

O Impacto do Valor de Mercado das principais empresas de Varejo do Novo Mercado da Bolsa de Valores – B3, com a aplicação do benefício fiscal dos Juros sobre o Capital Próprio

Ingrid Hess de Souza
Centro Universitário Católica de Santa Catarina (CATÓLICA SC)
ingrid.souza@catolicasc.org.br

Resumo

Esta pesquisa tem o objetivo de verificar o impacto dos juros sobre capital próprio na mensuração do valor das empresas de capital aberto do seguimento de varejo no grupo Novo Mercado da B3. Com este estudo propõe-se mensurar o impacto dos juros sobre capital próprio sobre o valor da empresa, por meio da aplicação do fluxo de caixa descontado, tendo como fator de medida o custo médio ponderado. Foi utilizado a demonstração de resultados e balanço patrimonial do ano de 2018 de quatro empresas listadas no grupo Novo Mercado da B3 pertencentes ao segmento varejista. Para alcançar o objetivo deste estudo, foi utilizada a pesquisa qualitativa e quantitativa, sendo realizado uma análise de forma exploratória dos dados calculados, não somente mensuráveis. Com base na fundamentação teórica verificou-se que a empresa B2W – Companhia Digital não possui lucro no exercício de 2018 e também não possui saldo de lucros acumulados, desta forma, não foi possível aplicar a utilização dos juros sobre o capital próprio, pois a empresa não possui os limitadores exigíveis pela legislação vigente. Após as análises, foi verificado que haveria aumento nos valores das empresas, caso elas utilizassem o benefício fiscal dos juros sobre capital próprio. Desta forma, as empresas Atacadão S.A, Magazine Luiza S.A e a Via Varejo S.A tiveram um aumento de 3%, 2% e 1% respectivamente.

Palavras-chave: Juros sobre capital próprio, valor de empresas, fluxo de caixa descontado.

Linha Temática: Contabilidade Gerencial – Controle Financeiro, Tributário e Gerencial.

1 Introdução

É notório que as empresas buscam cada vez mais, minimizar os impactos financeiros causados em decorrência da alta carga tributária, como forma de alavancar a distribuição de lucro para seus acionistas, bem como, aumentar o seu valor de mercado. Segundo dados da Receita Federal do Brasil (2019), no ano de 2017 a arrecadação tributária bruta correspondeu a 32,43% do Produto Interno Bruto (PIB), ou seja, R\$ 2.127,37 bilhões de reais foram arrecadados em forma de tributação.

Realização:

Diante disto, apresenta-se como uma alternativa na redução da carga tributária, a aplicação do benefício fiscal do Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP) como forma de mensurar o impacto no valor de mercado das quatro maiores empresas de varejo do grupo do Novo Mercado da bolsa de valores B3.

De acordo com a legislação brasileira é possível utilizar os juros sobre o capital próprio (JSCP) como benefício fiscal, na forma de redução do lucro tributável, pois os valores pagos ou creditados aos sócios e acionistas são dedutíveis do lucro real tributável. Assim, resultará na diminuição do valor a pagar de Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). E por consequência direta, aumentará o valor de mercado da empresa, por se tratar de aumento no lucro líquido da empresa, após a tributação do IRPJ e CSLL.

Existem diversas formas metodologia de cálculo utilizadas para mensurar o valor de mercado de uma empresa, no entanto, na literatura o mais convencionado é o fluxo de caixa descontado (DFC), que de acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002, p.136) “o modelo FCD determina o valor acionário de uma empresa como sendo o valor de suas operações menos o valor do endividamento e outras formas de passivo de prioridade superior à do capital ordinário”.

Neste sentido, questiona-se qual o impacto dos juros sobre capital próprio na mensuração do valor das empresas de capital aberto do seguimento de varejo no grupo Novo Mercado da B3?

O estudo proposto tem por objetivo identificar o impacto dos juros sobre capital próprio na mensuração do valor das empresas de capital aberto do seguimento de varejo no grupo Novo Mercado da B3.

O artigo justifica-se em decorrência de que os resultados obtidos podem acarretar diretamente no aumento do valor de mercado da empresa, e por consequência, aumentar o nível de atratividade no mercado acionário, em decorrência da redução dos impostos e contribuições sobre o lucro e aumento no lucro líquido da empresa.

Para elaboração deste estudo, utilizou-se como fundamento o artigo denominado “Impacto dos juros sobre o capital próprio na mensuração do valor das empresas de capital aberto brasileiras”, das autoras Custodio, Silva e Goulart (2017), que teve por objetivo analisar como os juros sobre capital próprio podem impactar sobre o valor da empresa, aplicando os métodos de avaliação nas mesmas. Foram utilizadas as demonstrações do ano de 2013 a 2015 de seis empresas listadas na BM&FBovespa do segmento de papel e celulose. O resultado do estudo foi favorável, pois a aplicação do benefício fiscal de JSCP impactou positivamente o valor das empresas numa média de 3% superior ao valor de mercado aplicado sobre o lucro.

A estrutura do trabalho está organizada em quatro seções. Na primeira seção, é apresentada a fundamentação teórica, que discorre sobre os principais pontos do regime do Lucro Real, do Juros sobre Capital Próprio (JSCP), Dividendos e Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado. Já a terceira seção aborda a metodologia de pesquisa empregada no estudo: a pesquisa documental por meio da análise das demonstrações contábeis das empresas do segmento de varejo que estão no grupo Novo Mercado da B3. A quarta seção apresenta o resultado dos cálculos realizados e as análises dos objetivos propostos neste artigo. Por fim, tem-se a conclusão da pesquisa e suas recomendações para estudos futuros.

Realização:

2 Fundamentação Teórica

Com base no estudo proposto, apresenta-se na fundamentação teórica os temas que serviram de embasamento para realização deste estudo, tais como Apuração do Imposto de renda com base no Lucro Real, Juros sobre Capital Próprio, Dividendos e Avaliação do Capital com base no Fluxo de Caixa Descontado.

2.1 Lucro Real: Conceito

Para cálculo do imposto de renda e da contribuição social, existem quatro regimes de tributação, Simples Nacional, Lucro Arbitrado, Lucro Presumido e Lucro Real. Nesse artigo será abordado apenas o Lucro Real, pois compreende as empresas com faturamento anual superior a setenta e oito milhões de reais anual. De acordo com Hauser (2017, p.92):

O Lucro Real é o lucro líquido apurado na escrituração contábil, ajustados pelas adições, exclusões e compensações previstas em lei. Assim, para determinar o lucro real, que será a base de cálculo do IRPJ e da CSLL, é necessário que sejam feitos ajustes na apuração do resultado do exercício, de acordo com o que a legislação tributária autorizar.

O artigo 14 da Lei 9.718/1998, determina quais as empresas que estão obrigadas a apuração com base no lucro real:

Art. 14. Estão obrigadas à apuração do lucro real as pessoas jurídicas:

I - cuja receita total no ano-calendário anterior seja superior ao limite de R\$ 78.000.000,00 (setenta e oito milhões de reais) ou proporcional ao número de meses do período, quando inferior a 12 (doze) meses;

II - cujas atividades sejam de bancos comerciais, bancos de investimentos, bancos de desenvolvimento, caixas econômicas, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades corretoras de títulos, valores mobiliários e câmbio, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, empresas de arrendamento mercantil, cooperativas de crédito, empresas de seguros privados e de capitalização e entidades de previdência privada aberta;

III - que tiverem lucros, rendimentos ou ganhos de capital oriundos do exterior;

IV - que, autorizadas pela legislação tributária, usufruam de benefícios fiscais relativos à isenção ou redução do imposto;

V - que, no decorrer do ano-calendário, tenham efetuado pagamento mensal pelo regime de estimativa, na forma do art. 2º da Lei nº 9.430, de 1996;

VI - que explorem as atividades de prestação cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção e riscos, administração de contas a pagar e a receber, compras de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços (factoring).

VII - que explorem as atividades de securitização de créditos imobiliários, financeiros e do agronegócio. (BRASIL, 1998)

De acordo com o art. 258 do Decreto 9.580/2018 (BRASIL, 2018), o lucro real é o lucro líquido contábil do período de apuração ajustado pelas adições, exclusões ou compensações

Realização:

autorizadas pela legislação. Assim necessariamente, a determinação do lucro real será precedida da apuração do lucro líquido de cada período de apuração com observância das disposições das leis comerciais. Portanto lucro contábil e lucro real não se confundem, pois se tratam de lucros distintos. Enquanto o lucro contábil é apurado de acordo com as leis comerciais, o lucro real é apurado de acordo com a legislação tributária.

A apuração do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social (CSLL) com base no lucro real podem ser apuradas trimestralmente, com base em balancetes trimestrais, ou anualmente, na qual a apuração é feita com base no balanço do dia 31 de dezembro. (HIGUCHI, 2017)

2.1.1 Apuração Trimestral do Lucro Real

A apuração no lucro real trimestral ocorre sobre o fechamento contábil dos trimestres, ajustado pelas adições e exclusões previstas na legislação vigente. A tributação é com base na aplicação da alíquota de 15% sobre o lucro real aplicado no trimestre. Adicionalmente, aplica-se a alíquota de 10% sobre o valor do lucro real que exceder R\$ 60.000,00 no trimestre. A contribuição social é calculada com base na aplicação da alíquota de 9% sobre o valor do lucro real do trimestre.

