

PONTIFÍCIA UNIVERSITÁRIA CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

UM ESTUDO SOBRE A ADESÃO DAS EMPRESAS AO JCP

GABRIEL DE ALMEIDA SEIGNEUR D'ALBUQUERQUE

MATRÍCULA: 1411808

ORIENTADOR: WALTER NOVAES FILHO

NOVEMBRO DE 2017

RIO DE JANEIRO

PONTIFÍCIA UNIVERSITÁRIA CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

UM ESTUDO SOBRE A ADEÇÃO DAS EMPRESAS AO JCP

GABRIEL DE ALMEIDA SEIGNEUR D'ALBUQUERQUE

MATRÍCULA: 1411808

ORIENTADOR: WALTER NOVAES FILHO

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma fonte de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

---

NOVEMBRO DE 2017

RIO DE JANEIRO

\*

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

\*

## Agradecimento

Gostaria de agradecer a Deus por todo o suporte que Ele me deu ao longo dessa monografia e a minha amada Mãe Maria que me amparou em minhas necessidades ao longo do trabalho. Também gostaria de agradecer a minha querida família, meus pais Carlos Affonso e Simone, e minha irmã Mariana, que me ajudaram de diferentes formas no presente trabalho, sem os quais não seria possível a conclusão deste trabalho. Ao meu orientador Walter de Novaes Filho, que sempre se mostrou disponível para me ajudar e orientar. Por fim, gostaria de agradecer a Georges Carlos Frederico Moreira Seigneur e a Fredderico Augusto Seigneur Bizzotto pelo esclarecimento de princípios jurídicos necessários para a elaboração dessa monografia.

## **Sumário**

I.	Capítulo I: Introdução -----	06
II.	Capítulo II: Formas de Distribuição de proventos -----	09
III.	Capítulo III: Legislação Relacionada -----	11
IV.	Capítulo IV: Descrição dos dados -----	15
V.	Capítulo V: Histórico -----	19
VI.	Capítulo VI: Conclusão -----	21
VII.	Anexo -----	22
VIII.	Referências -----	26

**Lista de Tabelas:**

Tabela 1 -----	17
Tabela 2 -----	20
Tabela 3 -----	22
Gráfico 1 -----	25

## Capítulo I: Introdução

Em um mercado cada vez mais competitivo, as empresas buscam aumentar sua produtividade e produzir um maior valor para seus proprietários com a menor quantidade de capital possível. A lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, define os tipos de empresas que podem atuar no território nacional. Nosso estudo irá trabalhar com esta última categoria de sociedades limitadas com capital aberto em bolsa.

As empresas surgem com o intuito de gerar valor para os proprietários. Quando uma firma alcança o limite de expansão com o capital próprio dos fundadores, a companhia deve decidir entre não mais crescer ou se financiar de alguma forma para continuar a se expandir. Caso opte por prosseguir com o crescimento, ela poderá contrair dívidas, seja por meio de emissões de debêntures, seja por outras modalidades de empréstimos. As taxas de juros exigidas pelos credores pode se tornar um empecilho para esta opção: grande parte dos resultados pode ser comprometido com o pagamento dessas obrigações, permanecendo no ponto de estagnação. Outra solução é a emissão de ações, onde parte da corporação é vendida e o capital é investido, tornando, assim, viável o crescimento da companhia.

O capital que foi captado pela companhia por meio dessa oferta de ações será utilizado para expandir os resultados da mesma. As firmas decidirão o que fazer com seus ganhos: algumas, cujas características são trabalhadas em F. Fama, R. French (2000), optam por não pagar nenhuma forma de proventos, reinvestindo todo o resultado, outras fazem a distribuição total dos rendimentos auferidos, existindo as que fazem uma escolha intermediária.

As empresas que decidem por distribuir parcial ou totalmente seus lucros tem um dilema pela frente sobre o modo como o farão. As formas mais usuais são via distribuição em dinheiro e a feita por meio de recompra de ações. O mecanismo da primeira é simples: a empresa define qual a porcentagem de seus lucros ela quer distribuir e divide esse valor pelo número de ações, respeitando os critérios de preferência (ações preferencias e ordinária estão sujeitas a diferentes regras). A outra funciona via redução do número de ações em circulação: a empresa recompra uma determinada quantidade de ações, com os seus lucros, elevando, assim, o preço geral das ações. Conforme Miller e Modigliani (1961),

as diversas formas de distribuição de proventos são igualmente boas para os acionistas, dado certas simplificações como ausência de impostos sobre as transferências. Na prática, essas taxas podem levar as companhias a mudarem a forma de como distribuem seus dividendos de acordo com as regras tributárias as quais estão sujeitas.

