



Desvendando o efeito dos juros sobre capital próprio: impacto no valor de mercado e capitalização das empresas na B3

Este estudo pioneiro revela descobertas surpreendentes e ainda não exploradas na literatura acadêmica, ao elucidar a influência do Juros sobre Capital Próprio (JCP) no Patrimônio Líquido (PL), na Alavancagem (AL) e no Valor de Mercado (VM) das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) de 1996 a 2020. Ao utilizarmos métodos rigorosos de regressão de painel, constatamos que o JCP gerou um impacto positivo substancial no VM, corroborando conclusões de estudos anteriores. Notavelmente, um aumento marginal de apenas 1% no JCP levou a um acréscimo significativo de 3,18% no VM. Contudo, a influência do JCP no PL e na AL mostrou-se surpreendentemente insignificante, contrariando as premissas da Lei n.º 9.249, de 1995, que visava promover a capitalização com recursos próprios. Nossos dados desvendam um paradoxo: o JCP não atingiu seu propósito original, mas se estabeleceu como um benefício fiscal inadvertido, impulsionando o VM em detrimento de renúncias fiscais. Este achado levanta uma questão essencial: é urgente repensar a abordagem tributária do JCP no Brasil, com o objetivo genuíno de fomentar a capitalização de recursos próprios e evitar sua utilização como uma vantagem privada em detrimento do bem coletivo.

Antonio Lopo Martinez

Doutor em Contabilidade pela FEA/USP e em Direito pelo Universidade de Salamanca e pela Universidade de Coimbra, é mestre em Administração, foco em Contabilidade, pela Universidade da Califórnia (Berkeley-USA). É graduado em Contabilidade pela Universidade Federal da Bahia e em Direito pela Universidade Católica de Salvador. É auditor fiscal da Receita Federal e professor visitante na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.

E-mail: almartinez@fd.uc.pt

Ederaldo José Pereira de Lima

Graduado em Gestão Contábil Tributária e em Ciências Contábeis, é especialista em Didática do Ensino Superior; especialista em Contabilidade Gerencial com Ênfase em Auditoria e conselheiro da Sefaz/MT. É mestre em Ciências Contábeis pela Fucape Business School; e coordenador do Curso de Ciências Contábeis e Administração, da Unic – Cuiabá – Kroton. Preside o Conselho Fiscal da Academia Matogrossense de Ciências Contábeis – (Amacic), sendo membro ocupante da Cadeira 41 da Amacic. É doutor em Ciências Contábeis pela Fucape Business School.

E-mail: ederaldogt@hotmail.com

1. Introdução

A Lei n.º 9.249, de 1995, foi sancionada para regulamentar os efeitos fiscais dos Juros sobre o Capital Próprio (JCP), permitindo a dedução deste tipo de despesa para as entidades jurídicas que optam pela tributação sobre o lucro real. Este marco legislativo, conforme analisado por Shay *et al.* (2015), visava fomentar os investimentos no setor empresarial e desencorajar a subcapitalização. Um aspecto notável desta lei é que os dividendos pagos pelas empresas aos seus sócios passaram a ser considerados rendimentos não tributáveis, eliminando, assim, a bitributação.

Atualmente, o Brasil enfrenta um momento particular em seu sistema jurídico tributário, pois a Reforma Tributária está em discussão no Congresso Nacional. Entre os projetos que compõem a reforma do Imposto de Renda, discute-se a eliminação da dedutibilidade dos JCPs, fato que tem gerado debates e perspectivas divergentes. O ques-

tionamento principal é se a melhor solução seria remover a dedutibilidade do JCP ou reformular a norma para aperfeiçoá-la? Diversos estudos têm abordado o tema JCP, incluindo os de Santos (2007), Machado *et al.* (2015), Martins e Famá (2012), e Dornelas (2021). A seguir, são destacadas as contribuições mais significativas de cada pesquisa.

Santos (2007) e Machado *et al.* (2015) examinaram a regulamentação dos JCPs e seus impactos sobre o endividamento das empresas. Uma das principais conclusões desses estudos foi que a incorporação dos JCPs adiciona valor à empresa, mas não é suficiente para neutralizar o benefício fiscal gerado pelo uso de dívidas. Martins e Famá (2012) concluíram que a política de dividendos foi influenciada pela regulamentação, embora de forma modesta. Mais recentemente, Dornelas (2021) avaliou os JCPs como uma ferramenta efetiva para o planejamento tributário. Portanto, a literatura nacional atual tende a mensurar como os JCPs influenciam a redução da carga tributária das empresas.

Este estudo busca responder à seguinte questão: **Qual é o impacto dos Juros sobre o Capital Próprio (JCP) no Valor de Mercado das empresas listadas no Brasil, Bolsa, Balcão (B3), e quais são as implicações desses efeitos para a capitalização com recursos próprios no contexto brasileiro?** Essa questão de pesquisa

nos conduz ao objetivo geral deste trabalho, que consiste em examinar os efeitos dos JCPs na estrutura de capital das empresas listadas na B3 entre 1996 e 2020. Consideramos a promulgação da Lei n.º 9.249, de 1995, e a intenção original por trás dos JCPs de mitigar o viés da dívida, preenchendo uma lacuna na literatura.

Com base no levantamento realizado nas bases de dados do Google Acadêmico, Spell, Jstor e Ebsco, este estudo preenche uma lacuna na pesquisa nacional relacionada aos JCPs, focalizando seu efeito na capitalização com recursos próprios e na estrutura de capital. O período investigado compreende a partir da criação da Lei n.º 9.249, de 1995, analisando os resultados deste procedimento contábil/tributário nas organizações e seus efeitos na possível redução do viés entre dívida e capital próprio.

A proposta subjacente aos JCPs era valorizar o capital próprio e reduzir a alavancagem. No entanto, conforme sugerido pelos resultados desta pesquisa e em consonância com Schepens (2016), que realizou um estudo semelhante sobre a estrutura de endividamento na Itália, essa expectativa não se confirmou. Portanto, o propósito deste trabalho não é apenas esclarecer o aspecto tributário, tema de amplos debates em legislações e empresas, mas também elucidar a perspectiva do capital próprio. Parte superior do formulário.

2. Referencial Teórico

2.1 Juros sobre o Capital Próprio (JCP)

A ideia de avaliar o equilíbrio entre a capitalização de capital próprio e o mercado de capitais, como enfatizado por Miller (1977), está fundamentada na busca das empresas e pesquisadores por uma estrutura de capital ideal.



“ A discussão internacional sobre o Juros sobre o Capital Próprio (JCP) necessariamente envolve questões de tributação sobre os lucros e renda. Dois pontos centrais acerca de distorções tributárias são: i) dupla tributação; e ii) incentivo ao adiamento da realização de ganhos de capital (efeito lock-in). ”

O debate sobre os Juros sobre Capital Próprio (JCPs) centra-se na Lei n.º 9.249, de 1995, que alterou a legislação do Imposto de Renda de Pessoas Jurídicas (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). A lei conceitualmente estabelece uma forma de remuneração aos sócios que é dedutível da base de cálculo da CSLL e do IRPJ, não isentando, no entanto, o pagamento do JCP, que é tributado na fonte a uma alíquota menor.

Com a promulgação dessa lei, os lucros gerados pelas atividades das empresas brasileiras, seja diretamente ou através de filiais sem personalidade jurídica no exterior, passaram a ser tributados no Brasil. Anteriormente, a renda produzida fora do território nacional não podia ser tributada aqui. Outra mudança significativa foi a permissão para tributar no Brasil os lucros de uma empresa estrangeira controlada por uma empresa brasileira, mesmo que o controlador brasileiro não receba dividendos.

Os Juros sobre Capital Próprio (JCPs) são um tipo de remuneração ao acionista, similar aos dividendos. Entretanto, a principal diferença entre os dois é o tratamento tributário. Enquanto os dividendos são isentos de imposto de renda para o acionista, os JCPs são tributados

na fonte em 15%. Conforme Segundo Gobetti (2018), o modelo de tributação adotado no Brasil não é neutro nas decisões empresariais sobre o financiamento de seus investimentos, seja por capitalização, empréstimos ou retenção de lucros.

Ao buscar ajustar ou estabelecer estruturas de capital, De Mooij e Devereux (2011) sugerem que essas ações custam, em média, 0,5% do PIB. Assim, a orientação desses autores é que os países, ao realizarem suas avaliações, deveriam implementar um processo gradual com o objetivo de aplicar o Ajuste ao Capital Corporativo, *Allowance of Corporate Equity* (ACE), apenas para novas riquezas geradas.

Segundo Sobeck *et al.* (2021), nenhuma reforma isolada no sistema tributário de um país é capaz de resolver todos os problemas fiscais. Este argumento ganha especial relevância no contexto atual, em que a Austrália está implementando um novo sistema de valorização do patrimônio líquido, distinto do que está sendo proposto no Brasil. Tal argumento se justifica ao observarmos a situação brasileira, onde o intuito é abolir um mecanismo que, embora útil, tem sido considerado falho pelo legislativo devido à maneira como as empresas o utilizam.



2.2 Literatura Internacional

A discussão internacional sobre o Juros sobre o Capital Próprio (JCPs) necessariamente envolve questões de tributação sobre lucros e renda. Dois pontos centrais acerca de distorções tributárias são: i) dupla tributação de lucros; e ii) incentivo ao adiamento da realização de ganhos de capital (efeito *lock-in*). Segundo Gobetti (2018), não há consenso internacional sobre como resolver esses problemas, e cada nação tem abordado esses desafios de maneira distinta. Por exemplo, Alemanha, França e Reino Unido começaram a aplicar, ainda na década de 1970, alíquotas diferenciadas para os dividendos que compõem a tributação dos lucros de pessoas jurídicas e físicas, mitigando, mesmo que parcialmente, a dupla tributação.

Hall e Rabushka (1984) propuseram um imposto de renda simplificado, do tipo valor adicionado, com uma alíquota única (*flat tax*). Eles influenciaram as reformas tributárias iniciadas na década de 1980. O sistema tributário americano, que antes tinha múltiplas alíquotas chegando a 50%, passou a ter duas alíquotas, de 15% e 28%, graças à influência de Hall e Rabushka. Com o passar do tempo, essas alíquotas tornaram-se flexíveis, mas ainda fluam entre esses percentuais.

Rabushka (2007) e Gobetti (2018) afirmam que países do antigo bloco soviético, como Estônia, Letônia, Lituânia, Quirguistão, Rússia e países do leste europeu e da Ásia, assim como Iraque, Mongólia e Kuwait, adotaram variações da proposta de *flat tax*. Esta estrutura tributária representou um marco para esses países, persistindo até os dias atuais em muitos deles.

Para Keen, Kim e Varsano (2006), essa onda de *flat tax* foi uma estratégia dos novos governos, sinalizando as reformas tributárias e as estruturas de capital com foco na agenda pró-mercado. Mitchell *et al.* (2007) e Piketty (2005) enfatizam que essas reformas tiveram como contexto a intensificação da competição tributária para eliminar a tributação sobre o capital. No entanto, a partir de 2010, países como Letônia e Eslováquia reintroduziram impostos sobre os dividendos e contribuição social sobre dividendos.

Devereaux e Freeman (1991) propuseram um mecanismo para ajustar o cálculo do imposto sobre a renda corporativa com o objetivo de isentar o rendimento do capital. Esta isenção seria aplicada ao imposto devido pela empresa, correspondendo ao rendimento que os acionistas

obteriam com a aplicação do seu capital em um ativo financeiro. Dessa forma, a tributação não interferiria na escolha do investidor de onde aplicar os recursos financeiros. O aspecto central é tornar neutra a alocação de capital entre diferentes ativos, bem como as decisões corporativas sobre como financiar seus investimentos, seja por meio de capital próprio ou endividamento.

Tradicionalmente, é mais vantajoso para a empresa contrair dívidas, uma vez que os juros pagos pelo empréstimo são dedutíveis no cálculo do imposto. No entanto, ao se beneficiar dos incentivos fiscais do Juros sobre Capital Próprio (JCPs) no Brasil – que tem a mesma natureza do *Allowance of Corporate Equity* (ACE) –, essa vantagem não é tão evidente.

O modelo de ajuste do Capital Próprio Corporativo (ACE) foi adotado pela Croácia, em 1994, seguido pelo Brasil, em 1996, Itália, em 1997, Áustria, em 2000, Bélgica, em 2006, e Turquia, em 2015 (Ozdamar, Tanyeri & Akdeniz, 2021). Alguns desses países, como Brasil e Bélgica, mantêm atualmente de alguma forma uma provisão para o patrimônio líquido.

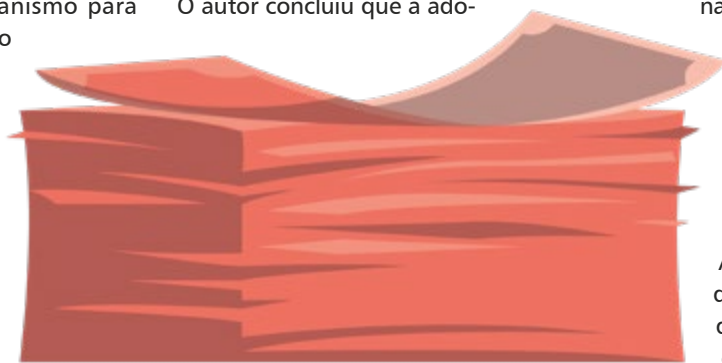
Neste contexto, Isaac (1997) avaliou o ACE e suas implicações para a tributação corporativa no Reino Unido. Especificamente, o artigo discute a taxa implícita de receita neutra de imposto e a redistribuição da carga tributária. Além disso, examina os efeitos no fluxo de caixa das empresas e nos ganhos de capital. O autor concluiu que a ado-

ção do ACE seria preferível à abordagem fiscal atual do país.

Complementando a pesquisa mencionada, Lammersen (2002) analisa os efeitos da tributação baseada no ACE sobre as taxas de retorno e as taxas efetivas de imposto. A conclusão principal do autor é que a neutralidade do investimento se perde se a taxa de juros imputada ao Patrimônio Líquido se desviar da taxa de juros de mercado. Isso poderia resultar em desvantagens competitivas para países que participam do comércio internacional.

Estudos recentes, como o de Ozdamar *et al.* (2021), investigam as relações entre o ACE e os preços de mercado das ações das empresas, bem como o impacto dessas relações nas decisões corporativas. O estudo ressalta o efeito antecipado da regulamentação do ACE e a mudança notável na estrutura de capital das empresas. A pesquisa se baseia na identificação das empresas que adotaram o ACE, apoiando-se em anúncios publicados na Bloomberg e em jornais turcos em 2015. Os resultados apontam para retornos anormais acumulados em um período de três dias em torno do anúncio do ACE para empresas não financeiras sujeitas ao imposto. Além disso, sugerem que os investidores conseguem identificar quais empresas provavelmente se beneficiarão mais do imposto ACE em comparação com aquelas que não o adotam. É importante ressaltar que todas essas pesquisas internacionais (Ozdamar *et al.* 2021;

Lammersen, 2002; Gobetti, 2018; Devereaux & Freeman, 1991) abordam conceitos semelhantes aos implementados pelo Brasil desde 1996. Atualmente, o país está debatendo a continuidade da adoção deste mecanismo.



“No cenário atual, a própria Europa está considerando a constituição de um provisão para patrimônio líquido, que vem sendo denominada Debt-Equity Bias Reduction Allowance (Debra). Este valor seria calculado com base na diferença entre o patrimônio líquido no final do ano fiscal corrente e o patrimônio líquido no final do ano fiscal anterior, multiplicado por uma taxa de juros teórica.”

No cenário atual, a própria Europa está considerando a constituição de uma provisão para patrimônio líquido, que vem sendo denominada Debt-Equity Bias Reduction Allowance (Debra). Este valor seria calculado com base na diferença entre o patrimônio líquido no final do ano fiscal corrente e o patrimônio líquido no final do ano fiscal anterior, multiplicado por uma taxa de juros teórica. Isso implica que a provisão seria concedida apenas para o total de aumentos de patrimônio líquido em um ano específico. Essa medida apoiaria as empresas ao introduzir uma dedução que conferiria ao patrimônio líquido o mesmo tratamento fiscal que é dado à dívida. A proposta prevê que os aumentos no patrimônio líquido de um contribuinte de um ano fiscal para o outro sejam dedutíveis de sua base tributável, de forma similar ao que ocorre com a dívida (https://taxation-customs.ec.europa.eu/taxation-1/debt-equity-bias_en).

Portanto, torna-se relevante refletir até que ponto a abordagem do Brasil é correta e se o que é realmente necessário é uma reformulação do JCP, em vez de sua exclusão do sistema jurídico e contábil das empresas, a fim de retomar a ideia inicial e valorizar o Patrimônio Líquido (PL), tal como sugerido em projetos de reformulação fiscal.

2.3 Literatura Nacional

A pesquisa conduzida por Machado et. al. (2015) resalta que as decisões sobre financiamentos empresariais representam um dos instrumentos mais relevantes à disposição dos acionistas. Essas decisões determinam a estrutura de capital da empresa, isto é, a proporção de financiamento proveniente de cada uma das diversas fontes de recursos, agrupadas em capital de terceiros e próprio. A adoção de endividamento, por meio da dedutibilidade fiscal do pagamento de juros, pode gerar um aumento de valor para os acionistas, uma vez que resulta em economia fiscal sobre a remuneração do capital total. A dedutibilidade fiscal é compensada por deduções fiscais de despesas incidentes sobre o valor contábil dos capitais próprios, como a correção monetária de balanço e a remuneração de juros sobre o capital próprio. Os resultados do estudo, baseados nos anos de 1995 e 1996, demonstram que o benefício fiscal do endividamento sofreu pouco impacto com a alteração introduzida pela Lei n.º 9.249, de 1995.

De maneira empírica, Martins e Famá (2012) exploraram a influência da tributação e dos JCPs na política de dividendos das empresas.

O estudo aprofundou-se na análise do comportamento dos níveis de distribuição de dividendos das companhias abertas brasileiras. A hipótese dos autores era de que a isenção tributária dos dividendos incentivava os gestores a aumentarem os níveis de dividendos e a remunerarem seus acionistas com os JCPs, abrindo assim uma janela de possibilidade para a redução da carga tributária tanto para os acionistas quanto para as companhias. Os resultados apontaram que as companhias não aumentaram o índice payout após a eliminação da tributação sobre os dividendos. As companhias que pagaram JCP demonstraram um aumento no índice payout e um aumento efetivo do valor dos dividendos.



Por outro lado, Petri et al. (2013) investigaram o comportamento das empresas em relação à utilização da Lei n.º 9.249, de 1995, que se refere aos JCPs. A pesquisa contou com uma base de dados de 3.000 empresas de todos os setores em todo o território nacional. Aproximadamente 40% das empresas utilizam essa alternativa de crédito para seus sócios e acionistas. Foi constatado que houve um equilíbrio entre as indústrias, os comércios e as prestadoras de serviços na adoção do pagamento de JCP. Deve-se destacar que essa prática é mais recorrente nas empresas com ações em bolsa. Por fim, entre as empresas classificadas segundo a origem de capital (nacional, estrangeira e estatal), o percentual das que pagaram JCP foi maior entre as estrangeiras.

Zagonel et al. (2018) procuraram determinar a melhor forma de remuneração aos acionistas das companhias tributadas pelo lucro real. Utilizando uma metodologia teórica dedutiva, concluíram que a carga tributária diminui quando se

opta pelo pagamento de Juros sobre Capital Próprio (JCPs) em vez da distribuição de dividendos.

Os dois cenários mencionados acima tiveram como beneficiários pessoas físicas e aqueles que não foram sujeitos ao adicional do Imposto de Renda (IR) na fonte beneficiária (pessoa jurídica), a fim de possibilitar uma comparação justa. Assim, nestes casos, a melhor opção de remuneração aos acionistas, quando o objetivo era reduzir a carga tributária, foi o JCP.

No período de 2011 a 2016, Ribeiro et al. (2020) analisaram os impactos da escolha entre dividendos e JCP nas empresas de maior representatividade no setor elétrico. Apesar de essas denominações apresentarem similaridades conceituais perante a legislação, ambas as formas de distribuição de resultados têm diferenças no que se refere ao regime de tributação em que estão inseridas. Os resultados mostraram que o uso do JCP, em combinação com a política de dividendos, foi, em média, superior a R\$68 milhões. Portanto, o benefício da combinação de distribuição de resultados parece ser a melhor opção.

No esforço para verificar a existência de economia tributária com a utilização dos JCPs, Dornelas (2021), constatou que o uso do JCP para remunerar seus sócios realmente traz o benefício da dedutibilidade fiscal. A pesquisa foi realizada considerando as empresas do lucro real



(pois este é o único regime tributário em que se enquadra), uma vez que essa rubrica é contabilizada como despesa financeira e passa a fazer parte do lucro real.

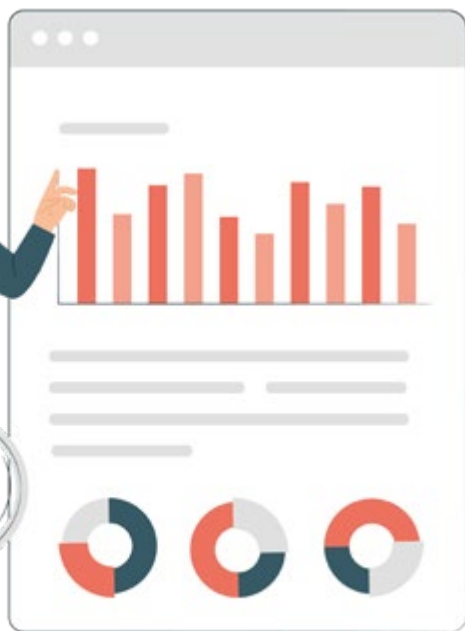
Por fim, vale mencionar que a política pública dos JCPs, implementada em 1994, tem enfrentado desafios, como o Decreto n.º 8.426, de 2015, que restabeleceu as alíquotas do Programa de Integração Social/Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (PIS/Cofins) sobre as receitas correntes dos JCPs. Isso acaba refletindo nos efeitos sobre a utilização desse instrumento para a gestão empresarial, e já indica uma redução na influência que os JCPs têm na gestão dos dividendos, interferindo na sobrevivência das empresas e na economia nacional.

2.4 Hipóteses da pesquisa

Para abordar este debate, é sempre essencial recorrer aos precursores. Este trabalho examina a base da criação do Juros sobre Capital Próprio (JCPs) e, nesse sentido, Lucci (2021) sugere em seu estudo que a correção monetária, existente antes da Lei n.º 9.249, de 1995, era vista como uma das formas de aumento do capital social de uma empresa. Assim, o autor argumenta que a figura do JCP foi concebida para reestruturar um dos problemas originados pela extinção da correção monetária. Vale destacar que este processo ocorre no início da circulação da moeda atual, o real.

Conforme discutido no capítulo anterior, esta pesquisa propõe três hipóteses:

H1: A dedutibilidade do JCP aumentou o patrimônio líquido (PL) das empresas.



“Por fim, vale mencionar que a política pública dos JCPs, implementada em 1994, tem enfrentado desafios, como o Decreto n.º 8.426, de 2015, que restabeleceu as alíquotas do Programa de Integração Social/Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (PIS/Cofins) sobre as receitas correntes dos JCPs.”

Corroborando Lucci (2021), a H1 é sustentada, conforme Bonfim (2009), por um motivo geral: níveis baixos de capital próprio podem elevar o risco de falência. Ademais, Brownlees e Engle (2017) postulam que esse risco se intensifica ainda mais em períodos de crise econômica. Uma maneira de mitigar esses riscos e contribuir para a diminuição da assimetria entre tributação e dívida é a valorização do patrimônio líquido (Shay *et al.*, 2015).

Uma visão que favorece o aumento do patrimônio líquido das empresas e, por isso, algumas enfrentam dificuldades no pagamento do JCP, é que este está condicionado, de acordo com a Lei n.º 9.249, de 1995, em seu art. 9º, à existência de lucros ou reservas de lucros e lucros acumulados em montante igual ou superior a duas vezes o valor dos juros a serem pagos.

De acordo com a análise feita por Gomes *et al.* (2015), a dedução dos juros sobre capital próprio teria como objetivo compensar a extinção estabelecida pela Lei n.º 9.249, de 1995, da atualização monetária de balanços, visando assim frear as perdas inflacionárias no Patrimônio Líquido. Isso corrobora a Hipótese H1 da pesquisa, sugerindo que esta era a visão inicial, quando da criação da legislação.

É importante ressaltar que, em países onde há uma tributação sobre dividendos/lucros, os investidores tendem a utilizar o mecanismo de empréstimos, uma vez que posteriormente podem fazer retiradas via pagamento apenas sobre o lucro. No Brasil, este tributo pode ser chamado de IOF. A figura do JCP, em seu sentido estrito, procurou combater essa alavancagem financeira, chamada de thin capitalization (Lucci, 2021), corroborando com a Hipótese H2.

H2: A dedutibilidade do JCP reduziu a alavancagem (ALAV) das empresas.

Ainda referente à H2, a distinção entre os sistemas tributários rígidos e flexíveis visa, dentro do conceito de patrimônio corporativo, demonstrar que uma estrutura ótima de patrimônio equilibrará e gerará formas de valorização do patrimônio próprio (Hebous e Ruf, 2017).

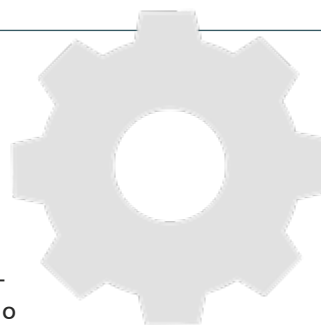
Segundo Machado *et al.* (2015), a ideia do JCP seria diminuir o incentivo ao acréscimo da dívida com capital de terceiros, uma vez que essa medida buscava conter o estí-

mulo à redução na base de cálculo dos tributos com os juros da dívida. Isso tornaria a utilização do capital próprio mais viável e menos custosa, o que diminuiria até certo ponto o benefício da alavancagem financeira.

Em concordância com as ideias de Machado *et al.* (2015) e abordando o debate sobre o valor da empresa, Bernardo *et al.* (2018) sugerem que, quando existem mecanismos para conter o endividamento, onde haja um equilíbrio na estrutura de capital, é provável que isso gere mais valor aos negócios, corroborando a H3, que será discutida no próximo tópico.

H3: A dedutibilidade do JCP aumentou o valor de mercado (VM) das empresas.

Klemm (2007) e Princen (2012), em suas pesquisas, indicaram que existe um pensamento ex-ante e ex-post em relação às mudanças na estrutura de capital da empresa, e que um sistema mais transparente de alocação de um ACE nas empresas poderia aumentar o valor de mercado dessas empresas em longo prazo. Esses achados endossam a H3.



Ainda nesta linha de aumento do valor de mercado da empresa, H3, Damodaran (2010) afirma que, baseados na teoria da Eficiência de Mercado, os investidores tendem a comprar ativos da empresa para terem acesso à parcela dos dividendos a serem pagos quando possuem o mesmo nível de informação. Como resultado dessa operação, os preços desses ativos geralmente aumentam, e consequentemente a confiança na empresa, gerando assim um ganho no valor da empresa.

Finalizando a H3 e interligando-a com as demais, o estudo de Gomes *et al.* (2015) sugere que nos primórdios da criação da Lei n.º 9.249, de 1995, o objetivo era a valorização do capital próprio. Ele sugere que a figura dos juros sobre o capital próprio e os consequentes benefícios fiscais seriam uma maneira de incentivar o investimento em atividades produtivas e bens de giro, em oposição ao investimento de capital em mercados meramente especulativos, contendo assim a alavancagem financeira e, com o investimento em capital, aumentando o valor de mercado da empresa.

3. Metodologia

Para realizar a análise, coletamos dados da base Econômica entre os anos de 1996 e 2020, incluindo todas as empresas listadas na Bolsa de Valores. Devido à sequência temporal das empresas analisadas, optamos por uma análise de dados em painel e uma regressão linear múltipla, considerando que a variável **independe** JCP é contínua.

Como mencionado anteriormente, os dados desta pesquisa correspondem às empresas brasileiras listadas na B3 e foram obtidos na Econômica, que é um banco de dados de empresas de capital aberto, abrangendo o período de 1996 a 2020. Após a exclu-



Tabela 1 - Seleção e Composição do Banco de Dados	
Seleção da amostra	Observações
Dados iniciais (1990-2020)	10.300
Retirada de valores de valores negativos para o Patrimônio Líquido (PL) e para o Lucro Líquido (LL)	2.148
Total de observações	8.152

Fonte: elaboração própria.

Quadro 1 - Variáveis utilizadas no estudo		
Variável	Sigla	Comentário
Variáveis Dependentes		
Patrimônio Líquido	PL	Patrimônio Líquido está em valor absoluto (numérico – reais)
Alavancagem	AL	Endividamento financeiro de curto e longo prazo constante no PC + PNC
Valor de mercado	VM	Preço das ações no fechamento do período multiplicado pela quantidade de ações
Variável Independente		
Juros sobre capital próprio	JCP	JCP é um indicador que traz os juros pagos no período
Variáveis controle		
Receita Líquida	RL	Variável que apresenta a receita
Dividendos	DIV	Espera-se que haja um aumento no pagamento, no período pós Lei Complementar 9.249/95.
Ativo Total	AT	Mensuração do tamanho da empresa e espera um sinal positivo em relação aos JCPs
Efeito fixo de tempo	Dum_T	assume 1 para o ano corrente e zeros para os demais, dado a série histórica, temos 31 dummies de tempo.
Empréstimos e Financiamentos CP e LP	EMP FIN CP	Empréstimos e financiamentos de curto prazo
Retorno sobre o Ativo Total	ROA	O cálculo é Lucro Líquido/ Ativo total

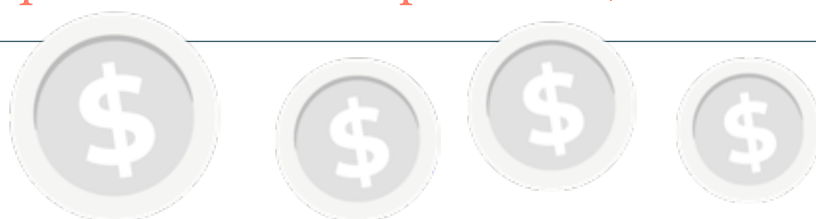
Fonte: elaboração própria. Nota: Todas as variáveis foram winsorizadas a 5%.
Nota: as variáveis PL, VM, JCP, RL, DIV, AT, EMP e FIN_CP foram todas ajustadas para uma escala logarítmica nas análises estatísticas efetuadas.

são de valores negativos para Patrimônio Líquido e Lucro Líquido, das 10.300 observações iniciais, restaram 8.152.

Alinhados com as pesquisas de Colombo & Terra (2022) e Boulton *et al.* (2012), consideramos apenas as empresas que praticam o pagamento de JCP. Esses autores argumenta-

ram, em suas respectivas pesquisas, que o objetivo era compreender melhor a prática de pagamento de JCP ao longo do período. Como o período de análise é extenso (25 anos), muitos dados dos valores das variáveis não estão disponíveis, resultando em um painel desbalanceado. A Tabela 1 resume essas informações.

“Para realizar a análise, coletamos dados da base Econômica entre os anos de 1996 e 2020, incluindo todas as empresas listadas na Bolsa de Valores. Devido à sequência temporal das empresas analisadas, optamos por uma análise de dados em painel e uma regressão linear múltipla, considerando que a variável independente JCP é contínua.”



Para a identificação das variáveis, realizamos uma convergência dos fatores indicados por Gropp e Heider (2010). As variáveis utilizadas para mensurar as hipóteses são fundamentadas nas teorias de Klemm (2007), Princen (2012), Martins e Famá (2012) e Machado *et al.* (2015). Esses autores conduziram estudos similares, mas com abordagens distintas, as quais foram discutidas anteriormente neste texto.

O modelo foi desenvolvido com o objetivo de responder às hipóte-

ses previamente estabelecidas. A análise dos dados em painel é essencial, visto que várias empresas aparecem repetidamente ao longo dos anos, e os resultados das variáveis em um determinado ano influenciam diretamente os do ano subsequente, que, por sua vez, são impactados pelos resultados dos anos anteriores.

O modelo de regressão linear assume que a variável de resposta é contínua. A demonstração desse conceito é apresentada a seguir:

$$PL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 JCP_{i,t} + \beta_2 Controles_{i,t} + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$AL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 JCP_{i,t} + \beta_2 Controles_{i,t} + \varepsilon_i \quad (2)$$

$$VM = \beta_0 + \beta_1 JCP_{i,t} + \beta_2 AControles_{i,t} + \varepsilon_i \quad (3)$$

Onde Y é a variável dependente e X representa cada uma das “n” variáveis independentes presentes no modelo.

Neste estudo, empregamos um modelo de regressão linear, no qual apenas uma variável independente foi considerada. Se o coeficiente β_n da equação for positivo e

estatisticamente significativo, isso indica que um aumento na variável X correspondente tende a aumentar o valor de Y. Se o coeficiente β_n da equação for negativo e estatisticamente significativo, isso indica que um aumento na variável X correspondente tende a reduzir o valor de Y.



4. Resultados

As variáveis utilizadas no modelo têm suas características descritivas detalhadas na Tabela 2. Esses dados foram submetidos à Winsorização de 5% e tiveram sua escala ajustada pela aplicação do logaritmo natural em valores de grandes dimensões. A variável com a maior disponibilidade de informações foi o Patrimônio Líquido (PL) com 4.936 observações, enquanto a variável Dividendos apresentou o menor número de dados, com 1.655 (conforme a Tabela 1).

Importante destacar que todas as variáveis, além de serem winsorizadas, foram normalizadas pelo ativo total. Neste contexto, PL, AL, VM representam, respectivamente, Patrimônio Líquido, Alavancagem e Valor de Mercado, e JCP refere-se aos Juros sobre o Capital Próprio da empresa *i* no ano *t*. Em média, os Juros sobre o Capital Próprio, no período analisado, foram de 1,053, enquanto o valor máximo alcançou 5,034 (winsorizado a 5%). Ao avaliar a Tabela 2, observa-se um alto valor médio de ROA, que acaba por impactar também o aumento da média do PL. Outro aspecto relevante é a dispersão em relação à média. Quando analisamos as variáveis de interesse: JCP, PL, AL e VM, apenas AL apresenta grande dispersão, enquanto as demais não.

A Tabela 3 a seguir apresenta a matriz de correlação de Pearson. Conforme Moore (2007), essa matriz mede e analisa o grau de relação linear entre duas variáveis. Portanto, pode-se dizer que o objetivo do teste é obter um resultado que indique a medida de correlação entre duas variáveis linearmente relacionadas. A coluna (1) mostra a correlação entre as variáveis dependentes e independentes com a JCP. Observa-se uma correlação tênue entre elas. A existência de uma correlação significativa entre

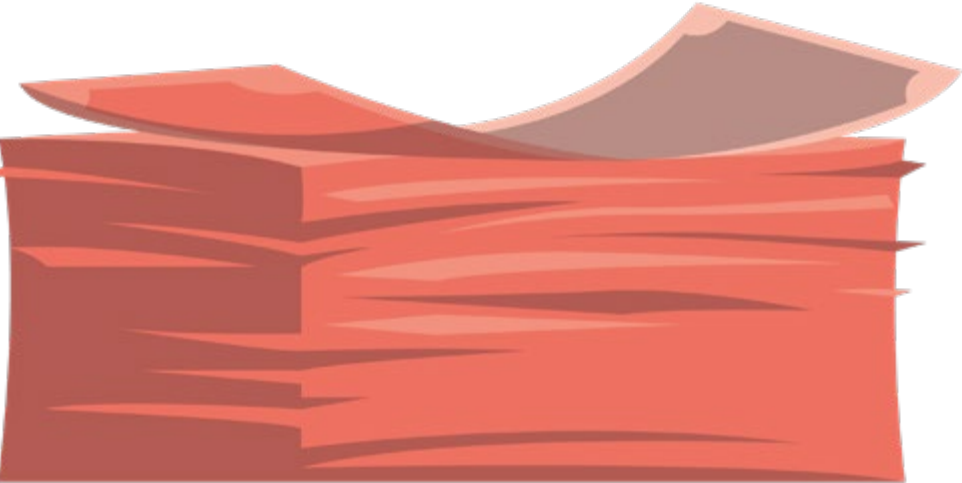


Tabela 2: Estatística Descritiva					
Variável	Obs.	Média	D.P	Min	Max
JCP	2.883	1,053	1,597	0	5,034
PL	4.936	4,362	2,219	0	10
AL	4.389	2,75e	0,000	-0,002	0,003
VM	3.837	0,782	1,110	0,003	44,10
RL	4.368	0,693	0,575	0	8,840
DIV	1.655	0,026	0,047	0	0,669
Emp. Fin. CP	4.369	0,075	0,077	0	0,902
ROA	4.918	5,96331	4,644	-9,856	16,013

Fonte: elaboração própria. Nota: PL - Patrimônio Líquido está em valor absoluto; AL - Endividamento financeiro de curto e longo prazo constante no PC + PNC; VM - Preço das ações no fechamento do período multiplicado pela quantidade de ações; JCP - Juros sobre o capital próprio; RL - Receita Líquida; Dividendos - Dividendos; Emp. Fin. CP - Empréstimos e financiamentos de curto prazo; ROA - retorno sobre o ativo.

Tabela 3: Matriz de Correlação								
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) JCP	1,000							
(2) PL	-0,126*	1,000						
(3) AL	-0,034	-0,066*	1,000					
(4) VM	-0,059*	0,192*	0,063*	1,000				
(5) RL	-0,007	-0,081*	0,159*	0,138*	1,000			
(6) DIV	0,081*	0,119*	0,245*	0,374*	0,208*	1,000		
(7) Emp. Fin. CP	-0,075*	-0,368*	0,085*	-0,104*	0,206*	-0,135*	1,000	
(8) ROA	-0,001*	0,316*	0,057*	0,372*	0,166	0,510	-0,199*	-0,193*

Fonte: elaboração própria.
Nota: PL - Patrimônio Líquido está em valor absoluto; AL - Endividamento financeiro de curto e longo prazo constante no PC + PNC; VM - Preço das ações no fechamento do período multiplicado pela quantidade de ações; JCPs - Juros sobre o Capital Próprio; RL - Receita Líquida; DIV - Dividendos; Emp. Fin. CP - Empréstimos e financiamentos de curto prazo; ROA - retorno sobre o ativo. Nota: * *p*<0.05.

as variáveis é fundamental para entender a relação linear entre elas. Uma vez que a maioria das variáveis apresentou significância (5%), isso indica a rejeição da hipótese de que o coeficiente de correlação seja igual a zero, reforçando a existência de uma relação significativa

entre as variáveis testadas.