O imposto e a contribuição a pagar, apurados em cada trimestre, poderão ser pagos em quota única no mês seguinte ao trimestre, sem qualquer acréscimo, ou em três quotas mensais com juros pela taxa SELIC até o mês anterior ao do pagamento e de 1% nesse mês. Com isso, se o saldo do imposto devido sobre o lucro do primeiro trimestre for pago em quota única no mês de abril, a empresa não terá pagamentos em maio e junho. (HIGUCHI, 2017, p.29)

A opção pelo lucro real trimestral se constituirá numa opção vantajosa para a pessoa jurídica somente numa única situação: caso a empresa já saiba de antemão que apresentará lucro real durante todo o ano-calendário, e que a sua margem de lucro é inferior ao percentual de estimativa da atividade, recomenda-se então a opção pelo lucro real trimestral, pois neste caso haverá ganho financeiro no alongamento do prazo de recolhimento, uma vez que a empresa ao optar pelo pagamento em quota única, fará apenas quatro pagamentos durante todo o ano-calendário.

A apuração trimestral do lucro real é definitiva, ou seja, trata cada trimestre como se fosse um encerramento definitivo de exercício social. A apuração do lucro real será efetuada a partir do resultado líquido de cada trimestre, apurado mediante levantamento do balanço com observância das normas estabelecidas na legislação comercial e fiscal, o qual será ajustado pelas adições, exclusões e compensações determinadas ou autorizadas pela Legislação do Imposto de Renda.

2.1.2 Apuração Anual do Lucro Real

As pessoas jurídicas que optam pela apuração anual do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido, apuram o lucro real no ano, ou seja, período

Realização:

compreendido entre o dia 1º de janeiro de 31 de dezembro. No entanto, apesar da tributação efetiva ocorrer com base na apuração anual, o contribuinte deve recolher mensalmente valores de IRPJ e CSLL.

Na apuração anual de IRPJ e da CSLL, o fisco exige recolhimento mensal dos referidos tributos. Assim, torna-se necessária a apuração pela forma da estimativa mensal. O empresário pode suspender ou reduzir o valor do tributo devido, desde que haja uma apuração por balancete de redução/suspensão do imposto. Desta forma, podemos dizer que existem duas maneiras de apuração do lucro real anual: a estimativa mensal e o balancete de suspensão. (HAUSER, 2017, p.104)

As pessoas jurídicas que optarem pela apuração do lucro real anual terão que pagar, mensalmente, o imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro. O IRPJ e a CSLL cujos recolhimentos terão de ser efetuados mensalmente, poderão ser calculados por estimativa ou através do levantamento do balancete mensal, também chamado de balanço de suspensão ou redução. (HAUSER, 2017)

Na estimativa mensal, mesmo que a empresa não tenha sua contabilidade apurada no mês é possível mensurar um lucro e oferecer a tributação do imposto de renda e da contribuição social. Assim como o lucro presumido, de acordo com a atividade exercida, é aplicado um percentual sobre a receita bruta, os ganhos de capital, demais receitas e resultados positivos auferidos no mês. Deve ser excluído os rendimentos ou ganhos que já tenham sido tributados, como exemplo, aplicação financeira. (HIGUCHI, 2017).

Outra forma de fazer o recolhimento mensal do IRPJ e da CSLL é com base no balancete de redução/suspensão. Neste caso a empresa deve estar com a contabilidade fechada e o lucro/prejuízo do mês apurado, para que assim possa fazer os ajustes decorrentes das adições e exclusões no lucro contábil apurado no demonstrativo de resultado (HAUSER, 2017).

2.2 Planejamento Tributário e Aplicação de Benefícios Fiscais

Como forma de minimizar a tributação e IRPJ e CSLL, as empresas buscam continuamente por planejamentos tributários, ou seja, reduzir o lucro real a ser tributado com base na exclusão de receitas, bem como deduções de benefícios fiscais. Para fins de redução do lucro real, base de cálculo tributável do imposto de renda e da contribuição social, existem inúmeros ajustes de adição e exclusão previstos na legislação que regulamenta o respectivo imposto e contribuição. (SANTOS, 2018)

Planejamento tributário é a utilização de maneiras lícitas, sempre de acordo com o que determina a legislação tributária, para reduzir a carga tributária da empresa. Ou seja, são algumas ações tomadas pelo gestor tributário, com as quais ele tenta diminuir o valor dos tributos recolhidos, sempre estudando os efeitos jurídicos tributários de suas ações. (BAZZI, 2015, p.25)

A utilização de benefícios fiscais para minimizar os impactos tributários da empresa é a

Realização:

forma lícita de realizar um planejamento tributário que venha reduzir a tributação e por decorrência aumentar o lucro e atratividade das empresas frente ao mercado acionário.