No Brasil, a partir de 1995 com a Lei 9249, foi criada uma nova forma de distribuição de proventos: os Juros sobre Capital Próprio. Essa modalidade é tratada como um benefício fiscal dado as companhias, visto que, uma vez tratado como despesas financeiras para efeitos fiscais, os juros sobre capital próprio reduzem os pagamentos de impostos por parte das empresas pagadoras. O objetivo central da criação dessa modalidade foi permitir que as empresas deduzissem de seu imposto de renda a pagar as distribuições de lucro para acionistas, Saulo Carvalho(2012). Assim, haveria um alinhamento do ganho dos credores das empresas e de seus proprietários.

Há no entanto uma divergência sobre a natureza desse pagamento: a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) interpretou, via deliberação número 207, que esses seriam uma modalidade de dividendos criados como um meio de equalizar o tratamento do fisco para as dívidas financeiras enquanto a Receita Federal atribuiu aos Juros sobre Capital Próprio (JCP) características de receita financeira ordinária por meio da normativa número 11. Essa interpretação leva ao pagamento de PIS e COFINS, por parte das pessoas jurídicas controladoras. Essa interpretação levaria a uma redução dos benefícios gerados pela lei original, muitas vezes eliminando totalmente.

Devido a essas divergências algumas empresas entraram na justiça contra a decisão do fisco de tributar dessa maneira o JCP, enquanto outras simplesmente aceitaram essa tributação, muitas vezes preferindo pagar a seus controladores em dividendos, quando estes são em maioria pessoas jurídicas. Algumas empresas foram a justiça buscando o não pagamento desses tributos. Em 2016, o Supremo Tribunal Federal (STF), por meio do Agravo Regimental no Agravo de Instrumento 810.311 Paraná, estabeleceu a decisão que parece ser final: deverão ser tributados os juros sobre capital próprio com relação a PIS e COFINS uma vez que são consideradas receitas financeiras para pessoas jurídicas recebedoras.

De fato uma contribuição deste nosso trabalho é estabelecer que o número de empresas que pagam JCP tem crescido desde a criação da lei, em 1995. Duas questões saltam aos olhos com esses números: i) por que todas as empresas que podiam pagar nessa forma de benefício não o fizeram; ii) e por que esse o número tem crescido ao longo dos anos.

Saulo Lopes, 2012, foi o primeiro a explicar uma opção para esses fatos. Quando a lei foi promulgada, a CVM interpretou os JCPs como dividendos enquanto a Receita Federal interpretou como Receita Financeira, sujeito a PIS/COFINS no caso do recebedor ser Pessoa Jurídica.

Saulo notou que esta interpretação reduz os benefícios e, em alguns casos, chega a eliminá-los. Com isso, houve um período de incerteza jurídica que levou a diversas firmas, a não utilizarem a modalidade logo que a lei foi promulgada.

O nosso trabalho visa complementar o estudo de Saulo em dois aspectos:

1. Estudar a diferença entre as empresas que se valeram do JCP das que não utilizaram o benefício.
2. Mostrar que mesmo com o fim da incerteza jurídica, haverão firmas que não irão utilizar essa modalidade de pagamentos.

## Capítulo II: Formas de Distribuição de Proventos

Em um mundo sem impostos e outros atritos, a escolha de como pagar proventos é irrelevante, Miller e Modigliani (1982). No entanto, quando introduzimos certos atritos a essa questão, como os impostos, esse cenário se modifica significativamente. As firmas introduzem ao seu problema de maximização de lucros outras questões como o quanto de impostos ela e seus acionistas deverão pagar sobre seu resultado e renda, respectivamente.

Esse ponto se torna peculiarmente interessante no Brasil, pois, como já falamos, as firmas se veem obrigadas a cumprir com os pagamentos estabelecidos em seus estatutos. Nos Estados Unidos da América o número de empresas que pagam dividendos tem caído ao longo do tempo. O motivo não é a mudança na características das firmas, Fama French (2000), mas sim uma mudança da visão de como prover o maior payout líquido aos seus acionistas.

Quando incorporamos os Juros sobre Capital Próprio às discussões supracitadas, vemos que ele compõe importante variável no problema de maximização de lucro da firma, pois permite ser registrado como despesa para a empresa que os paga. Assim sendo, pode mudar a decisão da empresa sobre a quantidade de proventos irá distribuir, respeitando sempre a quantidade determinada no estatuto.

Em um primeiro momento, quando não se leva em conta a incidência de PIS e COFINS, temos que o JCP é um benefício que deveria ser amplamente utilizado, visto que pessoas física e jurídica são favorecidos por ele. A primeira é beneficiada por uma diferença de alíquota: enquanto pessoas jurídicas pagam 34%, elas pagam 15%. A segunda é beneficiada por causa do artigo 29 inciso 1 da já citada IN 1700. Nela, explica-se como se calcular o total de IRPJ a ser pago: 15% incidem sobre a Lucro antes do imposto de renda e outros 10% sobre a parcela do lucro que exceder o total anual de 240.000, caso a firma tenha resultado anual superior a esse valor. Como demonstrado em planilha em anexo, essa cláusula torna o JCP um benefício para PJ.

No entanto, ao determinar que incidem PIS e COFINS sobre o JCP, a legislação cria um importante complicador na matéria de distribuição de proventos. Isso porque, quando uma firma recebe Juros sobre Capital Próprio, o benefício líquido auferido por ela é inferior

ao que seria recebido caso a modalidade escolhida pela companhia pagadora fosse via dividendos.

Apesar das complicações geradas pela lei, a firma continua visando sempre maximizar o rendimento que seus acionistas auferem. Isso não significa que pagaram sempre via dividendos. É sabido que firmas nunca devem desistir de um projeto com Valor Presente positivo para pagar proventos. Sendo assim, se a firma deve optar entre o investimento que gerará ganhos futuros para os acionistas e distribuir hoje proventos na forma mais rentável para os portadores de suas ações, mesmo que isso gere perda para a firma, ela deverá optar por investir no projeto. Assim, conseguirá distribuir uma maior quantidade de proventos no futuro, ou terá um aumento no preço de suas ações, que compensarão a queda do valor dos proventos distribuídos hoje. Existem firmas que não tem projetos que compensem esse decréscimo no recebimento líquido de proventos hoje. Dessas firmas espera-se um pagamento de proventos via dividendos e não via JCP.

### Capítulo III: Legislação Relacionada

Com o intuito de entendermos a importância dos Juros sobre Capital Próprio para o mercado de capitais brasileiro e, com isso, toda a discussão por trás da incerteza jurídica que permeava esse incentivo fiscal, iniciamos nosso estudo com uma análise sobre legislação tributária brasileira, que envolve, além das leis, diversas normativas da Receita Federal Brasileira, decisões do STF e resoluções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Diferentemente dos Estados Unidos e de outros países que tem suas legislações baseadas no Common Law, o Brasil possui uma legislação que pouco protege o acionista minoritário, por se tratar de um país cuja as normas derivam do Civil Law, conforme La Porta em “Law and Finance”.

Para tentar contrapor essa debilidade, os legisladores criaram normas tais como as de que empresas de Capital aberto devem pagar obrigatoriamente dividendos em quantidade pré-estabelecida. Essa quantidade pode variar, conforme artigo 202 da lei 6404/76, sendo estabelecida pelo estatuto ou por legislação, se este for omissivo nesse quesito. Além disso, temos que:

“Quando o estatuto for omissivo e a assembleia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo”.

Conforme Fama e French expõe em seu paper “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?” muitas firmas optam, nos EUA, por distribuir seus proventos por meio de recompra de suas ações ou até mesmo decidem não distribuir seus lucros, reinvestindo-os em sua totalidade. No Brasil, devido a legislação que acabamos de apresentar, essas possibilidades ficam restritas a normas definidas previamente. Com isso, as empresas, que passam por diversos ciclos financeiros e por gestões com visões diferentes sobre políticas de governança corporativa, ficam tolhidas de alternar as decisões a respeito de distribuir ou não estes proventos.

### 3.1 Forma de cálculo

A firma, possui alguns limites legais para o pagamento de Juros sobre Capital Próprio. O primeiro deles é dado pela lei 9249, Art. 9º, inciso primeiro:

“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, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados.”

Ainda nesse mesmo artigo, inciso 7º, estabelece-se que os Juros sobre Capital próprio poderão ser descontados do valor obrigatórios que a empresa deverá pagar de dividendos, dando uma maior flexibilidade a empresa. Apesar de sabermos que esta lei não impacta na no nível de investimento escolhido pela firma, vemos em Martins e Novaes (2012)

Outro limite é a de que o pagamento dos proventos nessa forma são calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP, de acordo com a IN 1700/2017, art.25:

“§ 2º O montante dos juros remuneratórios passível de dedução nos termos do caput não poderá exceder o maior entre os seguintes valores:

I - 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido do exercício antes da dedução dos juros, caso estes sejam contabilizados como despesa; ou

II - 50% (cinquenta por cento) do somatório dos lucros acumulados e reservas de lucros.

§ 3º Para efeitos do disposto no inciso I do § 2º, o lucro será aquele apurado após a dedução da CSLL e antes da dedução do IRPJ.”

### 3.2 Tributação

Outro ponto necessário para a discussão é a modalidade tributária na qual se encontram os dividendos e JCP. Como o primeiro é fruto do lucro de uma companhia, no qual já incidiu o Imposto de Renda (IR), ele é isento para o recebedor, para que não haja o problema de bitributação.

Tal regra encontra-se descrita na Lei 9249:

“Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.”

O pagamento do JCP é considerado um benefício fiscal, para a empresa pagadora por uma questão tributária. Essa modalidade de pagamentos de proventos é contabilizada como uma despesa financeira, para efeitos fiscais, diferentemente dos dividendos. Assim sendo, a base de cálculo do Imposto de Renda e do CSLL é reduzida, diminuindo a carga tributária incidente sobre a corporação. É importante ressaltar que para efeitos contábeis a CVM estipula que os juros sobre capital próprio não devem ser computados como despesa financeira pelas firmas. Isso porque, por se tratar de um benefício opcional, as empresas que optarem por utilizado podem ter suas demonstrações financeiras distorcidas em relação aquelas que não se valerem da mesma. Assim sendo, esta instituição, via normativa nº 207/96, instruí como deve ser realizado este lançamento para fins contábeis.

Como as taxas somadas de PIS e COFINS são de, aproximadamente 34% e a que incide para as Pessoas Física recebedora é de 15%, há uma vantagem para as empresas e pessoas física receberem nessa modalidade.

Já o benefício para pessoas jurídicas se dá pelo fato da regra de cálculo do IRPJ, no qual se estabelece uma alíquota fixa de 15% e uma alíquota adicional de 10% sobre o lucro mensal que exceder 20.000 reais. Caso o lucro agregado do ano ultrapasse a quantia de 240.000, somente sobre o valor que ultrapassar esse teto sofrerá essa tributação, artigo 29 inciso 1 IN 1700. Com isso, é evidente que há um benefício para as PJs que receberem nessa modalidade, vide tabela 2 do anexo.

Esse cenário em que o JCP é positivo tanto para pessoas jurídicas quanto para pessoas físicas fica comprometido quando consideramos a incidência de PIS e COFINS sobre esse provento. Essa tributação é baseada no entendimento legal que os juro sobre capital próprio, quando recebidos por PJs, é contabilizada como receita financeira (Artigo 76, IN 17000 de 2017) e, como tal, incidem sobre ela PIS e COFINS de acordo com as Leis

\*

10.637 de 2002 e 10.833 de 2003, o que anula os benefícios líquidos para as pessoas jurídicas que o recebem, tornando muitas vezes preferível o recebimento de proventos de outra forma.

Outra legislação que sustenta a premissa da incidência desses tributos sobre o JCP é uma decisão do Supremo Tribunal Federal (STF) que, por meio do Agravo Regimental no Agravo de Instrumento 810.311 Paraná, decidiu, em 2016, a favor da incidência do PIS e do COFINS sobre os Juros sobre Capital Próprio.

De acordo com a IN 1700 de 2017, Art. 27 e Art.28., ainda incidem sobre Juros sobre capital próprio IRPJ e CSLL, devido a uma falta de cláusula de exclusão. Soma-se a isso o já mencionado artigo 76 da mesma Instrução normativa que estabelece que JCP faz parte da receita financeira da firma, que em seu turno compõe o lucro real da corporação. Como CSLL e IRPJ são aplicados sobre este, temos que os Juros sobre capital Próprio sofrem também, portanto, tais tributações.

Finalizamos aqui a parte de sustentação legal sobre o assunto e partiremos, no próximo capítulo, para uma simulação que visa evidenciar que, com a incidência fiscal do PIS e do COFINS, há um prejuízo para Pessoas Jurídicas que recebem Juros sobre Capital Próprio juntamente com dividendos em relação a aqueles que auferem apenas proventos via dividendos.

## Capítulo IV: Descrição dos dados

### 4.1 Seleção

O ponto de partida de nossa amostra começa com a coleta dos dados. Utilizamos como fonte geradora e principal base de dados o Economática.. A partir disso selecionamos todas as empresas listadas na BMF Bovespa entre 1995 até 2016, que pertencem ao grupo de empresas de comércio ou a indústria. As Instituições financeiras e as seguradoras listadas em bolsa, por estarem incluídas em outra regra de formulação de seus demonstrativos financeiros, não foram incluídas na nossa base.

O início da amostra coincide com o ano de implementação da Lei dos Juros sobre Capital Próprio. Como a regra do cálculo do JCP leva em conta a existência de Lucros Acumulados do período anterior, selecionamos o ano de 1994 (ano anterior a promulgação dessa lei), unicamente para fins de filtro. Assim conseguimos selecionar as empresas aptas a optar por pagar proventos via JCP. O fim é o último ano com informações disponíveis para os demonstrativos financeiros, que são as principais fonte de dados da nossa pesquisa, 2016.

### 4.2 Manipulação da base

Para conseguirmos trabalhar com a base gerada pelo Economática e, assim, selecionar dentro das 374 empresas as que se enquadram naquelas aptas a pagar JCP. Com esse intuito utilizamos como ferramenta de análise programa R.

Nesse momento, é importante salientar que nossa análise foi feita baseada em critérios anuais: a empresa Amazônia On. não entrou em nosso estudo em 1996 por não atender os requisitos necessários. No entanto entrou em 1997. Quando tratarmos de companhias que não entraram em nossa base, nos referimos a determinado ano e não que esta empresa está excluída permanentemente de nossa base.

De forma a trabalhar com os dados, vi ser necessária uma limpeza dos dados. O Economática utiliza “-” e “0 ” para indicar que determinado valor é nulo. Assim, em um primeiro, precisei padronizar os dados da base de modo a refletir valores iguais de forma igual.

Isso feito, separamos essas 374 empresas em 8 grupos possíveis de acordo com os critérios de lucro líquido positivo ou lucro acumulado maior que zero, pagadoras de proventos apenas via dividendos, pagadora de proventos apenas via JCP, pagadora nas duas modalidades e não pagadora de qualquer tipo de proventos.

Em um segundo passo, selecionei apenas as empresas que são aptas a distribuir seus lucros via JCP e pagaram algum tipo de provento, pois esse é o grupo alvo de nosso estudo.

Um terceiro passo foi o de segregar, dentro das empresas selecionadas, aquelas que remuneravam seus acionistas via JCP e as que não se valiam dessa modalidade. Criamos, portanto, dois grupos: o das empresas que não se valem do JCP, mesmo estando se enquadrando nos critérios necessários e estando dispostas a distribuir proventos no período, e das empresas que distribuíram seus lucros se valendo dessa modalidade.

O resultado dessa segmentação são as tabelas do próximo capítulo na qual discutimos as características das firmas de ambos os grupos e como se comporta, ao longo do tempo, o número de empresas que se valem do JCP.

#### 4.3 Análise da base

A base trabalhada consiste em todas as empresas da nossa amostra que pagaram JCP ou dividendos e estavam aptas a distribuir seu lucro em ambas as modalidades.

No primeiro ano de análise, 46 tinham lucros acumulados positivos ou lucro líquido do exercício maior do que zero. Dessas, somente 33 fizeram algum tipo de distribuição de proventos. Esse número é igual a 155 empresas para o ano final da coleta, das 222 companhias com as mesmas características mencionadas acima. Como podemos notar, houve uma melhora geral nos indicadores das companhias, além de um expressivo aumento das empresas que distribuíram proventos.

A tabela 1 mostra análise descritiva da nossa base.

Métricas das Empresas	Média	Geral	Dividendos	JCP
Receita Líquida		4.169.749,00	3.316.261,00	5.169.696,00
Margem Operacional		1,69	1,63	3,37
Lucro Acumulado		104.781,00	125.113,00	177.786,00
Lucro Líquido		495.057,00	266.970,00	744.748,00
% Dividendos		54%		
% JCP		46%		
Número médio de empresas da base		116		
Calculamos a Margem Operacional como Lucro Operacional sobre Total de Vendas				

Realizamos a média das empresas por ano. Isso feito, foi possível encontrar a média geral de todas essas empresas ao longo dos anos.

Notamos que o número de empresas que pagam somente dividendos é de 54% enquanto que as empresas que se valerem do JCP representam 46%. Isso indica que o número de empresas que são adeptas ao JCP, apesar de terem crescido significativamente, ainda é inferior as que não se valem desde recurso, conforme explicitado na tabela 2 em anexo.

