

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUARIA

Um estudo sobre a estrutura de capital e a política
de dividendos considerando a tributação brasileira

Ari Ferreira de Abreu

Orientador: Prof. Dr. Iran Siqueira Lima

São Paulo
Fevereiro de 2004
(EDIÇÃO REVISADA)

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUARIA

Um estudo sobre a estrutura de capital e a política
de dividendos considerando a tributação brasileira

Ari Ferreira de Abreu

Dissertação de mestrado
apresentada ao Departamento de
Contabilidade e Atuaria da Faculdade de
Economia, Administração e
Contabilidade da Universidade de São
Paulo como parte dos requisitos para a
obtenção do título de Mestre em
Contabilidade e Controladoria.

Orientador: Prof. Dr. Iran Siqueira Lima

São Paulo
Fevereiro de 2004
(EDIÇÃO REVISADA)

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Publicações e Divulgação do SBD/FEA/USP

Abreu, Ari Ferreira de

Um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos considerando a tributação brasileira / Ari Ferreira de Abreu. -- São Paulo : FEA/USP, 2004.

216 f.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2004
Bibliografia.

1. Contabilidade financeira 2. Dividendos 3. Estrutura de capital I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP II. Título.

CDD – 657.48

“Os dividendos funcionam como um farol que orienta os investidores nos momentos de tempestade. Entretanto, quando o sol aparece todos deixam de olhar para o farol”.

Décio Bazin

À Yumi

Com amor àquela que, além de ser
minha dedicada esposa, é a mais
maravilhosa oriental de
Florianópolis.

Agradecimentos

Meus agradecimentos à população paulista que mantém a Universidade de São Paulo. Aos meus amigos (discentes, docentes e colaboradores) do PPGCC/USP e do PIPG/USP. Aos meus amigos da UFSC. A todos os estudantes que se dedicam aos estudos com ética e seriedade, tornando a atividade docente, apesar de todos os percalços, extremamente gratificante. Registrem-se agradecimentos especiais ao meu orientador Professor Iran Siqueira Lima, por ter acolhido um trabalho com um ponto de vista pouco convencional para sua orientação.

Aos meus familiares que, de uma forma ou outra, colaboraram com este trabalho. Aos colegas Paschoal, Massae e Telma que me ajudaram a “comer um prato de sal”. À minha mãe pelos valores éticos e morais que me transmitiu.

1. INTRODUÇÃO _____	
01	
1.1 Histórico _____	01
1.2 O Problema _____	02
1.3 Objetivos _____	03
1.4 Justificativa _____	03
1.5 Metodologia _____	04
1.6 Estrutura da dissertação _____	06
1.7 Limitações da Pesquisa _____	07
1.8 Fontes da Revisão bibliográfica _____	07
Capítulo 2 – ESTRUTURA DE CAPITAL _____	09
2.1 Introdução _____	09
2.2 Primeira proposição de Modigliani e Miller – valor da empresa e o endividamento _____	11
2.2.1 Premissas assumidas por Modigliani e Miller _____	12
2.2.2 Legislação tributária norte-americana _____	14
2.2.2.1 A primeira Proposição de Modigliani e Miller e a Tributação norte-americana _____	14
2.2.2.1.1 Benefício fiscal segundo a legislação norte-americana _____	15
2.2.2.1.2 Valor da empresa segundo a legislação norte-americana _____	15
2.3 Legislação tributária brasileira _____	18
2.3.1 Simplificações da tributação e premissas adotadas nesta dissertação _____	19
2.3.2 A proposição I de Modigliani e Miller e a legislação brasileira _____	21
2.3.3 Benefício fiscal segundo a legislação brasileira _____	21
2.3.3.1 Limitação dos JSCP em função do Lucro _____	22

2.3.3.2 Limitação dos JSCP em função do capital Próprio _____	
23	
2.3.4 Valor da empresa ajustado à legislação brasileira _____	25
2.3.4.1 Limitação dos JSCP em função do Lucro _____	25
2.3.4.2 Limitação dos JSCP em função do Capital Próprio _____	27
2.4 Análise Comparativa _____	28
2.4.1 Benefício Fiscal _____	29
2.4.1.1 Limitação dos JSCP em função do Lucro _____	29
2.4.1.2 Limitação dos JSCP em função do Capital Próprio _____	31
2.4.2 Valor da Empresa _____	32
2.4.2.1 Limitação dos JSCP em função do Lucro _____	33
2.4.2.2 Limitação dos JSCP em função do Capital Próprio _____	34
2.5 Exemplo numérico _____	35
2.6 Proposição II de Modigliani e Miller – Retorno sobre o capital de empresas endividadas _____	38
2.6.1 Obtenção de empréstimo em um ambiente sem Imposto de Renda _____	39
2.6.2 Retorno ao acionista de uma empresa endividada, sendo as despesas com juros inedutíveis do Imposto de Renda _____	41
2.6.3 Empresas endividadas e a legislação norte americana _____	43
2.6.4 O retorno ao acionista e a legislação tributária brasileira _____	45
2.6.4.1 JSCP limitados a 50% do lucro _____	46
2.6.4.2 Dedução limitada pela aplicação da TJLP sobre o valor do Patrimônio Líquido _____	48
2.7 Análise comparativa _____	50
2.7.1 Dedutibilidade dos juros sobre empréstimos _____	50
2.7.2 Tributação brasileira – Caso geral _____	52

2.7.2.1 JSCP limitados a 50% do lucro _____	
52	
2.7.2.2 Dedução limitada pela aplicação da TJLP sobre o valor do Patrimônio	
Líquido _____	53
2.8 Exemplo numérico _____	54
3. POLÍTICA DE DIVIDENDOS _____	57
3.1 Revisão Bibliográfica da Política de Dividendos _____	57
3.2 Fluxo de Dividendos Descontados _____	60
3.2.1 Modelo de avaliação com base no fluxo de dividendos descontados _____	60
3.2.2 Modelo de Gordon _____	63
3.2.3 Modelo proposto _____	64
3.2.3.1 Introduzindo a tributação no Modelo Proposto _____	66
3.2.3.2 Efeito da tributação sobre os dividendos _____	69
3.2.3.3 Tributação sobre o Ganho de Capital _____	71
3.2.3.4 Tributação diferenciada sobre os Juros sobre o Capital Próprio _____	73
3.3 Políticas de Dividendos e o Retorno ao Acionista _____	76
3.3.1 Uma proposta de política de distribuição de resultados _____	78
3.3.2 Orçamento de capital ----- _____	81
3.4 O Modelo proposto e os modelos de MM e Gordon _____	82
3.4.1 Rejeição ao modelo proposto _____	83
3.4.1.1 Estrutura de poder _____	83
3.4.1.2 Falta de confiança na Receita Federal _____	84
3.4.1.3 Constantes modificações verificadas na legislação _____	85
3.4.1.4 Desconhecimento da estratégia de capitalização por meio da emissão de novas ações _____	85

3.4.1.5	Custo da emissão de novas ações _____	86
3.4.1.6	Risco da não subscrição de novas ações _____	86
3.4.1.6	Situação econômica da empresa _____	87
4.	VERIFICAÇÃO DOS RESULTADOS _____	88
4.1	Revisão bibliográfica _____	88
4.2	O Caso da empresa Springer _____	91
4.3	Verificação do rendimento líquido ao acionista em função dos dividendos _____	93
4.3.1	Hipóteses levantadas _____	93
4.3.1.1	Método de análise _____	94
4.3.1.2	Definição da amostra _____	94
4.3.1.3	Variáveis utilizadas _____	95
4.3.2	Resultados das Análises Anuais _____	96
4.3.3	Resultados das Análises Trienais _____	97
4.3.4	Resultado da análise do período de sete anos _____	98
4.3.5	Conclusões da análise de correlação _____	99
4.4	Comparação de carteira de ações com diferentes políticas de dividendos _____	99
4.4.1	Obtenção de dados _____	100
4.4.2	Seleção das carteiras _____	101
4.4.3	Testes não paramétricos _____	104
4.4.4	Comparação entre carteiras de ações _____	105
4.5	Comparação entre a ações com alta relação provento / preço e o Índice Bovespa _____	106
5	CONCLUSÕES GERAIS E RECOMENDAÇÕES _____	110

Gracias por visitar este Libro Electrónico

Puedes leer la versión completa de este libro electrónico en diferentes formatos:

- HTML(Gratis / Disponible a todos los usuarios)
- PDF / TXT(Disponible a miembros V.I.P. Los miembros con una membresía básica pueden acceder hasta 5 libros electrónicos en formato PDF/TXT durante el mes.)
- Epub y Mobipocket (Exclusivos para miembros V.I.P.)

Para descargar este libro completo, tan solo seleccione el formato deseado, abajo:

