

**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE**  
**DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS (CCA)**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS – BACHARELADO**

**GUILHERME AFONSO MUNIZ BOTELHO**

**Remuneração aos acionistas. Uma  
comparação com o lucro líquido**

**BRASÍLIA**  
**2013**

**GUILHERME AFONSO MUNIZ BOTELHO**

**Remuneração aos acionistas. Uma  
comparação com o lucro líquido**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

**Orientador(a): Prof. Ronaldo Schmidt  
Gonçalves de Almeida, Mestre**

**BRASILIA  
2013**

Dados Internacionais de Catalogação na publicação (CIP)  
(Biblioteca Central)

BOTELHO, Guilherme Afonso Muniz

Remuneração aos acionistas: Uma comparação com o Lucro Líquido /  
Guilherme Afonso Muniz Botelho – Brasília, 2013.

36. p.

Orientador(a): Prof. Ronaldo Schimidt Gonçalves de Almeida, Mestre

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia - Graduação) – Universidade de  
Brasília, 2º Semestre letivo de 2013.

Bibliografia.

1. Dividendos 2. Juros sobre Capital Próprio 3. Lucro Líquido.  
Título. II – Almeida, Ronaldo Schimidt Gonçalves de.

## RESUMO

Este trabalho consiste em uma análise da distribuição de lucros com o lucro líquido de vinte e oito empresas. Para tanto, procurou destacar as normas legais que disciplinam as Sociedades Anônimas, assim como os procedimentos contábeis utilizados para a determinação do lucro líquido e do montante de proventos a pagar. O objetivo foi obter a proporção do lucro líquido que é destinada aos acionistas e organizar as empresas em um *ranking* de distribuição. A partir dos dados do ranking, foi feito um estudo estatístico descritivo e os resultados foram interpretados.

**Palavras-chave:** dividendos, juros sobre capital próprio, companhias abertas

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

art.	Artigo
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
C.V	Coefficiente de Variância
CMN	Conselho Monetário Nacional
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstrações Financeiras Consolidadas
DLPA	Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados
DMPL	Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
IRRF	Imposto de Renda Retido na Fonte
JCP	Juros sobre Capital Próprio
LL	Lucro Líquido
MPV	Medida Provisória
N1	Nível 1 de Governança Corporativa
N2	Nível 2 de Governança Corporativa
NM	Novo Mercado
ON	Ação Ordinária
PL	Patrimônio Líquido
PLA	Patrimônio Líquido Ajustado
PN	Ação Preferencial
PNA / PNB	Preferencial tipo "A"/ "B"
S.A	Sociedades Anônimas
SRF	Secretaria da Receita Federal
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
UNT	<i>Units</i>

## LISTA DE FIGURAS

Quadro 1: Determinação da base de cálculo dos dividendos .....	22
Quadro 2: Amostra .....	26
Quadro 3: <i>Ranking</i> das empresas pela porcentagem de distribuição do Lucro Líquido (mil reais).....	28
Quadro 4: Resultados Estatísticos .....	29

## SUMÁRIO

<b>Lista de Abreviaturas e Siglas</b> .....	<b>5</b>
<b>Lista de Figuras</b> .....	<b>6</b>
<b>1 Introdução</b> .....	<b>8</b>
<b>1.1 Tema e Problema</b> .....	<b>10</b>
<b>1.2 Objetivos</b> .....	<b>10</b>
1.2.1 Objetivo Geral .....	10
1.2.2 Objetivos Específicos .....	10
<b>1.3 Justificativa</b> .....	<b>10</b>
<b>2 Referencial Teórico</b> .....	<b>11</b>
<b>2.1 Companhias Abertas</b> .....	<b>11</b>
<b>2.2 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)</b> .....	<b>12</b>
<b>2.3 Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL)</b> .....	<b>13</b>
<b>2.4 Mercado de Valores Mobiliários</b> .....	<b>14</b>
2.4.1 Ações .....	16
<b>2.5 Dividendos</b> .....	<b>18</b>
2.5.1 Política de Dividendos.....	18
2.5.2 Legislação Brasileira .....	20
2.5.3 Base de Cálculo .....	21
<b>2.6 Juros sobre Capital Próprio (JCP)</b> .....	<b>22</b>
2.6.1 Base de cálculo .....	24
<b>3 Metodologia</b> .....	<b>25</b>
<b>3.1 População e Amostra</b> .....	<b>25</b>
<b>3.2 Dados e Análise</b> .....	<b>27</b>
<b>4 Conclusão e recomendações</b> .....	<b>31</b>
<b>Referências</b> .....	<b>32</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A globalização, sem dúvida, impactou significativamente o mundo, em especial a busca por novos mercados. Campos et ali. (2007) destaca que a facilidade de comunicação e transporte proporcionou uma nova dinâmica para as relações comerciais. As companhias dispõem de menos tempo para atualizar seus produtos, visto que as mercadorias ficam obsoletas no mesmo ano em que são lançadas.

Nesse contexto, as fontes de recursos das empresas, basicamente empréstimos de terceiros e reinvestimentos de lucros, ficaram insuficientes para acompanhar o ritmo exigido pelo mercado de forma a garantir apenas a manutenção da atividade operacional da companhia. Assim, para sanar essa deficiência de recursos, desenvolveu-se o mercado de capitais. Agora, os recursos eram não exigíveis, ou seja, tinham como contrapartida o capital social da empresa.

Essa nova forma de financiamento passou a ser indispensável para o desenvolvimento das empresas e foi responsável por solidificar a importância do mercado acionário neste novo cenário financeiro mundial. As economias emergentes, para acompanhar a cadência, abriram suas economias para os capitais estrangeiros. O desenvolvimento de um país era diretamente proporcional à atividade de seu mercado financeiro.

A solidificação e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários permite a qualquer pessoa com uma poupança realizar um investimento. Entende-se por poupança a parcela não consumida da renda. Em geral, busca-se em um investimento três aspectos básicos: retorno, prazo e proteção, isto é, rentabilidade, liquidez e risco. Além desses, fatores como segurança, valorização, proteção e desenvolvimento econômico são considerados ao realizar qualquer investimento.

As bolsas de valores são indispensáveis para este processo. Por meio delas as negociações são realizadas de forma dinâmica, continuada e transparente. Além disso, a divulgação ininterrupta de informações acerca das empresas bem como a fiscalização e orientação dos seus intermediários garantem segurança para o investidor. Tudo isso garante a liquidez dos títulos. Martins (1991) afirma que é na Bolsa de Valores que uma ação, representativa de determinado empreendimento, tem seu desempenho avaliado pela massa de investidores, assumindo maior demanda e, conseqüentemente, maior liquidez.



Aqui, vale salientar a importância das demonstrações contábeis, por serem elas as responsáveis por proporcionar ao usuário uma informação precisa acerca do funcionamento da companhia. Essa informação é aproveitada tanto para sócios da empresa na tomada de decisão, quanto para os investidores, ao analisar a possibilidade de investimento.

## **1.1 Tema e Problema**

O presente trabalho procura realizar uma análise dos proventos distribuídos em relação ao lucro líquido da companhia.

Conforme apresentado, indaga qual a empresa, dentro de uma amostra, que distribui mais lucro líquido e o que isto significa.