Para a aplicação no modelo, as variáveis de Valor Líquido (VL) e Patrimônio Líquido (PL) foram ponderadas pelo ativo total, de modo a preservar a relação entre as variáveis diante da significativa variabilidade de valores.

Propusemos dois modelos distintos para compreender a influência dos Juros sobre o Capital Próprio (JCPs) no patrimônio líquido, na alavancagem e no valor de mercado. Todas as variáveis foram submetidas à winsorização com uma fração de 0.05, e as empresas com patrimônio líquido e lucro líquido negativos foram excluídas da amostra. Na Tabela 4, apresentamos os resultados para cada tipo de modelo.

A redução no número de observações durante o processo de estimação é esperada, pois para uma empresa ser incluída na regressão, todos os seus dados para as variáveis utilizadas precisam estar completos. Portanto, quanto maior a quantidade de variáveis ao longo do tempo mais desafiador é garantir isso. Nas estimativas, o número de observações caiu para 677, 676 e 659. Isso ocorre porque a estrutura para a regressão, considerando os dados em painel, inclui, para todas as variáveis, apenas aquelas empresas que não apresentam dados faltantes ao longo de toda a série temporal. Por exemplo, se a empresa "A" possuir dados apenas para algumas das variáveis e, em alguns anos, ela é automaticamente excluída da regressão. Isso garante uma comparação mais precisa entre empresas que têm todos os dados disponíveis, mesmo que haja algumas lacunas de anos, desde que essas lacunas sejam consistentes para todas as variáveis.

De acordo com os resultados da Tabela 4 (Modelo - 3), a Hipótese 3 foi confirmada, uma vez que os coeficientes exibem significância estatística. Embora o coeficiente na Hipótese 1 fosse estatisticamente significativo, a hipótese não foi confirmada. Para os modelos 1 e 2, o teste de Hausman indicou que, entre os modelos de efeitos fixos e aleatórios, o modelo de efeitos aleatórios foi o mais apropriado. Para o modelo 3, o modelo de efeitos fixos seria o mais adequado. O teste de Breusch-

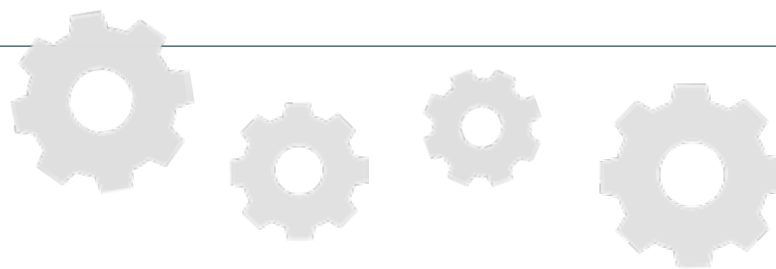


Tabela 4: Resultados

Variável	(1) Modelo 1 - PL	(2) Modelo 2 - AL	(3) Modelo 3 - VM
JCP	-0,0481*	-0,00580	0,0318**
Controles			
RL	-0,584***	-0,0250	0,00366
DIV	-1,899	0,256	2,598***
Emp. Fin. CP	-8,386***	0,977	-1,024**
ROA	0,0414***	0,0628**	0,0329***
Constante	6,678***	0,757**	0,470***
Teste de Hausman	12,16	9,24	27,19***
Teste Breusch e Pagan	868,38	0,01	59,81***
Observações	677	676	659

Nota: *significância de 10%; **significância de 5%; ***significância de 1%. Notab: Modelo 1: Teste de Hausman $p > \chi^2 = 0,0585$ – efeito aleatório; e Teste Breusch e Pagan $p > \chi^2 = 0,00$ – efeito aleatório; Modelo 2: Teste de Hausman $p > \chi^2 = 0,1603$ – efeito aleatório; e Teste Breusch e Pagan $p > \chi^2 = 0,4686$ – efeito aleatório; Modelo 3: Teste de Hausman $p > \chi^2 = 0,000$ – efeito fixo; e Teste Breusch e Pagan $p > \chi^2 = 0,000$ – efeito aleatório. Nota: O teste Breusch e Pagan enfatiza a melhor escolha entre o modelo Pooled e Efeitos aleatórios. Todas as variáveis foram winsorizadas a 5% e divididas pelo ativo total (exceto ROA. Notac: PL - Patrimônio Líquido está em valor absoluto; AL - Endividamento financeiro de curto e longo prazo constante no PC + PNC; VM - Preço das ações no fechamento do período multiplicado pela quantidade de ações; JCPs – Juros sobre o Capital Próprio; RL - Variável que apresenta a receita líquida das empresas; Dividendos - Dividendos; Emp. Fin. CP e LP - Empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo; ROA – Retorno sobre o Ativo.

-Pagan também apontou o modelo de efeitos aleatórios como a melhor opção (em comparação com o modelo Pooled, por exemplo).

Esses testes determinaram, entre as opções de modelos de regressão, que teriam o estimador mais apropriado. No entanto, nesta pesquisa, a significância estatística do estimador apontou apenas para os modelos 1 e 3. Em termos práticos, a dedutibilidade dos JCPs influencia positivamente o Valor de Mercado (VM) com uma significância de 5%. Para o modelo 2, o grau de significância é de 10%, mas com um coeficiente negativo.

5. Análise dos Resultados

O principal resultado desta pesquisa, apresentado na Tabela 4, revelou que os Juros sobre Capital Próprio (JCP) exercem uma influência significativa no Patrimônio Líquido (PL), na Alavancagem (AL) e no

Valor de Mercado (VM). Ficou evidente que os JCPs têm um impacto positivo no valor de mercado das empresas. O efeito médio observado foi de 0,0318, significando que cada aumento de 1% nos JCPs eleva o VM em 3,18%. Esse resultado acrescenta ao corpo de estudos acadêmicos, pois oferece uma perspectiva distinta para a literatura. Pesquisas prévias, como a de Ribeiro *et al.* (2020), não investigaram os impactos dos JCPs sobre o VM.

Por outro lado, Zanon, Araujo e Nunes (2017) concluíram que não há uma relação entre a política de dividendos da empresa e o VM. O trabalho seminal de Miller e Modigliani (1961) introduziu uma corrente teórica e empírica sobre a política de dividendos (JCP) e o VM. Segundo esses autores, a política de dividendos tem um papel quase irrelevante para o valor de mercado. Na visão deles, a política de dividendos corporativos não consegue afetar o valor das ações.

Silva e Dantas (2015) e Rosa, Araújo e Rogers (2021) encontraram uma relação negativa entre a política de dividendos e o valor de mercado. Um achado relevante desta pesquisa relaciona-se ao DIV (dividendos): este contribui diretamente para o valor de mercado da empresa, corroborando o que foi mencionado por Bernardo *et al.* (2018). Lucci (2021) destacou que uma mudança no sistema jurídico, em que se pretende taxar os dividendos retirados, poderia levar à descapitalização da empresa e ao seu endividamento, o que resultaria em uma diminuição do valor de mercado.

Um resultado significativo para esta pesquisa é o ROA, que se mostrou relevante para todas as variáveis dependentes. Quando se estuda a estrutura de capital, o ROA é sempre um indicador a ser observado, conforme já mencionado por Bernardo *et al.* (2018), e Cordeiro Filho *et al.* (2018). Nesta pesquisa, o ROA indica que é significativo para o aumento do patrimônio líquido, ou seja, quanto maior o retorno sobre os ativos, maior será o uso dos recursos próprios pela empresa.

Os resultados deste estudo abrangem o período de 1996 a 2020, período em que a discussão sobre políticas de dividendos em todo o Brasil pode estar mais alinhada às teorias iniciais sobre o assunto. Esta observação remonta aos trabalhos de Lintner (1956) e Gordon (1959), ambos de orientação mais conservadora, que defendiam a premissa de que “é melhor ter um pássaro na mão do que dois voando”. Essa foi a base para a criação da Lei n.º 9.249, de 1995. No entanto, a realidade observada na prática atual diverge dessa premissa, o que tem motivado discussões sobre a necessidade de revisão dessa lei.

Em relação aos efeitos no patrimônio líquido, os resultados foram contrários à premissa inicial da pes-

Tabela 5 - Resultados x Hipóteses		
Hipóteses	Sinal esperado do coeficiente	Resultados
H1: A dedutibilidade da JCP aumentou o patrimônio líquido das empresas	Positivo	Negativo e significativo
H2: A dedutibilidade da JCP diminuiu a alavancagem das empresas	Negativo	Não significativo
H3: A dedutibilidade da JCP aumentou valor de mercado das empresas	Positivo	Positivo e significativo

Fonte: elaboração própria.

quisa, ou seja, os efeitos foram positivos e significativos. No entanto, a alavancagem não apresentou significância estatística, impossibilitando conclusões definitivas sobre esse aspecto. Por fim, a Hipótese 3 da pesquisa foi confirmada, observando-se um efeito positivo e significativo dos JCPs sobre o valor de mercado, enquanto a Hipótese 1 não foi validada.

Assim, conclui-se que existe uma relação positiva entre o valor de mercado das empresas e a política de distribuição de dividendos. Isso sugere que a estratégia de distribuição de dividendos adotada pela empresa, em média, eleva seu valor de mercado. Em outras palavras, a maneira como as empresas distribuem dividendos, com base no lucro obtido no período, impacta o preço de suas ações negociadas na B3 e, conseqüentemente, seu valor de mercado.

6. Considerações Finais

A importância dos Juros sobre o Capital Próprio (JCPs) é um tema persistente tanto no âmbito acadêmico quanto profissional. Dada a relevância desse assunto, o presente estudo se propôs a enriquecer a literatura, analisando os efeitos financeiros da dedutibilidade do JCP das empresas listadas no Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período entre 1996 e 2020. Os dados contábeis das empresas foram obtidos por meio da Economatica. O objetivo deste trabalho foi investigar os

efeitos dos JCPs no Patrimônio Líquido (PL), na Alavancagem (ALAV) e no Valor de Mercado (VM) das empresas listadas na B3 durante o período mencionado.

Os Juros sobre o Capital Próprio (JCPs) foram implementados no Brasil pela Lei n.º Lei n.º 9.249, de 1995, com o intuito de mitigar o viés favorável ao capital de terceiros. Isto é, a lei visava diminuir a preferência das empresas por financiamento de dívida em detrimento do financiamento por capital próprio. Permitiu-se que as empresas deduzissem esses juros para fins fiscais, tornando o capital próprio mais atraente. No entanto, ainda persiste a questão se o JCP, conforme adotado no Brasil, conseguiu efetivamente reduzir o viés em prol do capital de terceiros.

Verificou-se que os JCPs exercem um impacto positivo e significativo sobre o valor de mercado das empresas, resultado corroborado por Martins e Famá (2012), Ribeiro *et al.* (2020) e Dornelas (2021). No entanto, os coeficientes para a alavancagem financeira e o volume de patrimônio líquido não apresentaram significância estatística.

Diante dos achados, fica evidente que o JCP não cumpriu sua proposta original de estimular a capitalização com recursos próprios, consolidando-se indubitavelmente como um benefício fiscal para as empresas. Ao se beneficiarem desse benefício fiscal, as empresas experimentam um aumento no seu valor de mercado, custeado por renúncias fiscais.

Essas descobertas sugerem a necessidade de uma reformulação na abordagem tributária dos JCPs no Brasil, buscando ajustar o modelo para incentivar verdadeiramente a capitalização de recursos próprios e evitar sua apropriação como um benefício privado às custas da renúncia fiscal da sociedade. Essa reformulação é essencial para promover uma abordagem tributária mais equilibrada e garantir que os JCPs cumpram seu objetivo de incentivar a capitalização das empresas, beneficiando a economia como um todo. Os resultados documentados na pesquisa apresentam várias implicações potenciais:

1) Necessidade de Reforma Fiscal: Uma implicação crucial é que a abordagem tributária atual com respeito aos JCPs no Brasil pode necessitar de uma reformulação. A Lei n.º 9.249, de 1995, tinha como objetivo original tornar o capital próprio mais atraente, diminuindo a inclinação das empresas por dívida. No entanto, considerando os resultados documentados nesta pesquisa, parece que tal objetivo não foi concretizado na prática. Portanto, pode ser imprescindível realizar ajustes na legislação para promover de maneira mais efetiva a capitalização por meio de recursos próprios.

2) Impacto no Valor de Mercado: Os resultados indicam que os JCPs exercem um efeito positivo no valor de mercado das empresas. Isso sugere que, mesmo que eles não tenham conseguido minimizar o viés em favor do capital de terceiros, atuam, sem dúvida, como um estímulo fiscal benéfico para as empresas. A capacidade de dedução fiscal dos JCPs pode ter implicações significativas para a forma como as empresas são avaliadas e para suas estratégias de investimento.

3) Implicações Sociais e Políticas: A pesquisa sugere que as empresas estão apropriando-se de um benefício fiscal destinado aos acionistas privados às custas da sociedade. Isso pode gerar implicações sociais e políticas, levantando questões sobre a equidade da atual legislação fiscal e sobre quem realmente se beneficia dela. Tal situação pode suscitar um debate público e político mais amplo sobre essa questão.

4) Implicações para Investidores e Empresas: Para os investidores, os resultados sugerem que as políticas de remuneração de capital próprio de uma empresa possuem um impacto significativo em seu valor de mercado, portanto, é crucial que eles baseiem suas decisões considerando esse fator. No que diz respeito às empresas, su-

gere-se que a utilização da remuneração de capital próprio como uma estratégia de gestão financeira pode ter implicações positivas para maximizar o valor de mercado da empresa, mesmo que não resulte diretamente na captação de recursos financeiros.

Dentre as limitações deste estudo, ressalta-se a falta de pesquisas empíricas sobre o tema, o que dificulta comparações com a literatura nacional. No entanto, a escassa literatura existente abre uma janela de oportunidade para que este estudo se estabeleça como referência para futuras investigações. A temática dos JCPs é de grande relevância para decisões de investimento e para a determinação do valor de mercado das empresas.

Em relação às oportunidades para futuras pesquisas, algumas possibilidades incluem: i) a realização de uma análise comparativa internacional, que poderia ajudar a entender melhor o papel dos JCPs em diferentes sistemas tributários e estruturas de mercado; ii) o estudo dos efeitos a longo prazo dos JCPs; iii) a investigação do impacto dos JCPs em diferentes setores; e iv) a avaliação do impacto dos JCPs na desigualdade de riqueza, especialmente considerando a sugestão de que os benefícios fiscais dos JCPs podem beneficiar principalmente os acionistas, em detrimento da sociedade em geral.

Referências

BERNARDO, C. J.; ALBANEZ, T.; SECURATO, J. R. Fatores Macroeconômicos e Institucionais, Composição do Endividamento e Estrutura de Capital de Empresas Latino-Americanas. *Brazilian Business Review*, São Paulo, v. 15, n. 2, p. 152-174, 2018.