2.3 Dividendos

O pagamento de dividendos caracteriza como uma forma de distribuição do lucro, ou seja, trata-se da remuneração dos acionistas pelo valor investido na empresa. Marion e Reis (2006, p.48) conceituam que “os dividendos constituem a remuneração do capital aplicado na empresa por seus acionistas. Normalmente, os dividendos correspondem a uma fração do lucro da empresa, repartida entre os seus acionistas”.

Os dividendos são regulamentados pela Lei 6.404/1976, onde em seu artigo 202, delimita a obrigatoriedade de remuneração dos sócios ao fim de cada exercício, corresponde ao lucro do referido período, de acordo com o que for estabelecido no estatuto ou com as normas prevista na respectiva lei. Ainda, o respectivo artigo, no seu parágrafo segundo, proíbe que o dividendo seja inferior à 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido, para os casos em que o estatuto da empresa for omissivo, a respectiva remuneração. (BRASIL, 1976)

Os dividendos são decorrentes do lucro apurado no período pela empresa, desta forma, a distribuição ocorre após a tributação do Imposto de Renda e da Contribuição Social, assim, não havendo incidência do imposto de renda retido na fonte para o acionista beneficiário. (HIGUCHI, 2017)

2.4 Juros sobre o Capital Próprio (JSCP)

Os juros sobre o capital próprio é uma forma de remuneração do dinheiro dos sócios e acionistas aplicados no capital social da empresa, por meio do JSCP é possível melhorar o resultado da empresa, pois é tido como uma opção de planejamento tributário. (OLIVEIRA, 2013)

A Lei nº 9.249/95, por meio do parágrafo 1º, do artigo 9º, veio admitir o reconhecimento e dedutibilidade dos Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP) pagos aos sócios, limitando essa remuneração à TJLP. O parágrafo 1º, do artigo 9º, considerando as alterações impostas pela Lei nº 9.430/96, assim dispõe:

Art. 9º A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP.

§ 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, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados. (BRASIL, 1995)

A lei estabeleceu apenas duas restrições para dedução dos juros nos cálculos do lucro real e da base de cálculo da CSLL, quais sejam, 50% dos lucros do próprio exercício, antes de

Realização:

computada a respectiva dedução, ou 50% dos lucros acumulados e reservas de lucros.

O § 1º do art. 9º da Lei no 9.249/95, com nova redação dada pelo art. 78 da Lei no 9.430/96, dispõe que 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. Com isso, o limite de dedutibilidade dos juros poderá ser calculado com base no lucro contábil do próprio período-base ou com base na soma dos saldos de lucros acumulados e reservas de lucros. Em ambos os casos, o limite é a metade do valor escolhido. (HIGUCHI, 2017, p. 124)

Para fins de cálculo do valor a ser distribuído como juros sobre o capital próprio, deve ser aplicado o valor da taxa de juros de longo prazo (TJLP) sobre as contas que compõem o patrimônio líquido da empresa: capital social, reservas de capital, reservas de lucro, ações em tesouraria e prejuízos acumulados. (BRASIL, 1995)

O pagamento do Juros sobre o Capital Próprio é facultativo as empresas, no entanto é tido como um rendimento extra dos acionistas das empresas, pois são recebidos além da distribuição do lucro. Entretanto, cabe ressaltar, que a Lei 9.249/1995 prevê que os dividendos obrigatórios previstos na Lei 6.404/1976 podem ser substituídos pelo pagamento do JSCP. (RIBEIRO, 2012)

Dentre as formas de remuneração dos sócios, entende-se que: “os juros sobre o patrimônio líquido é a remuneração menos onerosa porque têm incidência só do imposto de renda na fonte de 15% e são dedutíveis também para a contribuição social sobre o lucro.” (HIGUCHI, 2017, p.39). E, por ser um valor dedutível no lucro real apurado, é uma forma de melhorar o resultado da empresa, reduzindo o valor do IRPJ e CSLL a pagar.

2.5 Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado

As empresas tem por finalidade gerar lucro e serem atrativas a seus investidores, no caso das empresas listadas na bolsa de valores, a avaliação de seu valor de mercado é uma de suas principais finalidades. Pois é com base na avaliação do valor de mercado que seus ativos valoram e empresas ou pessoas físicas se atraem para fazer aquisição de suas ações comercializadas na bolsa de valores.