## **1.2 Objetivos**

Determinam-se dois níveis de objetivos para a realização deste estudo, são eles:

### **1.2.1 Objetivo Geral**

Cabe a esse trabalho identificar, em uma amostra de empresas, as empresas que mais distribuem lucros para seus acionistas bem como realizar uma análise estatística descritiva sobre os resultados.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

Especificamente, os objetivos são: definir dividendos e Juros sobre Capital Próprio; determinar a amostra; elaborar o ranking; e realizar o estudo descritivo.

## **1.3 Justificativa**

Existem duas formas de rentabilidade para as ações: (i) ganho com a venda e (ii) distribuição de lucros. A primeira apresenta maior risco, ou seja, da mesma forma que pode gerar grandes ganhos, pode causar, também, grandes prejuízos. Por outro lado, a segunda é menos arriscada, o que limita substancialmente o possível ganho e da mesma forma, os prejuízos. Trata-se da premissa do *risco x retorno*, ou seja, quanto maior o risco, maior o retorno.

A distribuição dos lucros é garantida pelos estatutos e quando não estabelecida nesse, é garantida pela lei. Portanto, assegura ao investidor, um rendimento mínimo, o que contribui para incentivar o investimento no mercado de capitais.

O trabalho, nesse contexto, é significativo, pois procura fornecer uma alternativa de análise acerca da distribuição de dividendos e Juros sobre Capital Próprio ao confrontar dados das principais companhias cujas ações são negociadas no Brasil.

## 2 REFERÊNCIAL TEÓRICO

### 2.1 Companhias Abertas

O termo sociedade anônima de capital aberto surgiu pela primeira vez em 1964 com o advento da Lei 4.506 de 31/11/1964. Tratava-se de fornecer incentivos fiscais às companhias que possuíssem ações disseminadas para o público, além de regulamentar as condições necessárias para caracterizar uma empresa como de capital aberto.

Outra lei de importância para o mercado de capitais brasileiro foi a Lei nº 4.728, de 1965, a primeira Lei de Mercado de Capitais. Sua função era basicamente disciplinar e estabelecer condições para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Posteriormente, com a resolução 106, de 1968, do Conselho Monetário Nacional, estabeleceu que as sociedades anônimas de capital aberto deveriam ter, pelo menos 20% de suas ações ordinárias, distribuídas ao público. Além disso, até que 49% do capital da companhia estivesse disseminado ao público, era exigida a comprovação, a cada dois anos, de que a porcentagem e o número de acionistas minoritários aumentassem 10% em relação às ações possuídas anteriormente.

Após a queda das bolsas brasileiras em 1971, o mercado brasileiro entrou em um período de estagnação. Esse cenário motivou a criação de duas leis ainda vigentes: a Lei nº 6.404/76, e a Lei nº 6.385/76, com o objetivo de modernizar o mercado de capitais. Surgiu, então, o conceito de Companhia Aberta como a companhia cujos valores mobiliários fossem negociados na bolsa ou no mercado de balcão.

A primeira foi a Lei das Sociedades por Ações com o objetivo de atualizar e modernizar as regras que regiam tais sociedades. A segunda foi responsável pela criação da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) cujas funções seriam fiscalizar as companhias abertas e a bolsa de valores e regulamentar o mercado de capitais.

. Oliveira (1980) afirma que essas medidas procuravam estabelecer condições mais acessíveis para o registro das empresas como sociedades de capital aberto para que um maior número de empresas pudesse gozar de estímulos para sua capitalização.

Para aderir ao regime, bastava que a empresa tivesse ações negociadas no mercado de valores mobiliários por meio de qualquer instituição desse mercado (corretoras, distribuidoras, bancos de investimentos etc.). Contrariamente a essa simplicidade de adesão, para ter seus papéis negociados no mercado de capitais, a empresa deve cumprir uma série de obrigações previstas na lei – como a periodicidade, a forma e a natureza das informações de divulgação obrigatória.

## 2.2 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

É uma demonstração contábil obrigatória que evidencia o desempenho de uma empresa em um determinado período, e está dividida em duas partes: (i) receitas e despesas operacionais, e (ii) resultado financeiro—O conteúdo da DRE é regulamentado pelo artigo 187 da Lei nº 6.404/76 com a redação dada pela Lei nº 11.638/07:

- I – a receita bruta das vendas e serviços, as deduções das vendas, os abatimentos e os impostos;
- II – a receita líquida das vendas e serviços, o custo das mercadorias e serviços vendidos e o lucro bruto;
- III – as despesas com as vendas, as despesas financeiras, deduzidas das receitas, as despesas gerais e administrativas, e outras despesas operacionais;
- IV – o lucro ou prejuízo operacional, as outras receitas e as outras despesas;
- V – o resultado do exercício antes do Imposto sobre a Renda e a provisão para o imposto;
- VI – as participações de debêntures, de empregados e administradores, mesmo na forma de instrumentos financeiros, e de instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados, que não se caracterizem como despesa;

De acordo com, Iudícibus et ali (2010), a DRE é a apresentação, em forma resumida, das operações realizadas pela empresa, durante o exercício social, demonstradas de forma a destacar o resultado líquido do período, incluindo o que se denomina de receitas e despesas realizadas.

A Lei das Sociedades por Ações exige que todas as receitas e despesas sejam registradas pelo regime de competência, isto é, devem ser reconhecidas nos períodos em que ocorrerem, independentemente de seus reflexos no caixa. De forma complementar à lei, o item 4.50 do Pronunciamento Conceitual Básico – Estrutura Conceitual do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) nº00 dita:

4.50. As despesas são reconhecidas na demonstração do resultado com base na associação direta entre elas e os correspondentes itens de receita. Esse processo, usualmente chamado de confrontação entre despesas e receitas (Regime de Competência), envolve reconhecimento simultâneo ou combinado das receitas e despesas que resultem diretamente das mesmas transações ou outros eventos; (...)

O objetivo desta demonstração é fornecer aos usuários os dados essenciais da formação do resultado do exercício. Nesse aspecto, o artigo 187 da Lei das S.A também determina a indicação do montante do resultado (lucro ou prejuízo) líquido por ação. Essa medida possibilita, para o investidor, realizar uma melhor análise do resultado da empresa por ação que possui.

### 2.3 Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL)

O art. 186 da Lei das S.A regulamenta a demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados (DLPA) e permite à companhia escolher entre a apresentação da mesma ou da demonstração das mutações do patrimônio líquido (DMPL). Porém, o CPC 26 dispensa a divulgação da DLPA, sendo a divulgação da DMPL obrigatória.

O mesmo Pronunciamento dispõe sobre as diretrizes para estrutura e conteúdo desta demonstração:

“106. A entidade deve apresentar a demonstração das mutações do patrimônio líquido conforme requerido no item 10. A demonstração das mutações do patrimônio líquido inclui as seguintes informações:

- (a) o resultado abrangente do período, apresentando separadamente o montante total atribuível aos proprietários da entidade controladora e o montante correspondente à participação de não controladores;
- (b) para cada componente do patrimônio líquido, os efeitos da aplicação retrospectiva ou da reapresentação retrospectiva, reconhecidos de acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 23 – Políticas Contábeis, Mudança de Estimativa e Retificação de Erro;
- (c) [eliminado];
- (d) para cada componente do patrimônio líquido, a conciliação do saldo no início e no final do período, demonstrando-se separadamente as mutações decorrentes:
  - (i) do resultado líquido;
  - (ii) de cada item dos outros resultados abrangentes; e
  - (iii) de transações com os proprietários realizadas na condição de proprietário, demonstrando separadamente suas integralizações e as distribuições realizadas, bem como modificações nas participações em controladas que não implicaram perda do controle.”