Ao analisarmos a tabela acima é possível notar que, as empresas analisadas são de médio porte, não ultrapassando a marca de 5.000.000 de receita líquida ao ano. A margem operacional nos revela que são empresas rentáveis pois a margem operacional está acima de 1, significando que a firma tem uma operação lucrativa. O lucro acumulado dessas empresas parece sinalizar que as empresas não retenham muito lucros, distribuindo boa parte do excedente ou destinando para fins de investimento. As empresas possuem um lucro líquido baixo, não atingindo a marca de R\$5.000.000,00.

Ao compararmos as empresas que se utilizam do JCP notamos que são empresas mais rentáveis com receitas maiores que a média. É possível notar que as empresas possuem Lucro Líquido do exercício superior ao das demais empresas da base tal como maiores lucros acumulados.

\*

A diferença de lucro gerado por empresas pagadoras de JCP das empresas que não se valerem dessa modalidade para distribuir seus proventos está em linha com o que acreditávamos: por incorrer em um pagamento de proventos hoje inferior ao que seria auferido em caso de recebimento via dividendos, os acionistas esperam taxas maiores de retornos futuros. Para que isso aconteça a rentabilidade das empresas pagadoras de juros sobre capital próprio deve ser superior a das empresas que se valem apenas dos dividendos.

## Capítulo V: Histórico

Ao iniciarmos nossa análise da base dividimos a mesma em 2 grupos, como já mencionado. O grupo denominado Dividendos é composto por empresas que, apesar de estarem aptas a pagar JCP não o fizeram e o outro grupo é o de empresas que pagaram proventos via JCP.

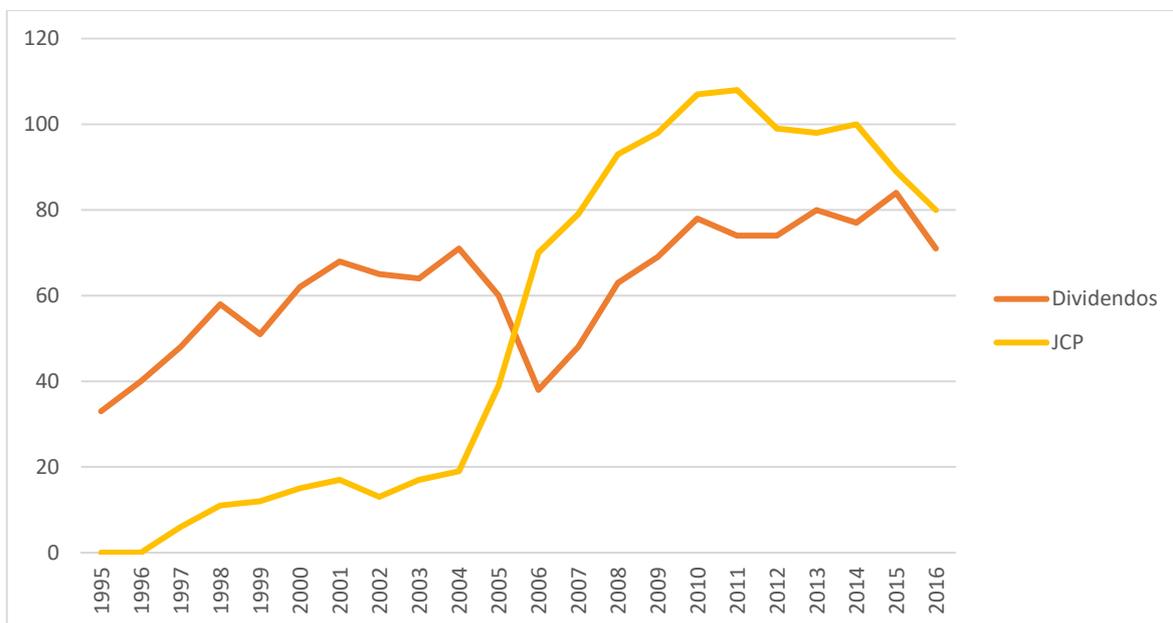
Notamos, a partir do gráfico abaixo que o número de empresas do grupo JCP vinha crescendo exponencialmente alcançando o importante marco de ultrapassar o número de empresas do outro grupo. Em 2011 vemos que esse número atinge o seu cume e começa a cair.

Já analisando o grupo de empresas que pagam dividendos, temos que o número de empresas desse grupo inicialmente é superior ao do outro e cresce a taxas mais elevadas até 2005, quando sofre uma queda brusca e quando volta a aumentar em 2006, tem sua taxa de crescimento superada pela taxa do outro grupo.

Em 2016, devido a queda do número de empresas do conjunto JCP, temos que o número de empresas que tanto de um grupo quanto de outro se assemelha, apesar do primeiro ser superior.

Encontramos dois principais fatores podem justificar a queda do número de empresas do grupo JCP. A primeira delas é a antecipação do mercado a crise econômica que começa no período Dilma 1 e perdura até o presente momento. Essa explicação também pode ser usada para o entendimento sobre a queda das empresas pagadoras de dividendos e 2016. Como nossa base é baseada em empresas que possuam condições de pagar JCP, a redução do número de empresas em ambos os grupos evidencia um maior número de companhias que não tiveram condições de pagar via JCP. A segunda possível justificativa tange as leis e os entendimentos legais sobre a incidência ou não de PIS e COFINS sobre JCP. A partir de 2011, com o início das normativas da Receita Federal que culminaram na promulgação da IN 1700 e de diversos ganhos de causa dados pelo STF a favor da incidência de tais proventos.

Gráfico I



## Capítulo VI: Conclusão

As empresas que não pagam JCP não o fazem devido a este gerar um payout líquido menor para aos acionistas Pessoas Jurídicas, o que pode afetar negativamente o valor de suas ações.

Por sua vez, as empresas que escolhem pagar proventos via JCP possuem lucro líquido superior ao das empresa que distribuem proventos ao longo dos anos, tais como maior margem operacional, lucros acumulados e receita líquida. Esta rentabilidade maior acaba por se sobrepor ao prejuízo admitido inicialmente aos acionistas.

Concluimos que, apesar do fim da incerteza jurídica, as empresas possuem motivos para divergir na escolha da distribuição de proveitos via JCP.

## Anexo

Tabela 2

Para evidenciarmos os ganhos com JCP simulamos como seria a tributação da receita de uma empresa em dois casos: um em que ela pague parte de seus proventos via JCP e outra caso ele se utilize dividendos como única forma de distribuição. Retiramos a primeira parte dessa simulação de Deivisson Assis Perera (2009). Em seu trabalho ele simula todo o ciclo de tributação das empresas pagadoras, encontrando um benefício, para as empresas pagadoras, no pagamento do JCP. Acrescentei a esta análise as empresas PJ que recebem esse proventos e quais os benefícios ou malefícios que estas tem em receber via JCP, em um cenário com incidência de PIS e COFINS e em um cenário sem esses tributos, conforme falamos no capítulo IV.

Em 31.12.2016		Em 31.12.2017	
Capital	35.520,00		
Reserva de Lucros	12.987.467,15	Reserva de Lucros	4.064.029,99
Patrimônio Líquido	48.507.467,15	Patrimônio Líquido	-
Resultado do Exercício	-	Resultado do Exercício	5.527.800,55
a. Patrimônio Líquido base			48.507.467,15
b. Variação da TJLP no período-base			6,73%
c. Juros sobre o capital próprio do período-base			3.265.231,64
d. Resultado do período de apuração (ano fiscal 2017)			5.527.800,55
e. Limite dedutibilidade do JCP como despesa financeira			2.515.149,25
			6.493.733,58

\*

<b>Cálculo Comparativo de Economia Tributária</b>			
<b>Sem JCP</b>		<b>Com JCP</b>	
<b>A. Cálculo da CSLL</b>		<b>A. Cálculo da CSLL</b>	
1. Lucro em 31.12.2016	5.527.800,55	1. Lucro em 31.12.2017	5.527.800,55
2. CSLL (9%)	497.502,05	2. JCP	2.515.149,25
		3. Lucro – JCP	3.012.651,30
		4. CSLL (9%)	271.138,62
<b>B. Cálculo da Provisão para IR</b>		<b>B. Cálculo para Provisão para IR</b>	
1. Lucro em 31.12.2007	5.527.800,55	1. Lucro em 31.12.2007	5.527.800,55
2. Provisão para IR		2. JCP	2.515.149,25
2.1. Alíquota – 15%	829.170,08	3. Lucro – JCP	3.012.651,30
2.2. Adicional – 10%	528.780,06	4. Provisão para IR	
		4.1 Alíquota – 15%	451.897,69
		4.2 Adicional – 10%	277.265,13
<b>Total</b>	<b>1.357.950,14</b>		<b>729.162,82</b>
Alíquota total de Impostos	1.855.452,19		1.000.301,44
Lucro Líquido	3.672.348,36		4.527.499,11
Com Incidência de PIS e COFINS			
<b>Empresa 2</b>			
Receita Bruta	-		2.515.149,25
( - ) Tributos	-		91.802,95
Pis (0,65%)			16.348,47
COFINS (3%)			75.454,48
Receita Líquida	-		2.423.346,30
CSLL (9%)	-		218.101,17
IR (15%)	-		363.501,95