O método do fluxo de caixa descontado está fundamentado na ideia de que o valor de uma empresa está diretamente relacionado aos montantes e às épocas em que os fluxos de caixa operacionais estarão disponíveis para distribuição. Portanto, o valor da empresa é medido pelo montante de recursos financeiros que será gerado no futuro pelo negócio, o qual é trazido a seu valor presente para refletir o tempo e o risco associados à distribuição. (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010, p.14)

A literatura apresenta inúmeras formas de mensurar o valor de mercado de uma empresa, de modo de certificar a rentabilidade proposta. Neste prisma, Chiang, Marques e Prado (2010, p. 281) retratam que:

Realização:

Os modelos baseados no fluxo de caixa descontado são tidos como os que melhor revelam a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinada empresa. Partem da premissa de que o valor da empresa deve ser auferido com base em sua potencialidade de geração de riqueza futura e de que a verdadeira maneira de representar corretamente o valor da empresa é mediante o cálculo do valor presente de seus resultados de caixa futuros. Dessa maneira, a base de avaliação é composta justamente pelo objetivo financeiro da aquisição, ou seja, os recursos a serem gerados no futuro pela empresa.

Diante do exposto, delimita-se que a melhor forma de mensurar o valor de mercado de uma empresa, é com base na sua capacidade de gerar caixa e por decorrência aumentar sua rentabilidade e atratividade no mercado financeiro.

2.5.1 Custo do Capital Próprio - Ke

O custo do capital próprio tem por finalidade demonstrar qual é a taxa mínima que o acionista exige para financiar a operação da empresa por meio da compra de ações na bolsa de valores. Mesmo a empresa remunerando o investidor através de dividendos e juros sobre o capital próprio, o acionista requer um prêmio maior por conta do risco assumido ao financiar a operação da empresa. (LAPPONI, 2007)

O custo de capital é crítico. As decisões relativas a orçamento de capital têm grande impacto sobre a empresa, e exigem uma estimativa para o custo de capital. A estrutura financeira pode afetar tanto o volume como o grau de risco dos fluxos de caixa da empresa, portanto, o valor da empresa. Um conhecimento do custo de capital é útil nas decisões relativas à estrutura de capital. (MOTA e CALÔBA, 2012, p.353)

De acordo com o modelo proposto por Brennan apud Neto e Souza (2010) é possível mensurar o Custo do Capital Próprio, com a seguinte equação:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \times \beta$$

A taxa livre de risco (R_f) é conceituada por Damodaran (2007) como sendo a taxa de juros que remunera um respectivo título, onde o investidor estima o retorno esperado e que não há risco de inadimplência, tampouco, dúvidas acerca das taxas de reinvestimento.

A diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco, é a denominação do prêmio de mercado ($R_m - R_f$), o qual refere-se a diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco. Gouvêa (2013, p.14) conceitua que o prêmio de mercado “mede o retorno extra que é exigido pelos investidores para aplicar recursos em um investimento de risco ao invés de aplicar à taxa livre de risco”. Ainda, Gouvêa (2013, p.15), delimita que o beta (β) “representa a sensibilidade de um ativo às variações do mercado, ou seja, representa o grau de risco de um ativo em relação à carteira completamente diversificada”.

2.5.2 Custo Médio Ponderado de Capital – WACC

Realização:

O custo médio ponderado de capital (WACC) é formado pelo custo do capital próprio (acionistas) e o capital de terceiros (credores). Desta forma, quando a empresa financia sua operação com recursos próprios e de terceiros, o WACC será calculado com base na taxa de juros sobre os empréstimos adquiridos e o retorno mínimo requerido pelos acionistas. Neste sentido, para fins de cálculo o custo de capital depende do mix de capitais que estruturam a empresa, onde o valor é obtido em função de seus fluxos de caixa e seu custo de capital. (LUCENA et al., 2013)

A firma deve ser vista como algo corrente, e seu custo de capital deve ser calculado como uma média ponderada, ou composta, dos vários tipos de fundos usados: capital de terceiros (empréstimos), ações preferenciais e ações ordinárias (capital próprio). (MOTA e CALÔBA, 2012, p.355)

Com base na literatura publicada por diversos autores, para encontrar o valor do custo médio ponderado de capital, utiliza-se a seguinte fórmula:

$$WACC = K_e \frac{PL}{VE} + K_d \frac{Dívida}{VE} (1 - Alíquota)$$

Onde:

K_e = Custo do Capital Próprio

VE = Valor da Empresa

K_d = Custo do Capital de Terceiros

Alíquota = Alíquota do IR + CSLL

2.5.3 Valor da Empresa

A mensuração do valor da empresa trata-se de uma ferramenta de extrema importância para que os acionistas possam mensurar se seu investimento está sendo rentável, bem como para avaliar se é promissor investir na empresa, através da aquisição de ações na bolsa de valores.

Ao avaliar uma empresa objetivamos alcançar o valor justo de mercado (*fair market value*), isto é, aquele que representa a potencialidade econômica de determinada instituição. Entretanto, é importante frisar que o preço final do negócio somente será definido com base na interação entre as expectativas dos compradores e vendedores. (CHIANG; MARQUES; PRADO, 2010, p.281)

O valor da empresa, corresponde a capacidade de gerar fluxos de caixa futuros, o qual deve ser apurado, descontando o valor da empresa e do fluxo de caixa com base no custo médio ponderado de capital. O cálculo ocorre por meio da fórmula a seguir apresentada: (SANTOS NETO; SOUZA, 2010)

Realização:

Lucros				
Limite (PL x TJLP)	943.958	237.694	154.753	169.546
Limite (50% do Lucro do Exercício)	931.500	-	298.715	-
Limite (50% dos Lucros Acumulados e Reserva de Lucros)	1.756.500	-1.125.994	306.248	268.500
JCP Máximo Dedutível	943.958	0	154.753	169.546

Fonte: Autora (2019)

Conforme o exposto e referenciado na fundamentação teórica, para que seja aplicável o pagamento dos juros sobre o capital próprio, é necessário que a empresa tenha apurado lucro no exercício ou então possua reserva de lucro acumulados. Como a empresa B2W – Companhia Digital não possui os referidos limitadores, não há como aplicar o JSCP, desta forma, não seguiu a análise para a respectiva empresa.

Com base nos valores de juros sobre o capital próprio apresentado, foi estruturado um quadro comparativo dos resultados com a distribuição de lucros por dividendos, a qual não afeta o resultado da empresa e com a distribuição por meio do JSCP.

Tabela 2: Comparativo DRE em R\$ (mil) – Atacadão S.A.

Atacadão S.A	2018	
	Dividendos	JSCP
Receita de Venda de Bens	54.267.000	54.267.000
Custo dos Bens Vendidos	-42.886.000	-42.886.000
Resultado Bruto	11.381.000	11.381.000
Despesas/Receitas Operacionais	-8.264.000	-8.264.000
Resultado Antes do Res. Financeiro	3.117.000	3.117.000
Resultado Financeiro	-361.000	-1.304.958
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	2.756.000	1.812.042
IRPJ e CSLL	-893.000	-572.054
IRPJ e CSLL (34%)	-937.040	-616.094
Efeitos IR (*)	44.040	44.040
Lucro/Prejuízo do Período	1.863.000	1.239.988

Fonte: Autora (2019)

Tabela 3: Comparativo DRE em R\$ (mil) – Magazine Luiza S.A

Magazine Luiza S.A	2018	
	Dividendos	JSCP
Receita de Venda de Bens	15.590.444	15.590.444

Realização:

Custo dos Bens Vendidos	-11.053.022	-11.053.022
Resultado Bruto	4.537.422	4.537.422
Despesas/Receitas Operacionais	-3.455.871	-3.455.871
Resultado Antes do Res. Financeiro	1.081.551	1.081.551
Resultado Financeiro	-294.688	-449.441
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	786.863	632.110
IRPJ e CSLL	-189.434	-136.818
IRPJ e CSLL (34%)	-267.533	-214.917
Efeitos IR (*)	78.099	78.099
Lucro/Prejuízo do Período	597.429	495.292

Fonte: Autora (2019)

Tabela 4: Comparativo DRE em R\$ (mil) – Via Varejo S.A

Via Varejo S.A	2018	
	Dividendos	JSCP
Receita de Venda de Bens	26.928.000	26.928.000
Custo dos Bens Vendidos	-19.031.000	-19.031.000
Resultado Bruto	7.897.000	7.897.000
Despesas/Receitas Operacionais	-7.544.000	-7.544.000
Resultado Antes do Res. Financeiro	353.000	353.000
Resultado Financeiro	-741.000	-910.546
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	-388.000	-557.546
IRPJ e CSLL	121.000	178.646
IRPJ e CSLL (34%)	131.920	189.566
Efeitos IR (*)	10.920	10.920
Lucro/Prejuízo do Período	-267.000	-378.900

Fonte: Autora (2019)

Com base no cálculo do JSCP foi possível identificar que ocorreu alteração no valor do lucro líquido da empresa, desta forma, foi realizado o cálculo do fluxo de caixa dos acionistas tendo como ponto de partida o lucro líquido da empresa, destaca-se que a análise foi efetivada considerando ou não o respectivo benefício fiscal de JSCP. Em sequência aos resultados obtidos, foi mensurado o valor do patrimônio líquido de mercado equivalente ao valor presente do fluxo de caixa apresentado.

Tabela 5: Fluxo de Caixa dos Acionistas sem e com JSCP em R\$ (mil).