BONFIM, Diana. 2009. Credit risk drivers: Evaluating the contribution of firm level information and of macroeconomic dynamics." *Journal of Banking & Finance* 33(2): 281-99. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.08.006>

BROWNLEES, CHRISTIAN, and ROBERT F. ENGLE. (2017). SRISK: A conditional capital shortfall measure of systemic risk. *Review of Financial Studies* 30 (1): 48-79. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw060>

CORDEIRO FILHO, M. PAMPLONA, J. B., LUCAS, E. C., KAWAI, R.M. (2018). Determinantes da estrutura de capital no Brasil: evidências empíricas a partir de dados em painel no período entre 2010 e 2016. *Revista de Administração Sociedade e Inovação*, Volta Redonda, v. 4, n. 2, p. 183-203, jul./dez.

DAMODARAN, A (2010). Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark.

DE MOOIJ, RUUD A., and MICHAEL P DEVEREUX. 2011. An applied analysis of ACE and CBIT reforms in the EU. *International Tax and Public Finance* 18 (1): 93–120. <https://doi.org/10.1007/s10797-010-9138-8>

DEVEREUX, M. & FREEMAN, H. (1991a). A general neutral profits tax. *Fiscal Studies*, 12(3), pp. 1-15.

DEVEREUX, MICHAEL P., AND HAROLD FREEMAN. (1991b). A general neutral profits tax. *Fiscal Studies* 12 (3): 1–15. <http://www.jstor.org/stable/24437180>

DORNELAS, K. C. O. (2021). Planejamento tributário: a utilização dos juros sobre o capital próprio como forma de redução tributária para empresas do lucro real. *Revista Científica BSSP*, 1(2), pp. 1-20.

GOBETTI, S. W. (2018). Tributação do capital no Brasil e no mundo. Texto para discussão n°. 2380. Brasília: Institute for Applied Economic Research.

GOMES, P. H. C. P. N., TAKAMATSU, R. T., MACHADO, E. A. (2015). Determinantes da política de remuneração do capital próprio: dividendos versus juros sobre capital próprio. Reunir: *Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, v. 5, n. 2, p. 62-85.

GORDON, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105. Doi: 10.2307/1927792

GROPP, R., E F. HEIDER. The determinants of bank capital structure. *Review of Finance*, 14, p. 587–622, mar.2010.

HALL, R. E., & RABUSHKA, A. (1984, Janeiro). The flat tax on business and workers: Effective and Fair Tax Reform. In Proceedings of the Annual Conference on Taxation Held under the Auspices of the National Tax Association-Tax Institute of America. *National Tax Association-Tax Institute of America* (pp. 8-15).

HEBOUS, S., MARTIN R. (2017). Evaluating the effects of ACE systems on multinational debt financing and investment. *Journal of Public Economics* 156: 131–49. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2017.02.011>

ISAAC, J. (1997a). A Comment on the Viability of the allowance for Corporate Equity. *Fiscal Studies*, pp. 303-318.

ISAAC, J. (1997b). A Comment on the Viability of the Allowance for Corporate Equity. *Fiscal Studies*, pp. 303-318.

KEEN, M., KIM, Y., & VARSANO, R. (2006). The “flat tax(es)”: principles and evidence (IMF Working Paper 06/218). Washington: International Monetary Fund.

KLEMM, A. 2007. Allowances for Corporate Equity in Practice. *CESifo Economic Studies* 53 (2): 229–262. *Economic Studies* 53 (2): 229–62. <https://doi.org/10.1093/cesifo/ifm007>

LAMMERSEN, L. Investment Decisions and Tax Revenue under an Allowance for Corporate Equity. Mannheim, Germany: Centre for European Economic Research, (2002). Centre for European Economic Research Discussion Paper 02-47.

LINTNER, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. Recuperado em 28 maio, 2022, de https://www.jstor.org/stable/1910664?seq=1#metadata_info_tab_contents

LUCCI, L. (2021). Os efeitos dos juros sobre o capital próprio no direito tributário. *Revista DNS – Direito, Negócios & Sociedade* .1(2), 31-45. Recuperado em 17 fevereiro, 2023, de: <https://portalderevistas.esags.edu.br/index.php/DNS/article/view/63/54>

MACHADO, L.; PRADO, J.; VIEIRA, K.; ANTONIALLI, L.; Santos, A. (2015). A relevância da estrutura de capital no desempenho das firmas: uma análise multivariada das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, v. 9, n. 4, 397-414. DOI: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v9i4.1313>

MARTINS, A. I., & FAMÁ, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Rae-Revista de Administração de Empresas*, 52(1), pp. 24-39

MILLER, M. H., & MODIGLIANI, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. Recuperado em 1 julho, 2022, de <http://www.jstor.org/stable/2351143>

MOORE, D. S. *The Basic Practice of Statistics*. New York, *Freeman*. 2007.

OZDAMAR, M., TANYERI, B., & AKDENIZ, L. (2021). The effect of tax regulation on firm value: the Turkish case of Allowance for Corporate Equity (ACE) regulation. *Applied Economics Letters*, 28(4), pp. 264-268.

PETRI, S. M.; VERAS, S. S.; VERAS, V.; ROSA, P. A. (2013). Juros sobre capital próprio – estratégia de redução de tributos sobre o lucro das empresas do setor elétrico da BM&FBOVESPA. *Revista Eletrônica do Alto Vale do Itajaí*. V. 2. SC.

PIKETTY T. 2005. Top income shares in the long run: an overview. *Journal. European. Economic. Association*. 3:382–92

PRINCEN, S., 2012. Taxes do Affect Corporate Financing Decisions: The Case of Belgian ACE. *CESifo Working Paper Series* 3713.

RABUSHKA, A. (2007). *The flat tax's – Silver anniversary*. Hoover Institute. Recuperado em 16 maio, 2020, de https://www.hoover.org/sites/default/files/flat_tax_silver_anniversary.pdf

RIBEIRO, J. E., CARVALHO, G. A. DE, MACIEL, C. F., CRUZ, I. F. DA, & SOUZA, A. A. de (2020). Juros sobre capital próprio no setor elétrico brasileiro. *Revista Mineira de Contabilidade*, 21(2), 11-20.

RIBEIRO, L. C. S.; SANTANA, J. R.; ANDRADE, J. R. L.; MOURA, F. R.; ESPERIDIÃO, F.; JORGE, M. A. J.; SANTOS, G. F.; CERQUEIRA, R. B. *Estimação de impactos econômicos da pandemia Covid-19 em Sergipe*. Nota Técnica LEADER-UFS. n.º 02-2020, Laboratório de Economia Aplicada e Desenvolvimento Regional (LEADER) da Universidade Federal de Sergipe, São Cristóvão, maio, 2020.

ROSA, A. A. S., DE ARAÚJO, & ROGERS, P. (2021). Política de dividendos e volatilidade do preço das ações das empresas brasileiras de capital aberto. *Research, Society and Development*, 10(4).

SCHEPENS, G. 2016. Taxes and bank capital structure. *Journal of Financial Economics* 120 (3): 585–600. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.01.015>

SHAY, STEPHEN., E. J. CLIFTON FLEMING AND ROBERT J. PERONI. 2015. Designing a 21st-century corporate tax: An advance U.S. minimum on foreign income and other measures to protect the base. *Florida Tax Review* 17 (9): 669–723.

SILVA, A. O., & DANTAS, J. A. (2015). Impacto da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeiras no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(4), 43-63.

SOBECK K, BREUNIG, R AND EVANS, A. Corporate Income Taxation in Australia: Theory, Current Practice, and Future Policy Directions (2021), *Tax and Transfer Policy Institute (TTPI) Policy Report* n° 01-2021, Canberra, Australia.

ZAGONEL, T.; TERRA, P. R. S.; PASUCH, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and payout policy in Brazil. *RAUSP—Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 53(3): 304-323.

ZANON, A. R. M., DE ARAÚJO, C. G., & NUNES, A. (2017). Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(3), pp. 326-339.