\*

IR (10%)	-		218.334,63
Dividendos	3.672.348,36		2.012.349,86
Lucro Líquido	3.672.348,36		3.635.758,42
Sem Incidência de PIS e COFINS			
<b>Empresa 2</b>			
Receita Bruta	-		2.515.149,25
( - ) Tributos	-		-
Pis (0,65%)			-
COFINS (3%)			-
Receita Líquida	-		2.515.149,25
CSLL (9%)	-		218.101,17
IR (15%)	-		363.501,95
IR (10%)	-		227.514,93
Dividendos	3.672.348,36		2.012.349,86
Lucro Líquido	3.672.348,36		3.718.381,07

Notamos, portando, o que já foi levando ao longo de nossa monografia: com a incidência de PIS e COFINS as Pessoas Jurídicas sobre uma redução significativa em seus lucros, anulando o benefício inicial, período no qual não se acreditava que esses valores deveriam ser tributados.

Tabela 3

Essa tabela reflete o número de empresas-ano em nossa base que se valeram do JCP. Notamos que esse número vem aumentando desde a sua implementação, conforme já discutido no capítulo 2.

Ano	Dividendos	JCP	Porcentagem Dividendo	Porcentagem JCP
1995	33	0	100%	0%
1996	40	0	100%	0%
1997	48	6	89%	11%
1998	58	11	84%	16%
1999	51	12	81%	19%
2000	62	15	81%	19%
2001	68	17	80%	20%
2002	65	13	83%	17%
2003	64	17	79%	21%
2004	71	19	79%	21%
2005	60	39	61%	39%
2006	38	70	35%	65%
2007	48	79	38%	62%
2008	63	93	40%	60%
2009	69	98	41%	59%
2010	78	107	42%	58%
2011	74	108	41%	59%
2012	74	99	43%	57%
2013	80	98	45%	55%
2014	77	100	44%	56%
2015	84	89	49%	51%
2016	71	80	47%	53%

## Referências

- BRASIL. *Instrução Normativa RFB nº1700, de 14 de mar de 2017*. Do Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas e da Contribuição Social sobre o lucro líquido. Brasília, DF, 2017, mar.
- BRASIL. *Lei nº 9.249, de 26 de dez 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. Brasília, DF, 1995, dez.
- BRASIL. *Lei nº 6.404/76, de 15 de dez de 1976*. Lei das sociedades por ações. Brasília, DF, 1976, dez.
- BRASIL. *Lei nº 10637, de 30 de dez de 2002*. Dispõe sobre a não-cumulatividade na cobrança da contribuição para os Programas de Integração Social (PIS) e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep), nos casos que especifica; sobre o pagamento e o parcelamento de débitos tributários federais, a compensação de créditos fiscais, a declaração de inaptidão de inscrição de pessoas jurídicas, a legislação aduaneira, e dá outras providências. Brasília, DF, 2002, dez.
- BRASIL. *Lei nº 10833, de 29 de dez de 2003*. Altera a Legislação Tributária Federal e dá outras providências. Brasília, DF, 2003, dez.
- CARVALHO, S. *Incerteza Jurídica: Quais Firmas são mais prejudicadas?* Dissertação de Mestrado Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2012.
- FAMA, E; FRENCH, K. *Disappearing dividends: changing firm characteristics of lower propensity to pay?* Journal of Financial Economics 60, 3-43; 2000.
- LA PORTA, R. et. al. *Law and Finance*. The Journal of Political Economy, Volume 106, Issue 6, 1113-1155; 1998.
- MILLER, H; MODIGLIANI, F. *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*. Journal of Business, 34, 411-433; 1961.
- NOVAES, W; MARTINS, T. *Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to finance investment opportunities?* Journal of Corporate Finance Volume 18, Issue 4, 953-967; 2010.
- ROZEFF, M. *How corporate set their dividend payout ratios*. Livro Corporate Finance, ed. 11; 2006.

PERERA, D. *Juros sobre Capital Próprio: Avanço ou retrocesso*. FGV GV-LAW; 2009.