Segundo Almeida (2010), o objetivo dessa demonstração é, de forma cronológica (partindo do saldo do início do ano até o saldo final do ano), apresentar todas as movimentações nas contas do patrimônio líquido durante o exercício social.

A alteração prevista pela Lei nº 11.941/09 à Lei das S.A dita:

§ 2º No passivo, as contas serão classificadas nos seguintes grupos:

- I – passivo circulante;
- II – passivo não circulante; e
- III – patrimônio líquido, dividido em capital social, reservas de capital, ajustes de avaliação patrimonial, reservas de lucros, ações em tesouraria e prejuízos acumulados.

Dessa forma, todos os lucros das sociedades por ações devem ser devidamente destinados. Isto aumenta consideravelmente a importância da DMPL, visto que “a demonstração indicará claramente a formação e a utilização de todas as reservas, e não apenas das originadas por lucros” Iudícibus et ali. (2010). Implica também em um melhor entendimento acerca do cálculo dos dividendos. O montante dos dividendos reconhecido como distribuição aos proprietários, de acordo com o CPC 26, deve ser apresentado na DMPL ou em Notas Explicativas.

## 2.4 Mercado de Valores Mobiliários

Assaf (2003) afirma que o mercado de capitais é a grande fonte de recursos para investimentos da economia, assumindo um papel relevante no processo de desenvolvimento econômico. Apresenta forte ligação entre os agentes que possuem capacidade de poupança e os investidores carentes de recursos de longo prazo. Sua atuação se dá por diversas modalidades de financiamentos a longo prazo para giro e capital fixo. Além disso, afirma que o mercado de capitais atua com operações de prazo indeterminado, como aquelas que envolvem emissão e subscrição de ações.

Para viabilizar projetos, as companhias fazem uso do mercado de crédito (empréstimos e financiamentos) para obtenção de recursos. Porém, em determinados casos, o custo desses recursos pode ser muito elevado, de acordo com os riscos do projeto, ou a instituição financeira pode ser incapaz de fornecer os recursos devido ao montante exigido pelo projeto. Nesse cenário de insuficiência de crédito, surgiu o Mercado de Valores Mobiliários, cujo objetivo é suprir essa necessidade de recursos.

Assim dispõe Oliveira (1980):

A própria origem das sociedades anônimas, mostra que o mercado de ações nasceu quando o mercado de crédito deixou de ser suficiente para garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas, especialmente em termos de prazo e custo, para a atividade produtiva.

A captação de recursos nesse mercado é realizada através da negociação de títulos e valores mobiliários entre as empresas, os investidores e os intermediários. A Lei nº 6.385, de 1976, alterada pela Lei nº 10.303, de 2001, em seu art. 2º, define como valores mobiliários:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Essa alternativa permite às companhias obter os recursos necessários a custos razoáveis. Ao mesmo tempo, estimula a poupança e o investimento, visto que apresenta para o investidor uma alternativa interessante em relação à garantia, ao prazo e à liquidez.

Tal fato é defendido por Oliveira (1980) ao definir dois princípios em que se fundamenta o desenvolvimento desse mercado. O primeiro, diz respeito à sua contribuição para o desenvolvimento econômico, desde que o mercado funcione como uma indústria de produzir capitais para investimento, estimulando a poupança privada. Sendo esta sua função básica. Já o segundo princípio tem um ponto de vista voltado para o interesse social, pois permite a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia.

O Mercado de Valores Mobiliários pode ser dividido em dois tipos: mercado primário e secundário. Uma empresa opera no mercado primário quando realiza a emissão de títulos novos no mercado, diretamente para investidores. O mercado secundário é o principal responsável pela liquidez dos títulos. Nesse último, todas as operações ocorrem entre os investidores e quem recebe os recursos é o proprietário do título e não as empresas.

Martins (1991) define esses dois segmentos. No mercado primário ocorre a canalização direta dos recursos disponíveis aos poupadores para o financiamento das empresas, através da venda inicial das ações emitidas. É neste setor que as empresas buscam, mais efetivamente, os recursos próprios necessários para seu crescimento. Já no mercado secundário, são estabelecidas as renegociações entre os poupadores das ações adquiridas no mercado primário.

Além disso, se divide no mercado de balcão e no mercado de bolsa. O primeiro pode ser organizado ou não organizado. Neles, as negociações são fechadas por telefone ou sistema eletrônico. O segundo, mercado de bolsa, oferece, de forma transparente, as condições e os sistemas necessários para a realização de negociação de compra e venda de títulos e valores mobiliários e de outros ativos. No Brasil, é concentrado na BM&FBovespa, sediada em São Paulo (SP) A regulamentação e fiscalização desse mercado são de responsabilidade da CVM, dada pela Lei nº 6.385/76 em seu art. 8º:

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

### 2.4.1 Ações

As ações são um tipo de valor mobiliário. O proprietário de uma ação é sócio da empresa e, como tal, está sujeito aos riscos do negócio. Seu rendimento depende do desempenho da empresa, de forma a obter rendimentos somente se essa gerar lucro ou obtiver uma valorização no mercado.

Carvalhosa, (2007), define ação como a fração negociável em que se divide o capital social, representativa dos direitos e obrigações do acionista. Complementarmente, a BM&FBovespa define ações como sendo um título negociável que representa a menor parcela em que se divide o capital de uma sociedade anônima.

Subdividem-se, de acordo com o art. 15 da Lei das S.A, em ordinárias, preferenciais e de fruição. A primeira confere ao acionista direito de voto em assembleias gerais assim como participação nos resultados da empresa. A segunda garante alguns benefícios como: prioridade no recebimento de dividendos e no reembolso de capital (em caso de dissolução da sociedade) e, em alguns casos, possui percentual maior em comparação às ordinárias. Já a terceira, praticamente inexistente no Brasil, resulta da amortização das ações ordinárias ou preferenciais (Requião, 2013). Pode-se conceituar ação ordinária como:

Aquela cuja criação é obrigatória em todas as companhias e que, como as demais espécies, confere ao seu titular o direito de voto pleno ou restrito (art.16) e os direitos previstos no art. 109 [da Lei nº6.404/76], dependendo, quanto a outros direitos, da classe (art.16) em que se subdivide. (CARVALHOSA, 2007)

De forma complementar, as ações preferenciais:

São aquelas para as quais o estatuto outorga determinados privilégios patrimoniais em relação às ações ordinárias, podendo, em contrapartida, deixar de conferir-lhes o direito de voto, ou restringi-lo (art. 17, com a redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001). (CARVALHOSA, 2007)

Quanto ao valor, as ações podem ser divididas em: (i) valor nominal; (ii) valor de emissão; (iii) valor real; (iv) valor contábil; e (v) valor de bolsa. O valor nominal corresponde ao preço mínimo que o subscritor pagará pela ação, expresso em dinheiro e



determinado pelos estatutos. Complementarmente, o valor de emissão diz respeito ao preço a ser pago pelos subscritores. Pode ser maior que o valor de emissão, nesse caso, constitui ágio para a formação da reserva de capital (art. 182 da Lei nº 6404/76). O valor real de uma ação corresponde ao resultado da divisão do patrimônio líquido da sociedade pelo número das ações em que é dividido o seu capital. Esse valor somente poderá ser realizado no momento da liquidação da sociedade. (CARVALHOSA, 2007). O art. 45 da Lei das S.A estabelece que na hipótese de reembolso, aos acionistas dissidentes, do valor de suas ações, apura-se seu valor contábil. As normas para o cálculo deste valor são estabelecidas pelo estatuto e este não pode ser inferior ao valor do patrimônio líquido das ações. Por último, o valor de bolsa representa o valor de mercado da ação, sua cotação na Bolsa ou em um mercado de balcão.

As ações possuem rentabilidade variável, sendo uma parte decorrente da posse da ação - como dividendos e participações nos resultados e benefícios concedidos - e a outra decorrente do ganho de capital na sua venda.

## 2.5 Dividendos

### 2.5.1 Política de Dividendos

Um aspecto bastante controvertido na área de finanças refere-se a se os dividendos são ou não relevantes para os acionistas de uma empresa, ou seja, se a fixação de determinada política exerce ou não influências sobre o preço de mercado de uma ação. Na verdade, as respostas a essa questão assumem um caráter fortemente teórico, em virtude das grandes divergências de opiniões e das suposições restritivas levantadas nos modelos explicativos (ASSAF, 2003).

Assaf (2003) ainda complementa que: “Como consequência, são estabelecidas certas dificuldades no que concerne a aplicações mais práticas de vários modelos e estudos publicados. No Brasil, esses pontos são colocados em nível de grande desprezo pelas empresas, de pouco uso pelos investidores em geral, e oferecem à comunidade acadêmica, ainda, poucos trabalhos conclusivos sobre a matéria. A par dessa situação precária, alia-se, ainda, a legislação vigente no país que estabelece o pagamento de um dividendo mínimo obrigatório, e não permite que essa decisão flua livremente por meio de decisões da administração da empresa e seus acionistas.”

A propósito dos trabalhos acadêmicos sobre distribuição de dividendos, foram coletadas algumas conclusões, mediante pesquisa na Internet, a saber:

- a) Brito e Lima (2009) demonstram que o aumento na distribuição de proventos em dinheiro pelas companhias brasileiras deveu-se a um crescimento na propensão a remunerar os acionistas e não às mudanças de características das empresas. Observam, ainda, que os juros sobre o capital próprio tornaram-se o principal mecanismo de distribuição direta e que as firmas prováveis de remunerar diretamente caracterizam-se como as mais lucrativas, maiores e menos endividadas. Concluem que a redução das alíquotas de impostos para a remuneração direta aos acionistas foi o fator determinante no aumento da utilização desta prática no Brasil;
- b) Santos et al. (2011) em estudo sobre a tendência de distribuição de dividendos das empresas brasileiras e da relação da distribuição de dividendos das empresas brasileiras com seus indicadores financeiros, chegaram às seguintes conclusões:

- i. Os resultados confirmam a hipótese de que a distribuição de dividendos, no Brasil, segue um movimento aleatório ou é justificado por outras variáveis que não foram incorporadas nos modelos;
  - ii. No Brasil, um número pequeno de empresas distribui dividendos e que a tendência desta distribuição é crescente, não existindo relação entre a distribuição de dividendos e os indicadores financeiros das empresas estudadas.
- c) Corso et al. (2012) investigaram a relação entre a distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio com o retorno das ações de empresas negociadas na BM&FBovespa, no período de 1995 a 2008, utilizando a técnica multivariada de análise de correspondência (Anacor) para se fazer uma análise exploratória das variáveis estudadas. Concluíram que a distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio apresenta relação inversa com o retorno das ações. Ademais, constataram que as variáveis de maior influência na distribuição foram lucro líquido, fluxo de caixa, porte da empresa e menor endividamento. Os fatores que mais influenciaram negativamente o pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio foram oportunidades de investimento e maior concentração de propriedade nas mãos do acionista controlador.

Afirmam Brealey e Myers (1992) que uma característica cativante da economia é a de que têm sempre cabimento não apenas dois mas também três pontos de vista opostos. E o mesmo acontece com a controvérsia sobre a política de dividendos afetar o valor. À direita, existe um grupo conservador que acredita que um aumento dos dividendos aumenta o valor da empresa. À esquerda, existe um grupo radical que acredita que um aumento dos pagamentos de dividendos reduz o valor. E, ao centro, existe um grupo intermédio que defende que a política de dividendos não tem qualquer relevância.

Conforme os autores citados, o partido do centro foi fundado em 1961 por Miller e Modigliani (sempre referido por MM ou M e M), quando publicaram um artigo teórico mostrando a irrelevância da política de dividendos num mundo sem impostos, custos de transação ou outras imperfeições de mercado. Pelos padrões de 1961, MM foram considerados radicais de esquerda porque, nessa época, muita gente acreditava que, mesmo à luz de pressupostos idealizados, os aumentos dos dividendos tornavam os

acionistas mais ricos. Porém, agora, a teoria de MM é de uma forma geral aceita como correta, e a preocupação passou a ser outra, ou seja, até que ponto os impostos ou outras imperfeições de mercado podem alterar a situação.

Continuam Brealey e Myers (1992): “Neste processo, MM foram empurrados para o centro por um novo partido de esquerda que defendia dividendos baixos. A posição dos esquerdistas baseava-se no argumento de MM, adaptado de forma a tomar em consideração os impostos e os custos de emissão de títulos. Os conservadores ainda estão conosco, apoiando-se essencialmente nos mesmos argumentos de 1961.”

Brealey e Myers (1992) avisam o leitor que a sua posição tradicional tem sido marginalmente esquerdista, porém, depois do “Tax Reform Act” de 1986, aderiram aos centristas.<sup>1</sup>

John et ali. (2006) apontam algumas motivações para as empresas distribuírem dividendos e JCP no Brasil. Dentre elas, destacam-se:

- I. A não existência de oportunidades de investimento, o que resulta em um aumento no fluxo de caixa livre que pode ser distribuído aos acionistas;
- II. A estabilidade dos fluxos de caixa ao longo do tempo, permite estabelecer uma política de dividendos estável ao longo dos anos; e
- III. A preocupação com a governança corporativa. A alta distribuição de lucros reforça para o mercado que a empresa não tem problemas de agência, ou seja, de expropriação dos acionistas minoritários.

### **2.5.2 Legislação Brasileira**

Sobre o aspecto legal dos dividendos, destacam-se os momentos antes e após a Lei nº 6.404/76. No regime anterior, caso o estatuto da empresa não fixasse um método específico e pormenorizado para tal, a determinação dos dividendos a serem pagos ao acionista era de responsabilidade da Assembleia Geral da companhia, ou seja, dos acionistas controladores. Essa prática prejudicava o acionista minoritário e, conseqüentemente, desestimulava o investimento nesse mercado.

---

<sup>1</sup> Lei de Reforma Tributária de 1986, aprovada pelo Congresso dos EUA, que simplificou o imposto de renda, alargou a base tributária e eliminou muitos paraísos fiscais e outras preferências. Referido como o segundo dos dois “cortes de impostos de Reagan” ([www.en.wikipedia.org/wiki/Tax\\_Reform\\_Act\\_of\\_1986](http://www.en.wikipedia.org/wiki/Tax_Reform_Act_of_1986)).

A Lei das Sociedades por Ações tinha como um de seus objetivos, fomentar o mercado financeiro, assim, estabeleceu a obrigatoriedade de um dividendo “mínimo”. Sendo assim, existem três hipóteses para a determinação dessa alíquota:

- a) Na constituição da sociedade, desde que não haja oposição por parte dos acionistas não controladores, a lei permite que estatuto determine qualquer alíquota para a distribuição de dividendos;
- b) No caso de estatuto omissivo, a importância de metade do lucro líquido ajustado, conforme o art. 202 da Lei nº 6.404/76, com as alterações dadas pela Lei nº 10.303/01:

Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:

I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:

- a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e
- b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores; (...)

- c) Conforme redação dada pela Lei 10.303/01, em seu art. 202, § 2º, quando o estatuto for omissivo e que a assembleia-geral deliberar alterá-lo para regulamentar a matéria, o dividendo obrigatório não pode ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado.

### **2.5.3 Base de Cálculo**

Dois fatores norteiam a base de cálculo dos dividendos: O primeiro é que ele pode ser pago com base no lucro líquido do exercício, de reservas de lucro ou de capital (conforme o art. 17, § 6º da Lei das SA). O segundo determina que o estatuto social pode atribuir dividendos com base de cálculo distinta do lucro líquido ajustado, como: porcentagem do capital (valor nominal da ação; dividendos com valores fixos por ação (em R\$); e outros critérios, desde que sejam equitativos e não arbitrários.

A fim de calcular a base de cálculo dos dividendos assim como seu montante como determina a Lei das S.A, temos:

**Quadro 1: Determinação da base de cálculo dos dividendos**

(+)	LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO
(-)	<b>PREJUÍZOS ACUMULADOS</b>
(-)	RESERVA LEGAL
(-)	DIVIDENDO FIXO/ MÍNIMO PRIORITARIAS PREFERENCIAL, INCLUSIVE CUMULATIVOS (PREVISTO NO ESTATUTO)
(-)	RESERVA DE CONTINGÊNCIAS
(-)	RESERVA ESPECIAL DIV. NÃO DISTRIBUIDOS
(-)	RESERVA DE LUCROS A REALIZAR
(+)	REVERSÃO DE RESERVA PARA CONTINGÊNCIAS
(=)	<b>LUCRO LÍQUIDO AJUSTADO (BASE DE CÁLCULO DOS DIVIDENDOS OBRIGATÓRIOS)</b>

Fonte: Elaboração própria

Percebe-se, portanto, que somente a distribuição dos dividendos obrigatórios é prejudicada pelas retenções disciplinadas pela norma. Com exceção da constituição da reserva legal e da compensação dos prejuízos acumulados, os dividendos fixos e mínimos não são afetados pelas retenções do lucro. Tal fato encontra respaldo legal no art. 203 da Lei das S.A que dispõe objetivamente:

Art. 203. O disposto nos artigos 194 a 197, e 202, não prejudicará o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados, se cumulativos.

## 2.6 Juros sobre Capital Próprio (JCP)

A Lei nº 9.249/95 criou o JCP em seu art. 9º, definindo-o como uma remuneração adicional àquela decorrente da participação nos lucros, pago ao sócio ou acionista da empresa.

Por se tratar de um rendimento recebido pelo investimento no capital de uma empresa, o JCP é considerado um dividendo. Carvalhosa (2007) atribui a esse dividendo a função básica de beneficiar as companhias com uma parcela de dividendos dedutível do Imposto de Renda, no limite anual da TJLP. Essa dedutibilidade é revogada caso a companhia não apure lucro no exercício ou reserva de lucro.

A Lei nº 9.430, de 27/12/1996 que alterou a lei 9249/95, admite o pagamento do JCP com base nas reservas de lucros no caso da não apuração de lucros, mas existência de reservas de lucros, limitado a 50% desse valor. Assim também entendeu a Comissão de Valores Mobiliários, nos Processos Administrativos nºs RJ 2006/0594 e RJ 2005/0147, ao afirmar que a existência de lucro líquido (ou de lucros acumulados ou

reservas de lucros) é requisito para o pagamento de JCP, não sendo possível a distribuição de JCP antes da compensação da integralidade dos prejuízos acumulados.

A legislação permite, também, que a empresa substitua o valor proposto como dividendos, pela parcela referente aos JCP pagos ou creditados.

Art. 9º (...)

§ 7º O valor dos juros pagos ou creditados pela pessoa jurídica, a título de remuneração do capital próprio, poderá ser imputado ao valor dos dividendos de que trata o art. 202 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sem prejuízo do disposto no § 2º.

Complementarmente, a CVM impõe que para tal inclusão, os JCP devem ser incluídos líquidos do Imposto de Renda retido na Fonte (IRRF), conforme Deliberação nº 207/96.

A adoção dos JCP como remuneração foi uma solução criada pelo governo a fim de conter um eventual aumento da carga tributária das empresas. Dessa forma, os Juros sobre Capital Próprio são classificados como despesa dedutível para a apuração do lucro real. Tal matéria é regulamentada pela Instrução Normativa SRF nº 093/97, em seu art. 29:

Art. 29. O montante dos juros remuneratórios do capital passível de dedução para efeitos de determinação do lucro real e da base de cálculo da contribuição social limita-se ao maior dos seguintes valores:

I - 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido do exercício antes da dedução desses juros; ou

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

Parágrafo único. Para os efeitos do inciso I, o lucro líquido do exercício será aquele após a dedução da contribuição social sobre o lucro líquido e antes da dedução da provisão para o imposto de renda.

Nesse contexto, a CVM também regulamenta que, em essência, os JCP são uma destinação de parte do resultado, visto que não refletem o custo de capital próprio, podem ser incluídos no dividendo obrigatório e são calculados em função do lucro, sendo assim, devem ser evidenciados na DMPL.

Iudicibus et ali. (2010), completam que a fim de atender os Reguladores, a empresa deve contabilizar os JCP como despesa financeira, para torná-los dedutíveis e, no que tange à apuração e destinação do resultado, deve realizar um estorno de lançamento para retificar os efeitos produzidos por este procedimento. Dessa forma, podem ser evidenciados na DMPL.

### **2.6.1 Base de cálculo**

Com base na legislação, encontramos o valor máximo permitido para os Juros sobre Capital próprio multiplicando o valor do Patrimônio Líquido Ajustado (PLA) pela TJLP.

#### ***Patrimônio Líquido Ajustado (PLA)***

Para determinar a base de cálculo dos JCP, a MPV 627/2013 definiu as seguintes contas do patrimônio líquido:

- I. Capital social;
- II. Reservas de capital;
- III. Reservas de lucros;
- IV. Ações em tesouraria; e
- V. Prejuízos acumulados.

#### ***Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP)***

A TJLP é divulgada trimestralmente pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em base anual. *Pro rata die* diz respeito ao número de dias que o capital está investido na companhia, dessa forma, a taxa deve ser ajustada proporcionalmente a esse número.

Portanto, o cálculo dos JCP deverá ser realizado aplicando a TJLP ao PLA. Para fins de dedutibilidade, deverão ser observados os dois limites da lei: metade do Lucro Líquido antes dos JCP, IR e CSLL e metade da Reserva de Lucros, considerando o maior entre os dois.



### 3 METODOLOGIA

Metodologia é a ciência que estuda os métodos os quais ela utiliza, sendo método o procedimento para alcançar o objetivo ou atingir o conhecimento.

Gil (2002) define pesquisa como “o procedimento racional e sistemático que tem como objetivo proporcionar respostas aos problemas que são propostos”. Faz-se necessária, portanto, na hipótese de insuficiência de informações acerca do problema, permitindo a elaboração de novas respostas. Dessa forma, procura-se abrir novas discussões e não esgotar o problema.

O presente trabalho, como baseado em material já elaborado, é classificado como uma pesquisa bibliográfica. Sendo a legislação reguladora a principal referência de consulta.

No que tange à análise comparativa entre variáveis, o trabalho assume a natureza descritiva, justificado pelo uso de técnicas padronizadas de coletas de dados.

#### 3.1 População e Amostra

Um dos principais índices comportamentais do mercado de capitais brasileiro é o Ibovespa. O objetivo do índice é tentar refletir com fidelidade a real dinâmica das negociações à vista na BM&FBOVESPA. Tal fato o qualifica como um indicador médio de comportamento do mercado. Trata-se de uma carteira teórica contendo os principais papéis do país. São setenta e dois ativos<sup>2</sup> de diversos tipos (preferencial ou ordinária) e com participações diferentes. A participação percentual de cada empresa no índice é calculada com base na quantidade teórica do ativo comparada à total do índice. Dada essa importância, trata-se, para a realização da análise proposta, da população.

Desta população, retirou-se uma amostra. A amostra é uma estratificação da população de acordo com algum critério. Neste trabalho, o critério de escolha das empresas que fariam parte da amostra é a sua participação no índice, sendo destacadas aquelas com maior participação. Foram escolhidos 28 (vinte e oito) papéis cuja participação total no índice corresponde a 70,77%. Considerada uma amostra intencional, elaborada para estudar uma situação particular e, embora pequena, não tem sua qualidade prejudicada, dado sua representatividade. Ademais, a confiança esperada dos resultados não é afetada. A amostra é apresentada no quadro abaixo:

---

<sup>2</sup> Carteira teórica do dia 18/11/2013

**Quadro 2: Amostra**

<b>CÓDIGO</b>	<b>AÇÃO</b>	<b>TIPO</b>	<b>QTD. TEÓRICA</b>	<b>PART. (%)</b>
AMBV4 (ABEV3)	AMBEV S/A	ON	51,53534579	1,68%
BBAS3	BRASIL	ON NM	62,33377257	3,14%
BBDC4	BRADESCO	PN N1	68,02321319	4,01%
BRFS3	BRF SA	ON NM	12,97182843	1,28%
BRML3	BR MALLS PAR	ON NM	42,44970956	1,62%
BVMF3	BMFBOVESPA	ON ED NM	128,4357682	2,88%
CCRO3	CCR SA	ON NM	48,18828231	1,61%
CIEL3	CIELO	ON NM	14,28197193	1,79%
CMIG4	CEMIG	PN N1	46,59282228	1,68%
CSNA3	SID NACIONAL	ON EDJ	100,2007523	2,37%
CYRE3	CYRELA REALT	ON NM	40,06656533	1,20%
GFA3	GAFISA	ON NM	236,6330279	1,40%
GGBR4	GERDAU	PN EJ N1	70,49964751	2,42%
HYPE3	HYPERMARCAS	ON NM	40,10523648	1,43%
ITSA4	ITAUSA	PN N1	165,0287204	2,92%
ITUB4	ITAUNIBANCO	PN N1	80,07415706	5,03%
JBSS3	JBS	ON NM	65,40303989	1,02%
MRVE3	MRV	ON NM	80,54457815	1,42%
NATU3	NATURA	ON NM	12,36782937	0,98%
OIBR4	OI	PN N1	197,3708439	1,35%
PDGR3	PDG REALT	ON NM	481,0422539	1,69%
PETR3	PETROBRAS	ON	87,85653046	3,22%
PETR4	PETROBRAS	PN	230,6791744	8,83%
SANB11	SANTANDER BR	UNT N2	39,79282299	1,13%
TIMP3	TIM PART S/A	ON NM	59,37510154	1,24%
USIM5	USIMINAS	PNA N1	100,7537311	2,40%
VALE3	VALE	ON N1	38,40534983	2,58%
VALE5	VALE	PNA N1	139,592266	8,46%
<b>TOTAL</b>				<b>70,77%</b>

Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraTeorica.aspx?Indice=Ibovespa&idioma=pt-br>

Destaca-se o fato de compor a carteira teórica o ativo ABEV3. Este é um papel da empresa Ambev S.A. Devido à reestruturação societária, a AMBEV, antiga Companhia de Bebidas das Américas passou a se chamar Ambev S.A. No dia 11 de novembro de 2013, o antigo ativo AMBV4 deixou de ser negociado, sendo representado pelo novo ativo: ABEV3. O peso da empresa no índice é o mesmo, no entanto, como a nova empresa não possui demonstrativo do exercício de 2012, para a realização da análise será considerada a antiga empresa. Tal alteração não afeta os resultados esperados.

### 3.2 Dados e Análise

Os dados coletados para a realização do estudo são, para cada empresa: o número de ações do tipo em que constam na amostra; o valor dos proventos distribuídos por ação (dividendos ou JCP); e o Lucro Líquido, referente ao exercício findo em 2012.

Devido à Instrução CVM nº 245, de 1º de março de 1996, que dispõe acerca das informações a serem prestadas pelas companhias abertas, a maioria dos dados pôde ser encontrada no próprio site da CVM. Além disso, visando maior transparência, as próprias empresas disponibilizam, nos portais de relação com o investidor, além das informações de divulgação obrigatória, outras consideradas relevantes ao investidor.

Nota-se que a amostra contém papéis de todos os tipos (preferenciais, ordinários e *units*). Na determinação do número de ações por tipo, foi consultada a composição do capital de cada empresa. As ações preferenciais podem ser divididas em classes, de acordo com os privilégios concedidos, dessa forma, a empresa destaca o número de ações preferenciais discriminado quanto a sua classe (preferenciais “A” e “B”, por exemplo). Por outro lado, as ações ordinárias não possuem essa divisão. Os papéis chamados de *units* são Certificados de Depósito de Ações, ou seja, representam um conjunto de ações preferenciais e ordinárias e, portanto, garantem ao titular os direitos de ambos os papéis.

Os proventos são divulgados pela empresa através dos Avisos ao Acionista. Para a realização do estudo, foram considerados apenas os valores que competem ao exercício de 2012. A Assembleia aprova o montante distribuído e determina a data de pagamento. Conseqüentemente, existirão proventos aprovados em um exercício porém pagos em outro. De forma análoga, podem ser pagos proventos, em um determinado exercício, referentes ao exercício passado. Para o estudo em questão, foram contemplados os proventos pagos referente ao exercício findo em 2012, independente da data de aprovação e de pagamento.

Ao fim de cada exercício as companhias devem enviar à CVM as chamadas DFP (Demonstrações Financeiras Padronizadas). Elas contém todas as informações contábeis do exercício, ajustadas às normas vigentes e às internacionais. Além disso, compreende também as demonstrações individuais e consolidadas. O Lucro Líquido (LL) consta como último item da DRE da companhia. Essa informação é facilmente encontrada no banco de dados da CVM. Para a análise, foi considerado apenas o LL referente ao exercício de 2012.

Após coletados os dados, foi necessário organizá-los. Baseado no número de ações de cada tipo e no valor dos proventos por ação obteve-se o valor total distribuído tanto de dividendos quanto de JCP. Comparando este total com o LL, obtém-se a porcentagem de lucro líquido distribuído. As empresas foram ranqueadas conforme observado no quadro abaixo:

**Quadro 3: Ranking das empresas pela porcentagem de distribuição do Lucro Líquido (mil reais)**

RANK	EMPRESA	ATIVO	QTD ACOES	DIVIDENDOS	JCP	TOTAL	LUCRO LIQ	%
1	NATURA COSMÉTICOS SA	ON	431.239.264,00	800.293,83	58.634,09	858.927,92	861.222,00	99,73%
2	CCR SA	ON	1.765.587.200,00	1.054.192,09	-	1.054.192,09	1.165.874,00	90,42%
3	BMF&Bovespa	ON	1.980.000.000,00	843.206,46	92.266,22	935.472,68	1.074.290,00	87,08%
4	VALE SA	ON	3.256.724.482,00	2.151.569,47	5.214.489,82	7.366.059,29	9.733.969,00	75,67%
5	CIELO	ON	655.096.224,00	1.509.276,19	34.327,04	1.543.603,23	2.314.616,00	66,69%
6	CEMIG	PN	479.818.000,00	1.810.626,54	956.648,36	2.767.274,89	4.271.685,00	64,78%
7	TIM	ON	2.417.632.647,00	743.180,28	-	743.180,28	1.448.888,00	51,29%
8	HYPERMARCAS	ON	627.396.559,00	102.273,53	-	102.273,53	203.913,00	50,16%
9	VALE SA	PNA	2.108.579.618,00	1.393.042,48	3.376.142,81	4.769.185,29	9.733.969,00	49,00%
10	BANCO DO BRASIL	ON	2.865.417.020,00	1.588.300,65	3.365.432,29	4.953.732,94	12.309.870,00	40,24%
11	BRASIL FOODS	ON	872.473.246,00	45.412,97	275.575,49	320.988,46	813.227,00	39,47%
12	CIA DE BEBIDAS DAS AMERICAS	ON	1.372.093.000,00	3.160.479,02	667.111,62	3.827.590,63	10.508.066,00	36,43%
13	OI SA	PN	1.198.077.775,00	611.841,36	-	611.841,36	1.784.890,00	34,28%
14	JBS SA	ON	2.943.644.008,00	175.183,83	-	175.183,83	718.938,00	24,37%
15	ITAU UNIBANCO HOLDING	PN	2.281.650.000,00	397.007,10	2.217.307,47	2.614.314,57	10.799.538,00	24,21%
16	MRV ENGENHARIA	ON	482.744.000,00	126.478,93	-	126.478,93	527.566,00	23,97%
17	ITAÚSA INVESTIMENTOS	PN	2.981.170.000,00	175.889,03	866.178,94	1.042.067,97	4.539.000,00	22,96%
18	GERDAU	PN	1.146.031.245,00	194.825,31	80.222,19	275.047,50	1.425.633,00	19,29%
19	BRADESCO	PN	1.912.397.000,00	272.108,08	1.711.624,77	1.983.732,85	11.381.244,00	17,43%
20	CYRELA REALTY	ON	416.658.829,00	120.041,67	-	120.041,67	778.719,00	15,42%
21	PETROBRÁS	ON	7.442.454.142,00	912.965,85	1.488.490,83	2.401.456,68	20.894.905,00	11,49%
22	SANTANDER	UNT	399.044.117,00	52.689,36	228.661,38	281.350,75	3.187.378,00	8,83%
23	PETROBRÁS	PN	5.602.042.788,00	672.245,13	1.120.408,56	1.792.653,69	20.894.905,00	8,58%
24	BR MALLS	ON	453.364.000,00	68.302,48	-	68.302,48	1.741.995,00	3,92%
25	CIA SID. NACIONAL	ON	1.457.970.108,00	299.991,93	453.000,00	752.991,93	(420.113,00)	-179,24%

Fonte: Elaboração própria

Nota-se a ausência de três empresas no ranking: GAFISA SA (GFSA3); a PDG REALTY SA EMPREENDIMENTOS E PARTS (PDGR3); e as USINAS SIDERURGICAS DE MINAS GERAIS SA. (USIM5) O motivo da exclusão destas

companhias no *ranking* é o fato de não terem distribuído nenhum tipo de provento para esses ativos no ano de 2012.

A partir desses dados, foi realizada uma análise estatística descritiva da variável “%”. Huot (2002) define estatística descritiva como o conjunto dos procedimentos e princípios que resumem a informação coletada sobre a amostra ou população sem distorções nem perda de informação. Dessa forma, este método permite condensar os dados da amostra através de um valor.

Para realizar esta análise, os dados foram retirados da planilha e processados pelo Gretl (software de cálculos estatísticos). Os resultados obtidos são apresentados no seguinte quadro:

**Quadro 4: Resultados Estatísticos**

Média	31,46%
Mediana	34,28%
Mínimo	-179,24%
Máximo	99,73%
Desvio padrão	51,71
Coefficiente de Variação	1,64
Q1	16,42%
Q3	58,04%

Fonte: Elaboração própria

Das medidas de tendência central (média e mediana) procura-se obter um número simples que permite resumir aproximadamente a distribuição dos dados.

Destacam-se os valores do desvio padrão e do coeficiente de variação. Ambos os valores são elevados, o que demonstra alta dispersão dos dados. Nesse caso, a média não é uma medida eficiente para representar a amostra. Sendo assim destaca-se a mediana.

A mediana da amostra é de 34,28%. Este valor representa uma divisão em que metade das companhias distribui mais que 34,28% de seu LL e a outra metade distribui menos. Os intervalos Q1 e Q3 (representantes do primeiro e do terceiro quartil respectivamente) informam que  $\frac{1}{4}$  das empresas distribuem menos que 16,42% do lucro e  $\frac{1}{4}$  distribui mais que 58,04% de seu LL.

Os valores de máximo e mínimo, representados pela primeira empresa do ranking, Natura Cosméticos SA e a última, a Companhia Siderúrgica Nacional. A distribuição realizada pela Natura ocorreu em dois momentos. Primeiro, foi realizado o

pagamento de dividendos e JCP intermediários como contrapartida o lucro apurado no balanço levantado em 30 de junho de 2012<sup>3</sup>. Depois, somente em 2013, foi aprovada em reunião do Conselho de Administração, a segunda distribuição. Desta vez, o saldo dos proventos foi referente aos resultados do exercício de 2012. Dessa forma, a companhia distribuiu quase todo o seu lucro líquido.

Por outro lado, a CIA Siderúrgica Nacional, mesmo com prejuízo apurado no exercício em questão, realizou o pagamento de dividendos e JCP. Todavia, esta distribuição não foi realizada em contrapartida ao lucro líquido apurado, mas sim à conta de reserva de lucros – capital de giro, o que explica o percentual negativo de distribuição. Esta prática está prevista no Estatuto da companhia e é autorizada pela legislação 6.404/76. A companhia distribuiu para seus acionistas quase 1,8 vezes o montante de seu prejuízo.

---

<sup>3</sup> Conforme Ata de Reunião do Conselho de Administração realizada em 25 de julho de 2012

#### **4 CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES**

No estudo proposto, encontram-se quatro conjuntos de empresas determinados pela proporção de remuneração a seus acionistas. O primeiro é composto por doze empresas que distribuem menos que 25% do seu lucro líquido – o menor limite fixado pela Lei – dessas, seis distribuem em uma proporção menor que 16,42% do LL.

Sobre o mesmo piso estabelecido pela lei, treze empresas remuneraram seus acionistas em uma proporção mais elevada, de 34,28%. Dessas treze, oito distribuem seus lucros em uma proporção acima de 58,04% - percentual acima de 50% - maior limite determinado pela legislação. Sendo evidenciado que essa proporção chega a mais que 90% de distribuição.

Por último, destaca-se o fato de mesmo tendo apurado prejuízo, as companhias remuneraram seus investidores.

Recomenda-se para futuros estudos, uma análise que alcance todas as companhias integrantes do Ibovespa, de forma a complementar o presente estudo e fornecer um panorama geral das companhias que mais remuneraram os acionistas.

## REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Marcelo Cavalcanti. **Manual prático de interpretação contábil da lei societária**. São Paulo: Atlas, 2010.
- ASSAF N., Alexandre ; MARTINS, Eliseu . **Administração Financeira: As Finanças das Empresas sob Condições Inflacionárias-Livro Texto**. 1ª. ed. São Paulo: Atlas, 1991.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BRASIL, Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009. Disponível em:  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2009/lei/11941.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/11941.htm).  
Acesso em: 15 de novembro de 2013.
- BRASIL, Lei nº 4506, de 30 de novembro de 1964. Dispõe sobre o imposto que recai sobre as rendas e proventos de qualquer natureza. Disponível em:  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4506.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4506.htm). Acesso em: 15 de novembro de 2013.
- BRASIL, Lei nº 4728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em:  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm). Acesso em: 15 de novembro de 2013.
- BRASIL, Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 15 de novembro de 2013.
- BRASIL, Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e dá outras providências. Disponível em:  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9430.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9430.htm). Acesso em: 15 de novembro de 2013.
- BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução nº 106, de 11 de dezembro de 1968.  
Disponível em:  
[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1968/pdf/res\\_0106\\_v5\\_P.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1968/pdf/res_0106_v5_P.pdf). Acesso em: 15 de novembro de 2013.
- BRASIL. CVM. Deliberação nº 207, de 13 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a contabilização dos juros sobre capital próprio previstos na Lei nº 9.249/95.  
Disponível em:  
<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=/deli/deli207.htm>.  
Acesso em: 15 de novembro de 2013.



BRASIL. CVM. Instrução nº 245, de 1º de março de 1996. Dispõe sobre as informações a serem prestadas pelas companhias abertas com registro para negociação de seus títulos e valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, e cujo faturamento bruto anual consolidado seja inferior a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais). Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst245.htm>. Acesso em: 15 de novembro de 2013.

BRASIL. CVM. PROCESSOS ADMINISTRATIVOS Nºs RJ 2006/0594 e RJ2005/0147. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5043-0.HTM>

BRASIL. Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/d3000.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3000.htm). Acesso em: 15 de novembro de 2013.

BRASIL. Instrução Normativa SRF nº 093, de 24 de dezembro de 1997. Dispõe sobre a apuração do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas a partir do ano-calendário de 1997. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/ins/Ant2001/1997/insrf09397.htm>. Acesso em: 15 de novembro de 2013.

BRASIL. Lei das sociedades por ações, Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 15 de novembro de 2013.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/110303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm). Acesso em: 15 de novembro de 2013.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras.. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm). Acesso em: 12 de dezembro de 2013.

BRASIL. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9249.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9249.htm). Acesso em: 15 de novembro de 2013.

- BRASIL. Medida Provisória nº 627, de 11 de novembro de 2013. Disponível em:  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2013/Mpv/mpv627.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/Mpv/mpv627.htm).  
Acesso em: 15 de novembro de 2013.
- BREALEY, R. A.; e MYERS, S. C. **Princípios de Finanças Empresariais**. 3. ed.  
Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 1992.
- BRITO R. D. e LIMA, M. R. O Crescimento da Remuneração Direta aos Acionistas no Brasil: Economia de Impostos ou Mudança de Características das Firms? *Brazilian Business Review*, vol. 6, n. 1, Vitória-ES, Jan-Abr 2009, p. 62-81.  
Disponível em:  
<[http://www.bbronline.com.br/public/edicoes/6\\_1/artigos/bxd@zfb4lk312201091431.pdf](http://www.bbronline.com.br/public/edicoes/6_1/artigos/bxd@zfb4lk312201091431.pdf)> Acesso em: 6 Dez.2013.
- CAMPOS, Luís; CANAVESES, Sara. **Introdução à Globalização**. Instituto Bento Jesus Caraça. Portual, 2007. Disponível em:  
<http://dspace.uevora.pt/rdpc/bitstream/10174/2468/1/Introdu%C3%A7%C3%A3o%20%C3%A0%20Globaliza%C3%A7%C3%A3o.pdf>. Acesso em 12 de dezembro de 2013.
- CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**, 1º volume: artigos 1º a 74. São Paulo: Saraiva, 2007.
- CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Princípios fundamentais de contabilidade e normas brasileiras de contabilidade**. 2. ed. Brasília: CFC, 2000.
- CORSO, R. M.; KASSAI J. R.; LIMA G. A. F. S. Distribuição de Dividendos e de Juros sobre o Capital Próprio Versus Retorno das Ações. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (Repec)*, Brasília-DF, v. 6, n. 2, art. 3, abr/jun 2012, p. 154-169. Disponível em:  
<<http://www.repec.org.br/index/php/repec/article/view/223>> Acesso em: 6 Dez.2013.
- GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas 2002
- HUOT, Réjean, **Métodos Quantitativos para as Ciências Humanas**. Instituto Piaget, 2002.
- IUDÍCIBUS, S. ; GELBCKE, E. R. ; Santos, A. . **Manual de Contabilidade Societária**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2010. v. 1. 792 p.
- JOHN, Kose and KNYAZEVA, Anzhela, **Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance** (Maio 2006). Disponível em:  
<http://ssrn.com/abstract=841064> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.841064>.  
Acesso em 13 de dezembro de 2013
- OLIVEIRA, Miguel Delmar Barbosa . **Introdução ao Mercado de Ações**. 2ª. ed. Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1980.

REQUIÃO, Rubens, **Curso de direito comercial**, vol. 1, São Paulo: Saraiva, 2013

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D.  
**Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2011.

SANTOS, L. C.; COSTA, D. F.; ALBERTO J. G. C.: ASSIS, A. R. Distribuição de Dividendos de Empresas Brasileiras: uma Análise Exploratória. XXXV Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro-RJ, 4 a 7 de setembro de 2011. Disponível em:  
<[HTTP://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad\\_2011/FIN/2011\\_FIN1999.pdf](http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2011/FIN/2011_FIN1999.pdf)> Acesso em: 6 Dez.2013.