Real as taxas de inflação não ultrapassaram 3%. No ano seguinte, novas medidas foram engendradas a fim de extinguir definitivamente o período inflacionário da memória do país. (SANTOS, 2007; p. 34).

Por meio da lei nº9249, de 26 de dezembro de 1995, revogou-se toda e qualquer forma de correção monetária existente, como se pode observar da redação da lei:

Artigo 4º - Fica revogada a correção monetária das demonstrações financeiras de que tratam a lei nº7799, de julho de 1989, e o art. 1º da lei nº 8200, de junho de 1991.

Parágrafo único. Fica vedada a utilização de qualquer sistema de correção monetária de demonstrações financeiras, inclusive para fins societários.

De acordo com Santos (2007, p. 34), pode-se interpretar a partir da leitura do texto legal que a restrição não atinge somente o aspecto fiscal das empresas, bem como os aspectos societários. Ou seja, a correção monetária da inflação não deve ser feita para o cálculo dos tributos (IR e CSLL), como também não deve ser realizada para efeito de distribuição de resultados. A lei nº9249/1995, todavia, instituiu a criação dos JSCP como uma forma de compensação pelo fim da correção monetária nas demonstrações contábeis e na distribuição de dividendos. (SANTOS e SALOTTI, 2008; p. 3). Esta compensação, por sua vez, manifesta-se por meio de um ganho fiscal geralmente atrativo tanto para a empresa quanto aos acionistas.

A mesma lei estabelece em seu artigo 9º:

Artigo 9º A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos de apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, *pro rata* dia, da taxa de juros de longo prazo – TJLP.

Tal pagamento, para fins de dedutibilidade, está sujeito a limites, tal como estabelece o parágrafo primeiro, do mesmo artigo:

§ 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 reservas de lucros, montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados.

Outra especificidade da distribuição de JSCP diz respeito à retenção de Imposto de Renda na fonte, cuja alíquota corresponde a 15% do valor pago, como determina os parágrafos do artigo 9º da lei nº9249/95, abaixo:

§ 2º Os juros ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de quinze por cento, na data do pagamento ou crédito ao beneficiário.

§ 3º O imposto retido na fonte será considerado:

I - antecipação do devido na declaração de rendimentos, no caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro real;

II - tributação definitiva, no caso de beneficiário pessoa física ou pessoa jurídica não tributada com base no lucro real, inclusive isenta, ressalvado o disposto no § 4º;

O exemplo numérico a seguir, adaptado de Pegas (2007, 604) demonstra a vantagem dos JSCP em relação à opção de distribuição de dividendos.

Uma determinada empresa obteve Lucro antes de IR e CSLL de R\$ 500.000, e irá distribuir parte deste lucro aos seus dois sócios (pessoas físicas). Qualquer que seja a modalidade escolhida, os sócios devem receber a mesma quantia, que foi decidida em R\$ 85.000 para cada um, totalizando R\$ 170.000,00. Realizando o cálculo de JSCP de acordo com a legislação tributária, verificou-se que o valor de R\$ 200.000,00, resultante da aplicação da TJLP sobre o Patrimônio Líquido será integralmente dedutível.

As duas opções de distribuição são por tanto:

Dividendos – R\$ 170.000,00

Juros sobre Capital Próprio – R\$ 200.000,00. Como há para este segundo caso IR na fonte à alíquota de 15%, será retido o montante de R\$ 30.000,00 (15% de R\$ 200.000,00) e o valor líquido a ser pago aos sócios é de R\$ 170.000.

A tabela 1 a seguir, compara os resultados:

Tabela 1 - JSCP x Dividendos

Empresa X	JSCP	Dividendos
Lucro Contábil	R\$ 500.000	R\$ 500.000
(-) Juros sobre Capital Próprio	(R\$ 200.000)	-
Lucro Antes de CSLL e IR	R\$ 300.000	R\$ 500.000
(-) CSLL - alíquota 9%	(R\$ 27.000)	(R\$ 45.000)
(-) IR – alíquota 15%	(R\$ 45.000)	(R\$ 75.000)
(-) Adicional de IR - alíquota de 10%	(R\$ 6.000)	(R\$ 26.000)
Lucro Líquido do Exercício	R\$ 422.000	R\$ 354.000
(-) Dividendos Propostos	-	(R\$ 170.000)
Sobra em Lucros acumulados	R\$ 222.000	R\$ 184.000

Por meio deste exemplo comparativo entre JSCP e dividendos, observa-se que a empresa optante pela primeira forma de distribuição tem uma economia fiscal de R\$ 38.000.

Para a empresa que paga JSCP é clara a vantagem fiscal, uma vez que esta despesa financeira pode ser deduzida da base de cálculo dos tributos mais onerosos para as empresas (IR e CSLL), que juntas podem chegar a 34%. Do ponto de vista do acionista (pessoa física), receber JSCP pode representar também uma vantagem, pois, apesar do recolhimento de 15% de Imposto de Renda na fonte, a empresa pode decidir aumentar a distribuição de resultados por conta daquela economia fiscal. Todavia, no caso do acionista ser pessoa jurídica, os benefícios fiscais desaparecem, pois os créditos ou pagamentos recebidos em forma de JSCP passam a compor receitas financeiras não dedutíveis da base de cálculo do IR e da CSLL.

(PÊGAS, 2007; p.601) (HIGUCHI, 2008; p. 111). Além disso, de acordo com a mudança legislativa provocada pelo Decreto de nº5442, de 09 de maio de 2005, os JSCP não configuram imunidade de PIS/PASEP e CONFINS em seu recebimento, a saber:

Artigo 1º - Ficam reduzidas a zero as alíquotas da contribuição para o PIS/PASEP e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social – COFINS incidentes sobre as receitas financeiras, inclusive decorrentes de operações realizadas para fins de hedge, auferidas pelas pessoas jurídicas sujeitas ao regime de incidência não-cumulativa das referidas contribuições.

Parágrafo Único. O disposto no caput:

I – não se aplica aos juros sobre o capital próprio.

Desse modo, os acionistas, pessoa jurídica, que receberem JSCP, além de terem seus rendimentos tributados pelos IR e CSLL, também terão seus créditos tributados pelo PIS/PASEP, cuja alíquota é de 1,65% e COFINS com alíquota de 7,6%. Inviabilizando o recebimento dos JSCP.

3. Fundamentos Teórico-Metodológicos da Pesquisa

Assaf Neto (2007) e Andrade e Rosseti (2006), afirmam que as empresas brasileiras de capital aberto mantêm sua composição acionária fortemente concentrada, e, em consequência disso, as decisões internas podem ser tomadas visando unicamente os interesses dos acionistas majoritários

Tal concentração acionária pode gerar conflitos de agência. No sentido restrito de nossa pesquisa, é possível encontrar aquele conflito nos desencontros de interesses entre os acionistas minoritários e os majoritários controladores. Para tanto, foram criados alguns mecanismos gerenciais para inibir ou diminuir a ocorrência destes fatos, dentre estes mecanismos podemos citar a utilização da Governança Corporativa que procura estender os direitos dos acionistas minoritários, por meio de uma melhor e mais transparente informação contábil-financeira das empresas, ajudando no ato de fiscalização e acompanhamento por parte dos acionistas interessados³.

Para verificar se este aspecto influencia na decisão das empresas em distribuírem JSCP, foi utilizado o Índice de Governança Corporativa da BOVESPA, o qual é uma ferramenta objetiva para encontrar quais empresas brasileiras se declaram comprometidas junto àquela instituição na tarefa de tornar mais transparentes e claras as informações empresariais⁴.

³ Informações utilizadas no site da BOVESPA: www.bovespa.com.br/Principal.asp : 02/08/2009.

⁴As informações abaixo foram retiradas na íntegra do site acima citado e esclarecem quais são os compromissos legais que as empresas firmaram junto aos seus shareholders e stakeholders, bem como à Comissão de Valores Mobiliários.

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.

A partir da utilização destes embasamentos, foi formulado o seguinte **pressuposto teórico**:

- As empresas com práticas de governança corporativa tendem a ampliar “os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de seu desempenho”⁵.

Estabelecido o pressuposto teórico, estabeleceu-se a seguinte hipótese: A probabilidade das empresas brasileiras de capital aberto participantes do Índice de Governança Corporativa da BOVESPA pagar JSCP é maior que aquelas que não participam.

Foi utilizada como fonte primária de dados as informações disponíveis no *software* ECONOMATICA. As empresas escolhidas foram submetidas a filtros para seguindo as determinações legais referentes á distribuição de JSCP e outras limitações julgadas mais adequadas para a pesquisa, a seguir os critérios de seleção:

- Empresas com sede no Brasil.
- Empresas em Atividade
- Empresas que negociam suas ações na Bovespa
- Empresas que tiveram lucro líquido positivo nos anos de 2007 e 2008
- Empresas que tiveram provisão de Imposto de Renda a pagar para os anos de 2007 e 2008.

Após a aplicação dos filtros na base de dados ECONOMATICA, foram selecionadas 150 empresas por ordem de total de ativos para os anos de 2007 e 2008, a saber⁶:

Brasil	Amazonia	Ger Paranap	M. Diasbranco	Ferbasa
Bradesco	Bradespar	Light S/A	PDG Realt	Uol
Petrobras	Daycoval	Alfa Financ	Localiza	Providencia
Santander	Merc Brasil	Cemat	Natura	Dixie Toga

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

⁵ www.bovespa.com.br/Principal.asp : 02/08/2009

⁶ Duas empresas foram excluídas de nossa base dados devido a recente fusão que sofreram, o que gerou alguns desencontros e ambigüidade de informações. Devido a estes fatores decidimos excluir de nossa base de dados as empresas ItauUnibanco e BR Foods.

BR				
Vale R Doce	Tractebel	Rede Energia	Grendene	Par Al Bahia
Eletrobras	Copasa	Duratex	Inds Romi	Mundial
Nossa Caixa	Pine	Elektro	Lojas Renner	Klabinsegall
Sid Nacional	CPFL Energia	VBC Energia	Guararapes	Iochnp-Maxion
Ambev	Brasil T Par	Coelce	Marcopolo	Eztec
Banrisul	Mendes Jr	Sul America	Banpara	Brasmotor
Gerdau	Cruzeiro Sul	CCR Rodovias	Santos Brp	Log-In
Itausa	Ultrapar	AES Tiete	Casan	Cia Hering
Usiminas	Tran Paulist	Multiplan	Iguatemi	Rodobensimob
Sabesp	Panamericano	Caraiba Met	Metal Leve	Abyara
Telesp	BRB Banco	Rossi Resid	Alpargatas	Elekeiroz
Embraer	Souza Cruz	Weg	Cosern	Sultepa
Brasil Telec	Sanepar	MRV	Randon Part	Bardella
Nord Brasil	Ampla Energ	Cemar	Equatorial	Drogasil
Redecard	Sofisa	AES Sul	Even	Abnote
Eletropaulo	All Amer Lat	AES Elpa	Merc Invest	Alfa Consorc
Bicbanco	Gafisa	B2W Varejo	OHL Brasil	Forjas Taurus
Alfa Invest	Cyrela	Banese	Energisa	Vulcabras
P.Acucar-Cbd	Coelba	Indusval	Positivo Inf	Josapar
Cemig	Energias BR	Confab	Jereissati	Alfa Holding
Gerdau Met	Comgas	Porto Seguro	CC Des Imob	Merc Financ
Copel	Lojas Americ	Terna Part	AGconcessoes	Saraiva Livr
Embratel Part	Celpa	Celesc	JHSF Part	Tegma
Banestes	Celpe	Acos Vill	Itautec	Cacique
Neoenergia	Whirlpool	Ceg	Tecnisa	Fras-Le
Abc Brasil	521 Particip	Globex	Totvs	Contax

No modelo estatístico utilizado foram empregadas as seguintes variáveis:

Variáveis Dependentes

- Pagamento ou Não pagamento de JSCP

Variáveis Independentes

- **Grau de Governança Corporativa**, participação ou não no Índice de Governança Corporativa da BOVESPA.

5. Análise da Pesquisa

Para verificar a ocorrência de pagamento ou não pagamento de JSCP por parte das empresas pesquisadas, utilizou-se para tanto, a técnica estatística da Regressão Logística, a qual se habilita como a técnica mais adequada para verificar variáveis de tipo dicotômicas (MAROCCO, 2007). Deste modo, é possível verificar de que forma as variáveis influenciam a ocorrência de determinado evento, o pagamento ou o não pagamento de JSCP, e em que medida esta influência se dá. Além disso, foi feito a análise descritiva dos dados das empresas pesquisadas e sua relação com a posição de pagamento ou não pagamento de JSCP.

Foram encontradas para o ano de 2007, 119 empresas que não participaram do Índice de Governança Corporativa da BOVESPA contra 31 participantes. Dentre as não participantes 68 delas (57%) pagaram JSCP. Já entre as participantes do Índice 22(71%) pagaram JSCP.

Tabela 2 - Tipo de distribuição adotado versus nível de Governança - 2007

	Nível diferenciado de Governança Corporativa da BOVESPA		Total
	Não	Sim	
Pagou Dividendo	42,9%	29,0%	40,0%
Pagou JSCP	57,1%	71,0%	60,0%

Para o ano seguinte os dados pouco se alteraram, o número de empresas participantes e não participantes do índice não se alterou, contudo dentre as participantes do índice passou de 22 para 23, enquanto dentre as empresas não participantes do índice passou de 68 para 67 o número de pagantes de JSCP.

Aplicando-se a Regressão Logística aos dados de 2007, os testes estatísticos empregados revelaram que a chance de uma empresa participante do Índice de Governança Corporativa pagar JSCP é 24% maior que uma não participante daquele índice. Encontramos uma significância estatística de 0,17, o que nos leva a afirmar que há um sinal favorável à relação pretendida pela formulação da hipótese.

Tabela 3 - Regressão Logística - JSCP x Governança (dados 2007)

	B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
Step 1(a) Governança	,606	,437	1,925	1	,165	1,833
Constante	,288	,185	2,412	1	,120	1,333

Para o ano de 2008 os resultados estatísticos apontaram para uma chance um pouco maior de uma empresa participante do índice pagar JSCP que uma não pagante, ficando em 32% a chance desta relação ocorrer. Encontramos ainda que esta relação foi estatisticamente mais consistente que a verificada no ano anterior, estabelecendo um p-valor de 0,075.

Tabela 4 - Tabela 3 - Regressão Logística - JSCP x Governança (dados 2008)

		B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
Step	Governança	,803	,450	3,179	1	,075	2,231
1(a)	Constante	,253	,185	1,881	1	,170	1,288

Deste modo, podemos afirmar que os resultados estatísticos sinalizam indícios de que empresas brasileiras com maior governança corporativa tendem a pagar mais JSCP.

6. Considerações Finais

Este trabalho investigou se empresas com melhores níveis de Governança Corporativa têm maior propensão a pagar Juros Sobre Capital Próprio, dentre uma amostra de 150 das maiores companhias abertas brasileiras, com dados coletados para os anos de 2007 e 2008.

Por meio do uso da técnica de Regressão Logística, concluiu-se uma empresa com melhor nível de Governança Corporativa tem 32% a mais de chance de pagar Juros Sobre Capital Próprio do que as demais, considerando-se os dados no ano de 2008. A mesma técnica aplicada aos dados do ano de 2007 apontou na mesma direção, porém sem significância estatística.

A pesquisa realizada introduz uma nova abordagem no que diz respeito ao estudo sobre a distribuição de JSCP no Brasil, utilizando como variável explicativa o nível de governança corporativa, acrescentando aos achados de estudos anteriores.

Todavia, esta primeira sinalização precisa ser mais bem explorada, com indicadores que evidenciem diferentes graus de governança corporativa, bem como com a introdução de um maior número de variáveis explicativas no modelo adotado.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José. Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências. São Paulo, Ed. Atlas, 2ª edição. 2006.
- BRASIL. Decreto nº5442, de 09 de maio de 2005.
- BRASIL. Lei nº 9249, de 26 de dezembro de 1995.
- COSTA JÚNIOR, Jorge V. MARTINS, Eliseu. SOUSA FILHO, Rodolfo C. CARDOSO, Ricardo L.. *JSCP e Dividendos: as companhias “vacas leiteiras” estão utilizando a sistemática de imputação nos termos da lei?*. In: 9º Congresso USP Controladoria e Contabilidade, 2008, São Paulo. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos42004/372.pdf> > Acesso em 11/11/2008.
- HIGUCHI, H. et al. Imposto de Renda das Empresas: Interpretação e Prática. Atualizada até 10-01-08, Editora IR Publicações Ltda. São Paulo. 33ª edição, 2008.
- MAROCO, João. *Análise Estatística com utilização do SPSS*. São Paulo: Edições Silabo, 2007. 3ª edição.
- PÊGAS, Paulo Henrique. Manual de Contabilidade Tributária. Rio de Janeiro, Ed. Freitas Bastos, 5ª edição, 2007.
- PILOTTO, Lucas Augusto de Moraes. SENRA, Luis Felipe A.C. MORENO, Roberto. *Adaptação do WACC ao Juros Sobre Capital Próprio*. In: 32º Congresso da ANPAD, Rio de Janeiro, 2008.

PIMENTA, Daiana., BORSATO, Jaluz; RIBEIRO, Karém. *Desenvolvimento legal da contabilidade: análise do lucro passível de distribuição na Cia. Vale do Rio Doce*. In: 18º Congresso Brasileiro de Contabilidade, 2008, Gramado. Disponível em: http://www.congressocfc.org.br/hotsite/trabalhos_1/356.pdf > Acesso em 12/11/2008.

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?* In: 32º Congresso da ANPAD, Rio de Janeiro, 2008.

SANTOS, Ariovaldo dos. *Quem está pagando juros sobre capital próprio no Brasil?* Revista de Contabilidade e Finanças – USP. São Paulo, Edição 30 Anos de Doutorado, p. 33 – 44, Junho 2007.