Realização:

		Atacadão S.A	Magazine Luiza S.A	Via Varejo S.A
Valor Empresa	Sem JSCP	18.856.988	3.811.475	7.656.921
	Com JSCP	19.177.631	3.864.041	7.714.513
Fluxo de Caixa	Sem JSCP	2.913.000	1.055.807	738.000
	Com JSCP	3.233.946	1.108.423	795.646

Fonte: Autora (2019)

Para que seja possível mensurar o valor de mercado das empresas com base no método fluxo de caixa descontado, é necessário apurar o custo médio ponderado de capital (WACC). O qual é apresentado na tabela a seguir:

Tabela 6: Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) sem e com JSCP em R\$ (mil).

WACC		
Empresa	sem JSCP	com JSCP
Atacadão S.A	16,15%	16,03%
Magazine Luiza S.A	65,86%	65,10%
Via Varejo S.A	47,37%	47,08%

Fonte: Autora (2019)

Por meio do valor do fluxo de caixa descontado (WACC), o qual teve como ponto de partida o lucro líquido da empresa, onde foi desconsiderado as movimentações que não passam pelo caixa, tal como depreciação e pagamento de dividendos provisionado no passivo, e o resultado financeiro, pois não pertence a operação da empresa. Assim, partiu-se do lucro líquido ajustado pelo efeito do pagamento de JSCP, no entanto, o valor foi retirado no fluxo de caixa, por não pertencer a operação.

Por, obteve-se o valor de mercado das organizações pertencentes ao universo desta pesquisa, conforme o quadro a seguir:

Tabela 7: Valor de mercado sem e com JSCP em R\$ (mil).

Valor Empresa sem JSCP			
Empresa	sem JSCP	com JSCP	Variação
Atacadão S.A	21.734.896	22.375.701	3%
Magazine Luiza S.A	4.835.434	4.940.304	2%
Via Varejo S.A	8.355.344	8.470.277	1%

Fonte: Autora (2019)

Considerando todos os valores anteriormente apresentados, obteve-se um aumento no valor de mercado das empresas com a utilização do benefício fiscal de juros sobre o capital

Realização:

próprio As empresas Atacadão S.A, Magazine Luiza S.A e Via Varejo S.A obtiveram um aumento de 3%, 2% e 1% respectivamente, no seu valor de mercado

5 Conclusão

Conforme exposto na fundamentação teórica do artigo, os juros sobre o capital próprio referem-se a uma medida de planejamento tributário frente a distribuição de dividendos. A gestão dos recursos de uma entidade é fundamental para o destaque e continuidade no mercado em que atua, assim, cada vez mais torna-se necessário aplicar estudos que visem melhorar o valor de mercado e resultado das empresas com a redução da carga tributária.

Diante das análises apresentadas no artigo, bem como o referencial teórico, foi possível mensurar que houve aumento no valor da empresa em todos os casos analisados. Das empresas analisadas, duas possuem prejuízo em 2018. No entanto, trabalhou-se com o fluxo de caixa partindo do lucro, de modo a retirar o impacto das despesas que não passam pelo caixa da empresa, bem como o efeito do resultado financeiro, que não são compreendidos pela atividade operacional.

Se faz necessário mencionar que por se tratar do seguimento de varejo, o resultado financeiro tem grandes impactos no lucro/prejuízo líquido da empresa, pois esse grupo tem como forte característica, atuar na aquisição de empresa e no mercado acionário de forma geral. Desta forma, as empresas que estavam prejuízo, obtiveram reversão do resultado, pois estava sendo fortemente impactado pelo resultado financeiro do exercício 2018.

Por fim destaca-se que o estudo atingiu seu objetivo proposto, que era de identificar o impacto dos juros sobre capital próprio na mensuração do valor das empresas de capital aberto do seguimento de varejo no grupo Novo Mercado da B3. E foi possível verificar que há um impacto positivo no valor das empresas quando utilizam o JSCP para remunerar os acionistas.

Cabe ressaltar que o presente artigo não é definitivo, por se tratar de uma pesquisa baseada apenas em um segmento dentro do grupo Novo Mercado da B3. Ainda, recomenda-se uma pesquisa mais aprofundada de um universo de empresas com capital aberto que se tenha a apuração do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) por completo. Devido ao fato que as informações disponibilizadas são limitadas, pois não compreendem uma abertura do IRPJ e CSLL na apuração completa. O que pode acarretar em resultados distintos dos apurados nesse artigo e no artigo utilizado como base para o desenvolvimento dessa pesquisa.

Referências

ALMEIDA, Nêbia Maria. **Método e metodologia na pesquisa científica**. 3 ed. São Caetano do Sul: Yendis, 2008.

ATACADÃO S.A. **Informações do demonstrativo de resultados e balanço patrimonial**. Disponível em: < <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoEmpresaPrincipal.aspx?codigoCvm=24171&idioma=pt-br>>. Acesso em: 15, mai.

Realização:

2019.

B2W COMPANHIA DIGITAL. **Informações do demonstrativo de resultados e balanço patrimonial.** Disponível em: < <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx?codigoCvm=20990&idioma=pt-br>>. Acesso em: 15, mai. 2019.

BAZZI, Samir. **Gestão tributária.** São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2015.

BRASIL. **Decreto 9.580, de 22 de novembro de 2018.** Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/decreto/D9580.htm>. Acesso em: 30, abr. 2019.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 30, abr. 2019.

BRASIL. **Lei 9.249, de 26 de dezembro de 1995.** Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm>. Acesso em: 30, abr. 2019.

BRASIL. **Lei 9.718, de 27 de novembro de 1998.** Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19718.htm>. Acesso em: 30, abr. 2019.

CERVO, Amado Luiz; BERVIA, Pedro A.; SILVA, Roberto da. **Metodologia científica.** 6 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

CHIANG, Hong Yu; MARQUES, Fernando; PRADO, Lucilene. **Contabilidade & finanças para não especialistas.** 3º ed. – São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas “valuation”: calculando e gerenciando o valor das empresas.** São Paulo: Pearson Education, 2002.

CUSTODIO, Ketelyn Christiny; Silva, Stefani da; GOULART, Taila Eloisa. **Impacto dos juros sobre o capital próprio na mensuração do valor das empresas de capital aberto brasileiras.** Ececon, 2017. Disponível em: < http://dvl.ccn.ufsc.br/ececon/artigos/trabalhos_aprovados>. Acesso em: 02, mai. 2019.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas.** 2ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

GOUVÊA, Livia Sthéfanie Simões. **Avaliação de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado: o caso da JBS.** Modelos Financeiros, 2013. Trabalho de Conclusão de Curso – Universidade Federal do Rio de Janeiro. Disponível em: <

15

Realização:

http://modelosfinanceiros.com.br/assets/documentos/avaliacao_de_empresa_-_jbs.pdf >. Acesso em: 30, mai. 2019.

HAUSER, Paolla. **Contabilidade tributária: dos conceitos à aplicação**. Curitiba: InterSaberes, 2017.

HIGUCHI, H. **Imposto de renda das empresas—interpretação e prática (2017)**. São Paulo: Saraiva, 2006.

LAPPONI, Juan Carlos. **Projetos de investimento na empresa**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

LUCENA, Edzana Roberta Ferreira da Cunha Vieira. *et al.* **Custo médio ponderado de capital: um estudo dos erros contidos em seu cálculo nas ofertas públicas de aquisições de ações registradas na comissão e valores mobiliários (CVM)**. Repositorio UFRN, 2013. Disponível em:

<https://repositorio.ufrn.br/jspui/bitstream/123456789/19130/1/CustoM%C3%A9dioPonderado_2013.pdf>. Acesso em: 30, mai. 2019.

MAGAZINE LUIZA S.A. **Informações do demonstrativo de resultados e balanço patrimonial**. Disponível em: < <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoEmpresaPrincipal.aspx?codigoCvm=22470&idioma=pt-br>>. Acesso em: 15, mai. 2019.

MARION, José Carlos; REIS, Arnaldo. **Contabilidade avançada para cursos de graduação e concursos públicos**. São Paulo: IR Publicações Ltda, 2017.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; PEREIRA, Fernando. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity**. São Paulo: Person Prentice Hall, 2010.

MOTTA, Regis da Rocha; CALÔBA, Guilherme Marques. **Análise de investimentos – tomada de decisão em projetos industriais**. São Paulo: Atlas, 2012

OLIVEIRA, Luís Martins de. *et al.*. **Manual de contabilidade tributária**. 12º ed. São Paulo: Atlas, 2013.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Carga tributária 2017**. Disponível: < <https://receita.economia.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/carga-tributaria-no-brasil/carga-tributaria-2017.pdf/view>>. Acesso em: 10, mar. 2019.

RIBEIRO, Osni Moura. **Contabilidade avançada**. 3º ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

SANTOS, Cleonimo dos. **Imposto de renda das pessoas jurídicas para contadores: (Inclui**

Realização:

CSLL, PIS/Pasep, Cofins e Simples Nacional). 11º ed. – Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2018.

VIA VAREJO S.A. **Informações do demonstrativo de resultados e balanço patrimonial.**
Disponível em: < <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoEmpresaPrincipal.aspx?codigoCvm=6505&idioma=pt-br>>. Acesso em: 15, mai. 2019.

Realização:

