

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**

**CENTRO SÓCIO ECONÔMICO**

**DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS: A CONTABILIDADE  
COMO SUPORTE PARA INFORMAÇÕES SOBRE  
DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS**

**IVAN ALVES DA SILVA**

**FLORIANÓPOLIS SETEMBRO DE 1998**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**

**CENTRO SÓCIO ECONÔMICO**

**DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS: A CONTABILIDADE  
COMO SUPORTE PARA INFORMAÇÕES SOBRE  
DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS**

**Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao Departamento de Ciências Contábeis da  
Universidade Federal de Santa Catarina para obtenção do grau de Bacharel em  
Ciências Contábeis.**

**ACADÊMICO: IVAN ALVES DA SILVA**

**ORIENTADOR: PROF. LORECI JOÃO BORGES**

**FLORIANÓPOLIS, SETEMBRO DE 1998.**

**Autor: Acadêmico IVAN ALVES DA SILVA**

Esta monografia foi apresentada como trabalho de conclusão no curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, obtendo a nota média de 9,0 atribuída pela banca constituída pelos professores abaixo nominada.

Florianópolis, 18 de setembro de 1998.

  
Coordenador de Monografia do CCN

**Professores que compuseram a banca:**

  
Presidente - Prof. Loreci João Borges

Membro - Prof. Samuel da Silva Mattos

Membro - Prof. Rainoldo Uessler

## **AGRADECIMENTOS**

**A Deus, pela vida;**

**À família, pela torcida;**

**À querida Marcia, pela dedicação;**

**Aos amigos, em especial ao Prof. Loreci**

**João Borges,**

**que além de amigo, se propôs a me auxiliar**

**neste trabalho.**

## SUMÁRIO

<b>SUMÁRIO</b> .....	v
<b>CAPÍTULO I</b>	
1 INTRODUÇÃO.....	01
1.1 Considerações Iniciais.....	01
1.2 O Problema.....	02
1.3 Objetivos.....	02
1.4 Metodologia.....	03
1.5 Limitação da Pesquisa.....	03
<b>CAPÍTULO II</b>	
2 AS AÇÕES .....	04
2.1 Formas de ações.....	06
2.2 Os Investidores em Ações.....	07
<b>CAPÍTULO III</b>	
3 DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS.....	10
3.1 Política de Dividendos.....	11
3.2 Restrições Legais.....	16

3.3 Restrições Contratuais.....	17
3.4 Restrições Internas.....	17
3.5 Perspectivas de Crescimento.....	18
3.6 Considerações dos Proprietários.....	19
3.7 Considerações de Mercado.....	20

## **CAPÍTULO IV**

4 TIPOS DE POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	21
4.1 Política de Dividendos com Índice de PAYOUT Constante.....	21
4.2 Política de Dividendos Regulares.....	22
4.3 Política de Dividendos Regular-baixo-mais-extra.....	22
4.4 Outras Formas de Dividendos.....	23
4.4.1 Bonificações.....	23
4.4.1.1 Aspecto Contábil da Bonificação.....	23
4.4.2 Recompra de Ações.....	24
4.4.2.1 Aspecto Contábil da Recompra.....	24
4.5 Procedimentos para o pagamento de Dividendos em dinheiro.....	25
4.6 Por que as Empresas Distribuem Dividendos?.....	27
4.7 Razões para não Distribuir Dividendos.....	30

## **CAPÍTULO V**

<b>5 A CONTABILIDADE COMO SUPORTE DE INFORMAÇÕES.....</b>	<b>33</b>
5.1 Balanço Patrimonial.....	34
5.2 Demonstração do Resultado do Exercício.....	36
5.3 Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados.....	38
5.4 Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido.....	38
5.5 Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos.....	39
5.6 Notas Explicativas.....	39

## **CAPÍTULO VI**

<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>44</b>
-----------------------	-----------

<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>48</b>
--	-----------

<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>49</b>
--------------------------	-----------

## **CAPÍTULO I**

### **1 – Introdução**

Este trabalho buscará durante o seu transcorrer, demonstrar o que são ações, acionistas, políticas de dividendos e, por fim, levantar a problemática da informação, ou falta dela, que pode ser conseguida através dos Demonstrativos Contábeis.

#### **1.1 Considerações Iniciais**

A distribuição de dividendos é a forma mais comum de remunerar os acionistas das empresas de capital aberto, ou seja, aquela que dividiu o seu capital em ações e estas foram negociadas no mercado de tal forma que houve uma pulverização entre todos os acionistas que acreditam na empresa.

Nosso País vem, nos últimos anos, ressurgindo como um polo de desenvolvimento a nível mundial e atraindo o olhar de investidores de todos os tipos para as empresas nacionais, já que com a estabilização da economia e outras medidas corretivas postas em prática no País, algumas empresas brasileiras vêm alcançando resultados financeiros bastante positivos.

Alguns investidores acham que a política de pagamento de dividendos não é tão importante e sem a capitalização e o reinvestimento dos recursos na empresa podem significar lucros maiores no futuro. Mas a grande maioria dos acionistas notadamente o pequenos, encaram o pagamento de dividendos como uma condição indispensável para a sua permanência no quadro acionário, e mais, muitas vezes estes pagamentos significam fonte de renda para muitos deles. Daí a grande



complexidade do quadro em que se encontra a empresa quando obtém lucro e chega o momento de decidir entre pagar ou reter.

Esses tipos de acionistas, alvo de nosso trabalho, e sua relação com a empresa através de informações fornecidas pela Contabilidade, e ainda, o nível de informações recebidas por aqueles que ainda não são, mas desejam fazer parte do quadro acionário da empresa.

## **1.2 O Problema**

A escolha do tema deste trabalho, está pautada no fato de que algumas pessoas que querem entrar no mercado acionário não dispõem de informações suficientes sobre as empresas, e ficam limitadas aos balanços publicados em jornais, como única fonte de conhecimento do estado econômico-financeiro dos seus possíveis investimento.

Levantamos então o problema, que é a de entrarmos no cenário contábil, explorando o porquê dos Demonstrativos Contábeis serem mantidos por tanto tempo quase imutáveis, sem uma modernização que os levem, a ser mais acessíveis ao lucro.

## **1.3 Objetivos**

Os objetivos deste trabalho, como em todo trabalho de pesquisa bibliográfica, serão elucidar a todos os interessados sobre as políticas de dividendos, e também chegar a algumas conclusões e sugestões sobre mudanças nos Demonstrativos Contábeis, notadamente em seu conteúdo informacional.

#### **1.4 Metodologia**

Todo o trabalho será baseado em pesquisa bibliográfica, em opiniões colhidas junto a pessoas ligadas ao mercado de ações e também ligadas a contabilidade.

A pesquisa bibliográfica será para dar sustentação científica nos temas ações, dividendos e políticas de dividendos (em toda a sua abrangência).

#### **1.5 Limitações da Pesquisa**

O desenvolvimento da pesquisa será bastante elucidativo em sua parte conceitual e técnica, notadamente no apoio bibliográfico conseguido junto a farto material sobre o tema. Porém, em sua parte final, o trabalho se limitará a opiniões antagônicas de profissionais das áreas do mercado mobiliário e de contabilidade para formar a opinião final.

## CAPÍTULO II

### 2 – As Ações

Neste capítulo abordaremos, em primeiro plano, o que são ações, acionistas e também procuraremos traçar o perfil do investidor em ações, no Brasil e no mercado mobiliário mundial (Estados Unidos e Europa, de forma geral).

Em **CURSOS PROFISSIONAIS: FINANÇAS** (1994, p. 702 a 704), conceitua que ações são títulos representativos de cotas de capital das sociedades, e a quantidade de ações possuídas representa a medida da participação do sócio no empreendimento.

Além disso, trata-se de títulos de renda variável, que dependem no nível de lucratividade da empresa e da política de distribuição desses lucros em relação aos acionistas.

Deve-se afirmar que não existe, **a priori**, a certeza da remuneração do investimento.

Logo após a apuração dos lucros pela sociedade são pagos dividendos aos seus acionistas, desde que previamente aprovados pela Assembléia Geral Ordinária. Os dividendos constituem, portanto, uma forma de remuneração do capital quando aplicado no patrimônio das empresas.

As sociedades anônimas possuem duas categorias de acionistas: os **ordinários** e os **preferenciais**.

**Acionistas ordinários** - são os possuidores de ações ordinárias, que detêm o poder de voto nas Assembléias, circunstância que lhes possibilita decidir sobre os destinos da sociedade.

**Acionistas preferenciais** - são os que gozam de prioridade de recebimento de bens e valores todas as vezes que a empresa os distribui, como pagamento de dividendos na ocorrência de lucros e reembolso de capital no caso de dissolução da sociedade.

De acordo com a legislação vigente (Lei 6.404/76), as empresas nacionais podem emitir 1/3 do total de suas ações sob a forma ordinária como percentual mínimo e o restante sob a forma preferencial.

Assim, o comando majoritário de uma empresa é exercido por um indivíduo ou pelo grupo que detiver metade das ações ordinárias em seu poder; no caso limite, corresponde a cerca de 16,6% do total das ações da empresa, mais uma ação.

Quanto a distribuição de dividendos, a legislação (Lei 6.404/76) diz que os mesmos devem estar previstos no estatuto social da empresa, tanto o seu percentual sobre o lucro, quanto a forma e data de pagamento. Estabelece ainda a legislação, que no caso de o estatuto ser omissivo, os dividendos devem ser de 25% do lucro apurado pela empresa no exercício referente aquela distribuição. Os dividendos podem ser fixos ou cumulativos, segundo estabelecem os estatutos da companhia. Os dividendos têm a característica de cumulatividade, se não forem pagos em um exercício, pela não ocorrência de lucros, devem ser pagos no exercício seguinte ou no primeiro em que haja lucro.

Há algumas particularidades que devem ser citadas:

- a) as ações preferenciais transformam-se em ordinárias no caso de não receberem dividendos por três anos consecutivos;
- b) em outros mercados, como no americano, as ações preferenciais têm um dividendo mínimo obrigatório, assumindo certa característica de títulos de renda fixa. No mercado italiano há ainda as ações de **risparmio**, que têm dois pontos percentuais ao ano sobre a taxa de remuneração que incide no pagamento de dividendos em relação às ações preferenciais.

## 2.1 Forma das Ações

Desde 15 de março de 1992 não existem mais ações ao portador – Art. 20 Lei 6.404/76 - (sem designação do nome do acionista; o portador dos títulos era considerado proprietário). Todas as ações ao portador existentes naquela data foram transformadas em nominativas por força e lei. Todas estas ações ao portador foram transformadas automaticamente em normativas, ou seja, devem conter a identificação do proprietário.

Nominativas são cautelas que apresentam o nome do acionista. Para sua transferência são necessárias a entrega da cautela e a averbação de termo em livro próprio na sociedade eminente.

São chamadas nominativas endossáveis quando consta o nome do acionista nas cautelas. Contudo, a transferência pode ser realizada mediante simples endosso. Há ainda as ações escriturais, que não possuem cautelas, funcionando basicamente como uma conta corrente bancária. A transferência é feita por lançamento a crédito ou a débito dos acionistas, não havendo movimentação física dos títulos.

É importante ressaltar que as empresas vêm desembolsando uma parcela substancial de seus lucros líquidos na forma de dividendos.

Entre 1971 e 1992, CORNELLI (1997, p. 20), as empresas norte-americanas transferiram de 50% a 70% de seus lucros aos acionistas. No Brasil, somente no ano de 1996, estima-se a distribuição de cerca de R\$ 2,5 bilhões em dividendos GAMEZ, (1996, p. 25). Historicamente, os dividendos foram a maneira predominante de remuneração aos acionistas, já que as transações de mercado eram relativamente pouco importantes até meados da década de 80.

## 2.2 Os investidores em ações

Apesar dos diversos perfis de investidores existentes nas Bolsas de Valores (Oliveira, 1983), pode-se dividi-los em dois segmentos fundamentais: os especuladores e os investidores de longo prazo.

Por muitos anos, as bolsas brasileiras viveram basicamente da captação de recursos dos especuladores, que são investidores que não possuem país de origem, raça, religião ou cor, mas que carregam consigo vultosas somas monetárias para investir onde o retorno sobre o seu capital for maior. São investidores muito voláteis, que lançam mão do avanço tecnológico e investem no Brasil, Tailândia, Tóquio, Nova Iorque, etc., com imensa facilidade. Esse tipo de investidor realmente não está interessado na política de dividendos da empresa. Para o especulador, o que interessa é o curto prazo, ou seja, qual é a empresa em que o que for investido hoje dará retornos no menor período de tempo possível.

Cabe à empresa determinar se esse é o tipo de acionista que ela deseja possuir. Há de se ressaltar que o especulador movimenta trilhões de dólares pelo mundo, não podendo assim, ser facilmente descartado.

O outro tipo de investidor é caracterizado como agentes preocupados com a segurança e a estabilidade a longo prazo. Esse tipo de investidor é identificado em segmentos de pessoas físicas, que preocupados com uma aposentadoria confortável, recorrem a investimentos em ações e, na expansão dos fundos de previdência privada que, por lei, não podem agir como agentes especuladores. É importante ressaltar que apesar do crescimento desse tipo de investidor no país, o Brasil, ainda não possui uma cultura de investimentos em bolsas como acontece nos Estados Unidos, França ou Inglaterra. O investidor de longo prazo está mais acessível às trocas relacionais, devido principalmente a segurança e à sua aversão ao risco. Cabe à empresa

relacionar-se com esse segmento de modo que possa transmitir a imagem de uma empresa segura, confiável, inovadora, com possibilidade de expansão de investimentos para o futuro, e que demonstre condições de gerar rentabilidade a longo prazo.

Mas esse assunto, que diz respeito à relação entre investidores e empresa, será abordado em capítulo posterior, em que se dará ênfase a contabilidade nesse contexto.

Por hora, vamos nos deter no verdadeiro dano da empresa, que são os detentores do Capital Próprio.

Para GITMAN, L. J. (1997, p. 498), diferentemente dos credores (emprestadores), os detentores de capital próprio (acionistas preferenciais e comuns) são proprietários da empresa.

Em especial, os acionistas comuns têm freqüentemente o direito de voto que lhes permite selecionar os diretores da empresa e votar, no caso de eventos especiais. Por sua vez, os credores podem receber privilégios de voto apenas quando a empresa violar as condições de um contrato de empréstimo ou de um contrato de títulos privados.

Os detentores de capital próprio possuem direitos sobre o lucro e ativos que são secundários aos direitos dos credores da empresa, ou seja, em caso de liquidação, os credores devem receber sua parte antes dos proprietários do capital, o que confere a esses proprietários característica de elevado risco quanto a certeza de retorno de sua aplicação.

As reivindicações dos detentores do capital próprio sobre o lucro só poderão ser pagas depois que as reivindicações de todos os credores tiverem sido satisfeitas. Essas reivindicações incluem os pagamentos programados tanto de juros como do principal. Após terem sido satisfeitas tais reivindicações, o conselho de administração da empresa poderá decidir pela distribuição de dividendos aos proprietários. Naturalmente, a capacidade da empresa para pagar dividendos poderá ser limitada por restrições legais, contratuais ou internas.

Quando uma empresa abre falência, as obrigações são liquidadas e os recursos apurados são distribuídos nesta ordem: empregados, governo, clientes, credores com garantia, credores em geral e, finalmente os detentores de ações representativas do capital próprio. Uma vez que os acionistas são os últimos a receber qualquer valor apurado no caso de um processo legal de falência, eles esperam maior compensação em termos de dividendos e/ou valorização dos preços de mercado de suas ações.

Os custos das várias formas de financiamento através de capital próprio são geralmente superiores aos custos dos empréstimos. Isso é explicado parcialmente pelo fato de que os fornecedores de capital próprio absorverem maior risco, na medida em que seus direitos sobre os lucros e ativos da empresa são subordinados àqueles dos credores. Por outro lado, a despeito de seu maior custo, o capital próprio é necessário para o crescimento e amadurecimento da empresa. Enfim, todas as empresas devem inicialmente ser capitalizadas com alguma forma de capital próprio.

Diferentemente do capital de terceiros, o capital próprio é uma forma permanente de financiamento. Ele não vence e, portanto, não se exige o reembolso do capital inicial. Já que o capital próprio não vence e será liquidado apenas durante processos legais de falência, é preciso que o acionista reconheça que embora possa existir um mercado pronto para suas ações, seu preço poderá flutuar. Essa flutuação potencial do preço de mercado do capital próprio torna os retornos aos proprietários ainda mais arriscados.

Os pagamentos de juros aos credores são tratados como despesas dedutíveis na demonstração de resultado da empresa, e os pagamentos de dividendos aos acionistas preferenciais não gozam desta dedutibilidade, está explicado o fato de que o custo explícito do capital de terceiros é geralmente inferior ao custo explícito do capital próprio.



## CAPÍTULO III

### 3 - Distribuição de Lucros

Este capítulo tratará da distribuição de lucros, dando enfoque especial à política de dividendos, suas teorias mais comuns, algumas restrições ao pagamento de dividendos além de várias considerações que são necessárias abordar no momento de se decidir por pagá-los.

Uma vez encerrado o exercício e em sendo positivo o resultado, parte-se para a decisão crucial entre reter (e reaplicar) e distribuir lucros (dividendos).

A retenção de lucros por parte das empresas é decisão tomada em Assembléia Geral e invariavelmente está atrelada a um conjunto de metas que a organização pretende alcançar. Estas metas, se for o caso, necessitarão de investimentos adicionais e é bem comum a assembléia decidir pelo aproveitamento do lucro ajustado num período para compor suporte financeiro.

Geralmente quando uma empresa opta por reinvestir seu lucro, é sinal de que a perspectiva de crescimento é satisfatória, ou pelo menos, espera-se que seja.

O problema é que muitos investidores, principalmente os menores, tendem a desconfiar do futuro do seu investimento quando não estão recebendo regularmente remuneração sobre o que investiram.

Entra, então em foco, o objetivo deste capítulo que é o de explicar as políticas de dividendos mais conhecidas e usadas pelas empresas. Partindo-se, é claro, da premissa de que a decisão de pagar dividendos já tenha sido tomada.

### 3.1 Política de Dividendos

No entender de GITMAN, (1997, p. 500), a política de dividendos é definida como:

*“um plano de ação a ser seguido quando for necessário tomar uma decisão sobre dividendos. Deve ser formulada com dois objetivos em mente: maximizar a riqueza dos acionistas e fornecer financiamentos suficientes. Esses dois objetivos não são excludentes, antes, estão inter-relacionados. Ele precisam ser alcançados em função de inúmeras restrições – legais, contratuais, internas, crescimento, desejo dos proprietários e relacionados com o mercado – que limitam as alternativas de quem toma decisões, ao se estabelecer uma política de dividendos.”*

Conforme GITMAN (1997, p. 502), “é o retorno corrente sobre o capital investido, aos proprietários”.

Para SANVICENTE (1987, p. 112) “é um numerário transferido aos proprietários-acionistas, numa sociedade anônima – como rendimento dos seus investimentos pessoais na organização”.

No entender de MARTINS e NETO (1986, p. 519)

*“... a grande complexidade existente na definição de uma política de dividendos ocorre quando a empresa abre seu capital social, como reflexo de seu crescimento. Neste contexto, a organização deve buscar um consenso mais amplo que envolva as expectativas do mercado acionário. Nesta situação ainda, em*

*que as ações são negociadas por diversos investidores, em bolsas de valores, não se verifica um relacionamento mais direto e informal entre a empresa e o acionista, sendo praticamente inviável o atendimento indiscriminado de todos os desejos dos proprietários”.*

Inúmeras teorias e constatações empíricas acerca de políticas de dividendos têm sido relatados na literatura de finanças ao longo dos últimos 35 anos, aproximadamente. Embora essas pesquisas tenham propiciado alguns argumentos e elucidações interessantes a propósito da política de dividendos, as decisões de investimento e de financiamento continuam sendo consideradas mais importantes do que as decisões de dividendos. Em outras palavras, decisões bem conduzidas de investimentos e financiamentos não deveriam ser sacrificados por uma política de dividendos de importância questionável.

Ademais, várias questões básicas ainda precisam ser resolvidas: A política de dividendos é importante? Qual o efeito da política de dividendos nos preços das ações? Existem modelos que possam ser utilizados para políticas alternativas de dividendos relativamente ao preço das ações? A seguir, descreveremos algumas teorias sobre investimentos que servirão de parâmetro para discussões sobre os argumentos que sustentam a importância ou não dos dividendos.

Uma escola de pensamento, a da Teoria Residual de Dividendos – sugere que os dividendos pagos pela empresa sejam encarados como um resíduo, ou seja, o montante que tenha sobrado após terem sido empreendidas todas as oportunidades aceitáveis de investimentos. Sob essa ótica, a empresa tentaria por em prática, usando os lucros, todas as alternativas de reinvestimento que tivesse para só depois, decidir pelo pagamento de dividendos.

A teoria residual sugere que os dividendos são irrelevantes, no sentido de que seriam ganhos residuais, em vez de uma variável com poder de influir em decisões, que afetasse o valor da empresa. Esse ponto de vista é coerente com a teoria da irrelevância dos dividendos, conforme explicado por MILLER E MODIGLIANI (1961, p. 60 a 80).

A teoria mostra, por meio de uma variedade de razões e, impondo inúmeras suposições restritivas (certeza, inexistência de impostos, de custos de transações com ações e outras imperfeições de mercado), que o valor da empresa não é afetado pela distribuição de dividendos. Ademais, o valor da empresa é determinado pela sua capacidade de geração de valor e pelo risco de seus ativos (investimentos), e não pela forma escolhida de separar seus fluxos de retornos entre dividendos e lucros retidos. Eles argumentam que:

*“Em resposta a estudos que tenham mostrado que grandes mudanças nos volumes de dividendos afetam o preço da ação numa relação direta-aumentos nos dividendos resultariam em aumentos nos preços das ações, enquanto reduções nos dividendos levariam a queda de preços – esses efeitos não são atribuíveis aos dividendos em si, mas ao conteúdo informacional que eles proporcionam com respeito aos lucros futuros.”*

Em outras palavras, não é a preferência dos acionistas por dividendos correntes que levaria a acréscimos nos preços das ações, mas a expectativa de ganhos futuros (que se espera a partir da retenção de lucros) que seria responsável pelos movimentos de preços. Dessa forma, mudanças nos dividendos, tanto para cima como para baixo, são entendidos como uma sinalização de que os administradores da empresa esperam que os lucros mudem na mesma direção. Vale dizer, um

aumento nos dividendos seria entendido como um sinal positivo, o qual levaria os investidores a elevar o valor das ações. Por outro lado, reduções nos dividendos seriam um sinal negativo, que levaria a diminuição nos preços das ações. Argumentam ainda a existência de um **efeito clientela**, uma empresa atrairia acionistas cujas preferências com respeito ao pagamento e estabilidade dos dividendos correspondessem ao padrão de pagamento e estabilidade da própria empresa.

Em outros termos, investidores que preferissem dividendos estáveis e previsíveis como uma fonte de renda deteriam ações de empresas que pagassem o mesmo montante a título de dividendos, a cada período. Por outro lado, aqueles investidores que preferissem ganhos de capital seriam atraídos por empresas em fase de crescimento, que reinvestissem uma grande parcela de seus lucros e, portanto, revelassem um padrão instável no pagamento de dividendos. Visto que os acionistas obtêm o que desejam, MODIGLIANI E MILLER (1961, p.58), concluem que o valor das ações da empresa não é afetado pela sua política de dividendos.

Em resumo, a teoria da irrelevância dos dividendos argumenta que o retorno exigido por um investidor e portanto o valor da empresa, não são afetados pela política de dividendos porque:

- 1) O valor da empresa depende apenas da capacidade de geração de lucros e dos riscos de seus ativos;
- 2) Caso os dividendos afetem o valor, isso ocorre apenas devido ao conteúdo informacional que revela as expectativas dos administradores da empresa, e;
- 3) Ocorre um efeito clientela que leva os acionistas a receber os dividendos que eles mesmos esperam. Estes pontos de vista com respeito a irrelevância dos dividendos são coerentes com a teoria residual, a qual enfatiza a necessidade de se empreender as melhores decisões de

investimentos com o objetivo de maximizar o valor das ações. Naturalmente, tudo isso leva à conclusão de que a empresa não necessita de uma política de dividendos. Embora muitos estudos já tenham sido realizados com vistas a validar ou refutar a teoria da irrelevância dos dividendos, nenhum deles foi totalmente evidente.

Outra teoria que merece ser citada neste estudo é a teoria da relevância dos dividendos que é atribuída a MYRON J. GORDON E JOHN LINTNER (1963, p. 69). Eles sugerem que os acionistas preferem dividendos correntes e que há, de fato, uma relação direta entre a política de dividendos da empresa e seu valor de mercado. Fundamental na preposição formulada por esses autores é o argumento do “pássaro na mão”, o qual sugere que os investidores são geralmente avessos a risco, preferindo dividendos correntes a dividendos futuros ou ganhos de capital. De forma direta, “um pássaro na mão é melhor do que dois voando”. Portanto, acredita-se que os pagamentos de dividendos correntes reduzem a incerteza dos investidores, o que levaria a um aumento no preço das ações da empresa. Por outro lado, se os dividendos fossem reduzidos ou não pagos, a incerteza dos investidores aumentaria, assim como o retorno exigido. Naturalmente, a consequência seria a redução dos preços das ações.

Embora muitos outros argumentos e contra-argumentos tenham sido apresentados, os numerosos estudos e experiências sobre a relevância dos dividendos não conseguiram prover evidências conclusivas que sustentem esse argumento tão atraente. Além disso, os pesquisadores ainda precisam desenvolver um modelo que possa ser usado na avaliação de políticas alternativas, face ao valor da ação. Entretanto, na prática, as atitudes dos administradores e dos acionistas tendem a sustentar a crença de que a política de dividendos afeta o valor da ação. Cada empresa deve, portanto, desenvolver uma política de dividendos que atenda aos objetivos dos proprietários e maximize sua riqueza, em termos dos preços das ações.

Já foi dito nesse estudo que alguns fatores afetam a política de dividendos. Então, antes de abordarmos os tipos mais comuns de políticas, vamos conhecer esses fatores que podem ser: restrições legais, contratuais e internas, as perspectivas de crescimento da empresa e as considerações dos proprietários e do mercado.

### **3.2 Restrições Legais**

Estas podem ser comparadas às americanas, já que o modelo mobiliário brasileiro é basicamente inspirado no padrão americano, e lá, alguns estados proíbem as empresas de distribuírem como dividendos em dinheiro qualquer porção de capital representada pelo valor nominal das ações ordinárias. Outros estados definem capital não só como o valor nominal das ações ordinárias, mas também como qualquer ágio na venda das ações. Essas restrições sobre a integridade do capital geralmente são estabelecidos a fim de fornecer uma base suficiente de capital próprio para a proteção das reivindicações de credores.

Se uma empresa tiver obrigações vencidas ou estiver legalmente insolvente (valor de mercado dos ativos menor que suas exigibilidades), muitos estados americanos proíbem o pagamento de dividendos em dinheiro. Além disso, a legislação do imposto de renda proíbe as empresas de acumularem lucros em excesso. Os proprietários de uma empresa precisam pagar imposto de renda sobre dividendos, quando recebidos; porém os ganhos de capital no valor de mercado não são taxados até que a ação seja vendida. Uma empresa poderá reter uma grande porção de lucros, como forma de retardar o pagamento de impostos por parte de seus proprietários. Se a Receita Federal puder determinar que uma empresa acumulou lucros em excesso, a fim de evitar a taxaçoão sobre a renda pessoal, poderá cobrar um imposto de renda

sobre o excesso de lucros retidos acima de \$250.000 – montante atualmente isento para as empresas americanas não individuais.

### **3.3 Restrições Contratuais**

Muitas vezes a capacidade para pagar dividendos em dinheiro é restringida por certas cláusulas protecionistas num acordo de empréstimo a prazo, em contratos de títulos de ações preferenciais ou em contrato de leasing. Geralmente, essas restrições proíbem o pagamento de dividendos em dinheiro, até um certo montante ou porcentagem de lucros. Visto que é necessário ter caixa para pagar dividendos, as restrições sobre os pagamentos de dividendos ajudam a proteger credores, acionistas preferenciais e arrendadores contra prejuízos decorrentes da insolvência da empresa. Essas restrições são bastante comuns.

### **3.4 Restrições Internas**

A capacidade de pagar dividendos em dinheiro é restringida pelo montante de caixa excedente à disposição da empresa, e não pelo nível da conta de lucros retidos exibido no Patrimônio Líquido. Embora seja possível que uma empresa tome recursos emprestados para o pagamento de dividendos, os credores não estariam especialmente interessados no empréstimo de dinheiro para tal fim, pois este não produziria benefícios tangíveis nem operacionais que ajudariam a empresa a reembolsar o empréstimo. Embora uma empresa possa ter lucros elevados, sua capacidade de pagar dividendos pode ser restringida, devido ao baixo nível de liquidez dos ativos (caixa e títulos negociáveis).



### 3.5 Perspectivas de Crescimento

As necessidades financeiras das empresas estão diretamente relacionadas com o grau de expansão prevista dos ativos. Se a empresa está em fase de crescimento, pode necessitar de todos os fundos que puder obter para financiar dispêndios de capital.

Uma empresa em crescimento também precisa de fundos para manter e melhorar seus ativos. As empresas de grande crescimento em geral estão constantemente necessitando de fundos. Suas necessidades financeiras podem ser caracterizadas como grandes e imediatas. Outras empresas que revelem pequeno ou nenhum crescimento podem não ter uma necessidade constante de novos fundos; porém, elas podem precisar de fundos para substituir ou modernizar os ativos.

Uma empresa precisa avaliar sua posição financeira do ponto de vista da lucratividade e risco, a fim de conhecer sua capacidade de levantar fundos, e também o custo e a rapidez com que o financiamento pode ser obtido. Geralmente, a empresa grande e madura tem maior acesso a novo capital do que a empresa que está crescendo rapidamente. Por isso, os fundos à disposição da empresa que cresce rápido podem não ser suficientes para suportar seus numerosos projetos aceitáveis. Uma empresa em crescimento provavelmente tenha de depender bastante do financiamento obtido através de lucros retidos, a fim de aproveitar os projetos rentáveis à sua disposição. Nesse sentido, é bem provável que pague apenas uma porcentagem muito pequena de seus lucros como dividendos. Uma empresa mais estável que necessita de fundos de capital apenas para dispêndios planejados, fará melhor se distribuir uma grande proporção de seu lucro, especialmente se puder recorrer a fontes imediatas de financiamento.

### 3.6 Considerações dos Proprietários

Quando se estabelece uma política de dividendos, a maior preocupação, e não poderia ser diferente, é a maximização da riqueza dos proprietários a longo prazo. Mesmo sendo praticamente impossível estabelecer uma política que maximize a riqueza de todos os proprietários.

A primeira consideração a fazer é quanto ao pagamento de impostos por parte dos proprietários. É claro que se a empresa possuir uma grande quantidade de acionistas abastados e que se encontram numa faixa alta de renda, estes poderão preferir uma menor distribuição do lucro da empresa, com a intenção de retardar a cobrança de imposto sobre a renda. Neste caso, quando da venda das ações no mercado, se o preço de venda superar o preço de compra, isso se caracterizaria como ganho de capital e seria taxado. Por outro lado, acionistas menos abastados, preferirão o pagamento de dividendos para usá-los como renda.

Uma outra consideração é quanto às oportunidades de investimentos dos proprietários. Se os proprietários têm opções de investimento externo que lhes rendam mais, com certeza não irão gostar da idéia de retenção de fundos para investir em projetos menos rentáveis.

Se após uma análise dos possíveis investimentos externos, a empresa chegar a conclusão que estes são mais rentáveis aos proprietários, deve distribuir maiores porcentagens do seu lucro. Caso contrário, justifica-se uma distribuição menor.

Uma última consideração diz respeito à diluição da propriedade. Se a empresa distribuir quantidades muito elevadas de seus lucros, é óbvio que novos capitais terão que ser levantados para seus investimentos, o que se fará, quase certamente, com ações ordinárias. Se isso for levado em prática, teremos uma diluição do controle e do lucro para os proprietários. Se reter mais lucro, pode minimizar a possibilidade desta diluição.

### 3.7 Considerações de Mercado

É sabido que a riqueza dos proprietários é refletida no preço de mercado das ações da empresa. Considerando esse fato, acreditamos que os acionistas em geral, são simpáticos a um nível fixo ou crescente de dividendos ao invés de padrões instáveis de recebimento. Os administradores são avessos a mudar os montantes dos dividendos, mesmo quando os lucros caem. Os acionistas valorizam uma política contínua de dividendos posto que isso eliminaria a incerteza a respeito dos mesmos e provavelmente elevaria o preço de mercado da ação, elevando também a sua riqueza.

A consideração final de mercado é quanto ao nível de informação que o dividendo carrega consigo. Os acionistas vêem o pagamento regular de dividendos como uma indicação de que a empresa vai bem. Um dividendo contínuo é um sinal positivo que leva o acionista a acreditar no sucesso futuro da empresa. Já se a empresa deixar de pagar dividendos num determinado período, é bem provável que os acionistas reajam desfavoravelmente a este sinal negativo. Isto gera incerteza a respeito do futuro da empresa e é possível que essa incerteza diminua o preço da ação. Em geral, se uma empresa paga dividendos mesmo num período em que apresenta prejuízo, isto é interpretado pelos proprietários e investidores como um período passageiro.

## **CAPÍTULO IV**

### **4 - Políticas de Dividendos**

Neste capítulo levaremos a fundo o estudo das políticas de dividendos, os principais tipos, as outras formas de dividendos com seus aspectos contábeis.

Também veremos os procedimentos para pagamento em dinheiro dos dividendos, passando pela indagação do porquê as empresas distribuem dividendos além das razões para não distribuí-los.

#### **4.1 Política de Dividendos com Índice de Payout Constante**

Um tipo de política de dividendos que as empresas adotam é a de Payout Constante. Esse índice, obtido dividindo-se os dividendos por ação pelos lucros por ação, indica a porcentagem de cada unidade monetária ganha pela empresa que será distribuída aos proprietários em forma de dinheiro em determinado período. Assim, nessa política, a empresa estabelece qual o percentual dos ganhos que será pago em cada período. O problema desse tipo de política é que se os lucros caírem ou ocorrerem prejuízos em certos períodos, os dividendos serão muito baixos ou mesmos inexistentes. E assim, se considerarmos que os dividendos fornecem certas informações sobre o futuro da empresa, será bem provável que as ações dessa empresa tendam a se desvalorizar.

## 4.2 Política de Dividendos Regulares

Este tipo de política baseia-se em pagamentos de dividendos fixos em dinheiro, em cada período. Ela fornece aos proprietários informações quase sempre positivas, indicando regularidade e, portanto, minimiza a incerteza acerca do futuro da empresa. Muitas vezes as empresas que se utilizam dessa política, aumentarão seus dividendos regulares, após um aumento comprovado nos lucros. Nessa política, os dividendos quase não são reduzidos.

## 4.3 Política de Dividendo Regular-baixo-mais-extra

Algumas empresas estabelecem uma política de pagamento de dividendos regulares baixos, mas acompanhados por dividendo adicional, garantido pelos lucros obtidos. Se o lucro em um período for maior que o normal, a empresa pagará um dividendo extra. Ao usar essa designação de dividendo extra, a empresa evita dar aos acionistas falsas esperanças de dividendos maiores em períodos posteriores. O uso dessa designação é bastante comum entre as empresas que apresentam variações cíclicas em seus lucros.

Ao pagar um dividendo regular baixo, a empresa sinaliza ao investidor que merece sua confiança e fornece uma renda estável, enquanto o dividendo extra, permite compartilhar os lucros, se a empresa estiver muito bem.

As empresa que usam esse tipo de política, precisam elevar o nível dos dividendos regulares, assim que tiverem atingido aumento comprovado nos lucros. Não se deve também permitir que o dividendo extra se torne um acontecimento regular, pois ele perderá seu significado. Seria aconselhável o uso de um **índice-meta de payout** ao se estabelecer em que

nível ficará o dividendo regular, entendendo-se como **índice-meta de payout**, o índice que se supõe, seja o ideal e que deverá ser buscado, ajustando-se a porcentagem do lucro distribuído.

#### **4.4 Outras Formas de Dividendos**

##### **4.4.1 Bonificações**

É o pagamento aos acionistas na forma de ações. É comum as empresas pagarem bonificações até como complemento aos dividendos em dinheiro. Embora não tenham valor real, significam para os acionistas aumento de patrimônio próprio, já que, não os possuíam antes.

##### **4.4.1.1 Aspecto Contábil da Bonificação**

O pagamento de uma bonificação é muito mais uma troca de fundos entre contas do Patrimônio Líquido do que uma aplicação, já que o proprietário recebe ações adicionais, que representam algo que ele já possui. Isso não aumenta os Ativos da empresa.

Ainda sobre bonificação, podemos dizer que o acionista, ao receber uma bonificação, não recebe nada de valor, já que, depois que a bonificação for paga, o preço da ação decrescerá em proporção à bonificação e seu valor de mercado permanecerá inalterado. Sua proporção de propriedade e nos lucros permanecerá idêntica.

Para a empresa é mais vantajoso emitir ações bonificadas do que pagar dividendos em dinheiro, já que a bonificação é uma maneira de dar algo aos proprietários sem usar Caixa. Em geral, quando uma empresa está crescendo muito e necessita de fundos para financiar este crescimento, faz uso da bonificação.

#### **4.4.2 Recompra de Ações**

No Brasil, nos últimos anos, vem se verificando um aumento grande na recompra de ações pela empresas. Isso faz com que a riqueza dos acionistas aumente e também, ao reconcentrar a propriedade, desestimulam a aquisição da empresa por parte de grupos externos. O aumento no valor para os acionistas é obtido pela diminuição do número de ações no mercado e conseqüente elevação dos lucros por ação, além de um sinal de que as ações no mercado podem estar avaliadas para baixo. Ao mesmo tempo, a recompra, ao reduzir o número de ações negociadas no mercado, reduz também a possibilidade de grupos externos virem a conseguir o controle da empresa. A recompra é considerada uma forma de dividendo, já que, significa uma distribuição de dinheiro ao proprietário da empresa, que é o vendedor dessas ações.

##### **4.4.2.1 Aspecto Contábil da Recompra**

Contabilmente, quando da recompra de ações por uma empresa, ocorre uma redução em Caixa e o estabelecimento de uma conta na ativa chamada “Ações em Tesouraria” que é na verdade uma dedução do capital social.

O termo “ações em tesouraria” é usado para demonstrar no Balanço Patrimonial, que existem ações recompradas no patrimônio da empresa.

Enfim, o efeito líquido da recompra é muito parecido com o pagamento de dividendos em dinheiro, pois há o resgate das ações pelos proprietários, o que determina uma distribuição de Caixa aos acionistas e isso só é possível se houver excesso em Caixa.

#### **4.5 Procedimentos para o Pagamento de Dividendos em Dinheiro (Art. 205 Lei 6.404/76)**

O pagamento de dividendos em dinheiro é decidido pelo conselho de administração quando este se reúne trimestral ou semestralmente para fazer uma avaliação do desempenho financeiro e das perspectivas da empresa. Nestes encontros é decidido se será pago e em que montante será pago dividendo.

Essas decisões são bastante importantes e dependem muito da política de dividendos da empresa. Existem empresas que pagam um dividendo fixo em dinheiro a cada período.

O montante é geralmente fixo, mas aumentos ou diminuições nos lucros podem significar variações neste montante.

Enumeramos a seguir, alguns aspectos relevantes da política de dividendos tanto por parte do acionista, quanto da empresa. Inicialmente, para o acionista:

- 1) Como retenção do lucro se baseia em expectativa (esperança) futura de maiores dividendos, e a distribuição de dividendos envolve certeza de seu recebimento no presente, o acionista, devido ao risco, poderá optar por dividendos regulares;
- 2) A preferência por uma política de estabilidade na distribuição de dividendos poderá levar a um crescimento no valor das ações, devido à prática de reduzir o risco do acionista;
- 3) A presença dos custos de corretagem nas organizações que envolvam ações poderá tornar-se oneroso para o acionista realizar parte de seu lote de ações toda vez que necessitar de alguns financiamentos;
- 4) O efeito da tributação.

Agora, enumeramos alguns fatores relevantes para a empresa:

- 1) A posição de empresa em termos de liquidez;



- 2) As possíveis restrições impostas ao pagamento de dividendos resultantes de contratos de levantamento de empréstimos ou recursos de terceiros;
- 3) A facilidade de acesso a outras fontes de recursos financeiros, especialmente de médio e longo prazos;
- 4) O custo da emissão de novas ações e a situação dos mercados de capitais no que se refere a oportunidade de substituição da retenção do lucro pela captação do mesmo volume de fundos através do lançamento de novos títulos de participação acionária;
- 5) O nível de atividade econômica em que se encontra a empresa, isto é, a fase do ciclo econômico (crescimento, estabilidade, declínio);
- 6) A relevância da política de dividendos para o acionista e o seu efeito sobre o valor de mercado da ação da empresa.

É de se acrescentar a posição favorável à retenção de dividendos, defendida por PROCIANOY, (1996, P.8), diz ele:

*“a retenção dos lucros pelo acionista controlador da empresa, representa redução do risco financeiro, menor alavancagem financeira, maior capital próprio ou menor quantidade de recursos de terceiros. Representa também a possibilidade de recursos para o crescimento da empresa, beneficiando a todos, em especial ao controlador, que terá poder de decisão sobre quantidade maior de recursos”.*

#### 4.6 Por que as Empresas Distribuem Dividendos?

Não se pode esperar o término da vida da empresa para se colherem os frutos de sua atividade, por isso, a distribuição de dividendos aparece como opção de distribuição de lucro, que permite realizar uma transferência real de riqueza da empresa para os sócios.

Se uma empresa tem seus títulos cotados em um mercado extremamente amplo e eficiente, o preço de mercado das ações é igual ao valor intrínseco dos títulos (não se verificam oscilações devido a fatores especulativos).

O valor intrínseco é diferente da cota de patrimônio líquido da empresa que pertence a seu proprietário. Essa diferença é devida ao fato de se basear o valor intrínseco na avaliação dos fluxos de riqueza esperados a partir do investimento da empresa, enquanto o patrimônio líquido traduz uma avaliação predominantemente estática desses investimentos, fundamentada nos Princípios Contábeis. Assim, o valor intrínseco representa uma medida mais correta do valor verdadeiro da ação.

A decisão da empresa de distribuir dividendos é, portanto, menos óbvia do que possa parecer à primeira vista, já que nem sempre a empresa pode dispor de todo ou parte do seu lucro para distribuir. Muitas vezes, os recursos que servirão de fonte para os investimentos da empresa, têm de sair dos lucros.

Por outro lado, se a decisão de reter ou de distribuir lucros não tivesse qualquer influência sobre a riqueza dos sócios, não haveria explicação para o fato de esta ser considerada por todas as empresas um problema relevante, ao qual a gerência e os acionistas dedicam grande atenção.

Não há certeza de que, para os acionistas, seja indiferente receber os frutos da empresa sob a forma de dividendos ou de ganhos do capital. Os que preferem os dividendos, induzem à distribuição de uma parte consistente dos lucros ou mesmo o máximo compatível com a

realização dos investimentos e financiamento da empresa. Já os que preferem os ganhos de capital, induzem a empresa a reter a maior parte, se não o total do montante dos lucros do exercício.

O primeiro fator que leva os acionistas a preferirem dividendos a ganhos de capital é a necessidade de receber um rendimento periódico; os acionistas não necessitam tanto de títulos que valem mais, quanto de uma quantia a ser gasta para a satisfação de suas necessidades. Para que essa justificativa para distribuição seja válida, é necessário identificar alguma imperfeição de mercado que não permita aos acionistas simular os efeitos da distribuição de dividendos por meio de venda de parte das ações.

A primeira imperfeição é o simples incômodo para os sócios de ter de realizar a negociação oportuna de ações que representa um fator que influi no sentido da preferência pelos dividendos.

Nas empresas cuja propriedade é dividida entre grande número de acionistas, esse incômodo pode ser bastante grande, tornando mais simples e barato distribuir dividendos do que obrigar os vários sócios a realizar negociações muitas vezes por valores mínimos. Isso, se não contarmos com as comissões cobradas por corretoras ou bancos para transações desse tipo. Há também uma barreira psicológica, já que muitos dos acionistas desconhecem quase que completamente os mercados mobiliários, o que os leva a não serem simpáticos às transações com ações. Existe ainda um outro fator que reduz em muito a preferência pelos dividendos. É que as necessidades são diferentes de sócio para sócio e, portanto, não é verdade que os dividendos possam satisfazê-los tão bem quanto uma venda de ações, pois esta é feita de acordo com as necessidades de cada um. Para alguns, a distribuição de dividendos é uma quantia insuficiente, e para outros pode ser bastante elevada.

Há um conjunto de fatores que determinam a preferência por dividendos e diz respeito as ineficiências do mercado mobiliário, isto é, os fatores que impedem esse mercado de avaliar corretamente os títulos nele transacionados. Se os preços das ações estão sujeitos a grandes oscilações em curtos períodos de tempo e se esses preços refletem certos fatores especulativos que pouco têm a ver com o valor intrínseco dos títulos, então é muito complicado para os sócios. Nessa situação, os dividendos são dinheiro na mão, enquanto os ganhos de capital representam somente uma esperança de dinheiro sobre a qual não é possível saber se irá tornar-se realidade.

Os dividendos representam um fluxo de riqueza relativamente seguro, enquanto os ganhos de capital são um fluxo de riqueza sujeito a risco.

Além disso, os administradores têm condições melhores que qualquer pessoa para saber se o preço das ações no mercado reflete o correto valor intrínseco. Assim, principalmente para os acionistas que possuem pouca familiaridade com os mercados Mobiliários, uma distribuição regular de dividendos pode ser preferível à realização de negociação de títulos.

Os administradores têm obrigação de sinalizar aos acionistas a qualidade da gestão por eles desenvolvida: essas informações devem ser prestadas não só por correção profissional, mas também pelo fato de que os acionistas insatisfeitos podem destituí-los das funções.

Considera-se, portanto, que os administradores possuem motivos para fornecer aos acionistas sinais verdadeiros e não falsificados.

Esse fato está relacionado com o maior controle que a distribuição dos dividendos confere aos acionistas quanto às decisões de investimento e financiamento tomadas pelos administradores.

#### **4.7 Razões para não Distribuir Dividendos**

Uma primeira série de fatores que influem no sentido de impedir ou propor limites à distribuição de dividendos aos acionistas é constituída pelas restrições a essa distribuição estabelecida por lei, pelo ato de constituição da empresa ou por contratos por ela já firmados, ou seja, por limitações legais ou contratuais.

Podemos citar como restrição legal, a obrigatoriedade de destinar uma parcela de 5% do lucro à reserva legal, até que esta alcance um montante de 20% do capital social, e o impedimento de distribuir lucros antes da compensação de prejuízos ocorridos anteriormente.

Algumas limitações decorrentes do ato de constituição da empresa, podem ser, por exemplo: as restrições relativas as destinações de parte do lucro as reservas estatutárias (cuja principal finalidade é reforçar o patrimônio da empresa).

Outras restrições a distribuição do lucro são muitas vezes impostas à empresa por contratos de financiamento a médio e longo prazos, feitos com instituições de crédito. Muitas vezes, as cláusulas desses contratos de financiamento submetem a empresa que recebe os recursos a uma série de comportamentos e proibições. Entre estas últimas são muitas vezes incluídos limites máximos para a distribuição de dividendos ou obrigações de reter na empresa ao menos uma parcela preestabelecida do lucro do exercício.

No conjunto, todos os fatores examinados anteriormente, contribuem de formas diferentes e, de acordo com cada caso, para a determinação da política de dividendos aplicada pelas empresas. A diferente composição das influências devidas a cada um dos fatores isolados, pode explicar ao menos parcialmente a grande variedade de políticas de dividendos aplicadas por empresas diferentes e a mudança, ao longo do tempo, da política adotada pela mesma empresa. A esse

propósito deve-se considerar um fator adicional, que são as constantes mudanças de necessidade no autofinanciamento de cada empresa.

Disso decorre que, sobre o montante de dividendos não influem somente os fatores examinados até aqui, mas também um outro fator fundamental: as necessidades variáveis de recursos financeiros relativos aos investimentos programados pela empresa.

Desde que o investimento nas atividades da empresa garanta aos acionistas remuneração igual ou superior àquela oferecida por investimentos alternativos comprováveis, é conveniente que a empresa retenha todos os lucros necessários ao financiamento de seus programas.

No momento em que os investimentos adicionais feitos pela empresa não mais garantissem, ao menos, remuneração igual àquela de investimentos alternativos, seria conveniente para os acionistas que a empresa distribuísse a maior parte dos lucros. Permitiria, assim, que investissem as quantias obtidas em atividades mais rentáveis.

Esse fator pode explicar muito bem, por exemplo, por que as empresas que operam em setores de forte expansão e que são altamente rentáveis retêm, muitas vezes integralmente e durante grande número de anos consecutivos, os seu lucros. Ao contrário, as empresas que operam em setores já amadurecidos, caracterizados por rentabilidade relativamente modesta, em geral distribuem dividendos maiores.

Não é certo, portanto, que os fatores examinados anteriormente, por mais importantes que sejam, tenham influência decisiva sobre as decisões relativas ao montante de dividendos. É, aliás, provável que, em muitos casos, a política de dividendos constitua uma variável residual, isto é, uma espécie de sub-produto de decisões relativas a outras áreas da gestão financeira da empresa, particularmente dos planos de investimento e de financiamento.

Se a política de dividendos é uma variável residual, segundo a teoria da irrelevância dos dividendos, então a empresa reterá a parcela de lucros necessária para enfrentar as necessidades de recursos financeiros para os investimentos que não forem cobertos por outras fontes de financiamento. O autofinanciamento funciona como uma fonte “tampão”, de modo a cobrir as necessidades financeiras residuais, uma vez definido o montante ótimo de recursos a outras fontes.

## **CAPÍTULO V**

### **5 - A Contabilidade como Suporte para a Informação**

Neste capítulo tentaremos entrar no principal assunto do tema, e que só poderia ser abordado após o conhecimento da revisão bibliográfica, que é o suporte informativo dos demonstrativos contábeis. Iniciaremos por citar os tipos de demonstrações com seu conteúdo básico e depois passaremos para o conteúdo informacional destes, sempre amparados por bibliografia especializada, notadamente o Art. 176 da Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976.

Até aqui, esse trabalho se voltou para o mercado acionário ou mobiliário, como queiram. Procurou-se passar uma noção bastante clara e abrangente do que sejam ações, acionistas e dividendos para que o leitor desse trabalho esteja familiarizado com o ambiente em que se quer inserir a contabilidade.

Se é verdade que: “Uma das mais nobres funções da contabilidade é a de suprir de informações todos os interessados na vida econômica e financeira da empresa”(Revista Brasileira de Contabilidade, ANO XXVI – nº 107), então é hora de nosso trabalho investigar se os relatórios gerados através do trabalho do profissional em contabilidade, são suficientes para realizar essa tarefa.

Traremos, a seguir, uma breve descrição sobre os principais relatórios gerados pela contabilidade, que são:

- 1) Balanço Patrimonial;
- 2) Demonstração do Resultado do Exercício;
- 3) Demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;



- 4) Demonstração das mutações do Patrimônio Líquido;
- 5) Demonstração das origens e aplicações de recursos;
- 6) Notas Explicativas.

Antes de abordar cada um deles, vale lembrar que, em substituição à Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados, as empresas poderão elaborar a Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, isso para efeito de publicação, pois internamente, cada empresa tem suas prioridades.

As sociedades de capital aberto, ou seja, aquelas que têm autorização para negociar suas ações no mercado, são obrigadas por lei a publicar nos jornais de maior circulação, os seus demonstrativos contábeis, devidamente acompanhados de notas explicativas, sempre que estas forem necessárias. São eles:

### **5.1 Balanço Patrimonial - (Regulado pelo Art. 178 Lei 6.404/76)**

“É a demonstração destinada a evidenciar, resumidamente, o Patrimônio da entidade, quantitativa e qualitativamente.” (RIBEIRO, 1996, p. 279).

A NBC-T3 (Norma Brasileira de Contabilidade), diz que o Balanço Patrimonial deve compreender todos os bens e direitos, tanto tangíveis (materiais) como intangíveis (imateriais), as obrigações e o patrimônio líquido da entidade, levantados a partir dos resultados contábeis no seu livro razão. Segundo SERGIO DE IUDÍCIBUS e JOSÉ CARLOS MARION,

*"o termo balanço decorre do equilíbrio ATIVO = PASSIVO + PL, ou da igualdade APLICAÇÕES = ORIGENS. Parte da idéia de uma balança de dois pratos, onde sempre encontramos*

*a igualdade. Só que, em vez de denominarmos balanço (assim com Balanço Comercial), denominamos no masculino: BALANÇO.*

*A expressão patrimonial origina do Patrimônio Global da empresa, ou seja, o conjunto de bens, diretos e obrigações. Daí origina-se a expressão: Patrimônio Líquido, que significa a parte residual do Patrimônio, a riqueza líquida da empresa num processo de continuidade, a situação líquida. Composto as duas expressões, teremos a expressão BALANÇO PATRIMONIAL, o equilíbrio do patrimônio, a igualdade patrimonial."*

O Balanço Patrimonial está, como já foi dito, dividido em dois grandes grupos: Ativo e Passivo + Patrimônio Líquido.

O Ativo é formado basicamente pelos seguintes sub-grupos:

- 1) Circulante: são contas que estão constantemente em giro - em movimento- sendo que a conversão em dinheiro será, no máximo, no próprio exercício social.
- 2) Realizável a Longo Prazo: são bens e direitos que se transformarão em dinheiro um ano após o levantamento do balanço.
- 3) Permanente: são bens e direitos que não se destinam a venda e têm vida útil, no caso de bens, longa. Contém os investimentos, o imobilizado e o diferido.
- 4) Investimentos: são os recursos financeiros de caráter permanente que geram rendimentos que não são necessários à manutenção da atividade fundamental da empresa.
- 5) Imobilizado: são itens de natureza permanente que serão utilizados para manutenção da atividade básica da empresa.

6) Diferido: são aplicações que beneficiarão resultados de exercícios futuros.

O Passivo e Patrimônio Líquido, estão assim sub-divididos:

- 1) Passivo Circulante: são obrigações exigíveis que serão liquidados no próximo exercício social: nos próximos 365 dias após o levantamento do balanço. É neste grupo do Balanço Patrimonial que encontramos a obrigação Dividendos a Pagar, quando estes foram decididos pela Assembléia Geral da empresa.
- 2) Passivo Exigível a Longo Prazo: São as obrigações que serão liquidadas com o prazo superior a um ano - Dividendos a Longo Prazo.
- 3) Patrimônio Líquido: São os recursos dos proprietários aplicados na empresa. Os recursos significam o capital mais o seu rendimento - Lucros e Reservas. Do lucro do exercício é que a empresa pode decidir pelo pagamento de dividendos.

## **5.2 Demonstração do Resultado do Exercício (Regulado pelo Art. 187 da Lei 6.404/76)**

Através dessa demonstração, verifica-se, comparando receitas e despesas, qual o resultado (lucro ou prejuízo) que a empresa obteve no período que está sendo demonstrado.

Para INDÍCIBUS E MARION,

*"a preocupação na elaboração de um Relatório Contábil é a riqueza de detalhes, sem complicações, no sentido de propiciar um maior número de informações para a tomada de decisões. As parcelas dedutivas, que a grosso modo chamamos de despesas,*

*são agrupadas de acordo com suas características. Assim, a Demonstração do Resultado do Exercício é um resumo ordenado das receitas e despesas da empresa em determinado período (12 meses). É apresentada de forma dedutiva (vertical), ou seja, das receitas subtraem-se as despesas e, em seguida, indica-se o resultado (lucro ou prejuízo)."*

A Demonstração do Resultado do Exercício está dividida em grupos essenciais que são:

- 1) Receita Bruta: o faturamento da empresa com a sua atividade principal;
- 2) Deduções: são todos os valores que não representam sacrifícios financeiros (esforços) para a empresa, mas que são meros AJUSTES para se chegar a um valor mais indicativo que é a Receita Líquida. Aqui encontramos os impostos incidentes sobre as vendas, por exemplo.
- 3) Custos do Período - São somente os gastos da fábrica (de produção), incluindo matéria-prima, mão-de-obra, depreciação de bens da fábrica, aluguel da fábrica, energia elétrica da fábrica etc.
- 4) Despesas- São gastos para administrar a empresa como um todo: desde o esforço para colocar os produtos ao cliente (despesas de vendas: propaganda, comissões), até a remuneração ao capital de terceiros (desp. Financeiras, juros).
- 5) Perdas - Normalmente são gastos imprevisíveis, anormais, extraordinários, que não contribuem para a obtenção de receita.
- 6) Participação de Terceiros - Há pessoas que terão uma "fatia de lucro": Governo (através do Imposto de Renda); Administradores, empregados (gratificações), etc.

- 7) Participação dos Sócios - Sócios/Acionistas - Distribuição do lucro (dividendos que são a forma que remunera o capital investido na empresa pelos acionistas).

### **5.3 Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados (Regulada pelo Art. 186 da Lei**

#### **6.404/76)**

A Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados mostra qual foi o lucro apurado naquele exercício e qual a sua destinação. Além disso, evidencia as modificações que aconteceram na conta **lucros ou prejuízos acumulados** no ano.

O lucro líquido é a sobra líquida à disposição dos proprietários da empresa. Assim, são eles que decidem qual a parcela que ficará retida na empresa para reinvestimento e qual parcela será distribuída aos donos do capital. Até 1976 essa distribuição era evidenciada na Demonstração do Resultado do Exercício, após a publicação da lei 6.404/76, a distribuição do lucro passou a fazer parte desta demonstração de lucros ou prejuízos acumulados.

### **5.4 Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido**

A Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido mostra as mudanças ocorridas em todas as contas do grupo, com seus saldos iniciais, mudanças ocorridas e saldos finais que, obviamente, deverão coincidir com os saldos apresentados no grupo **patrimônio líquido** do Balanço Patrimonial. Deve trazer também o montante do dividendo por ação do capital.

## **5.5 Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (Regulada pelo Art. 188 da Lei 6.404/76)**

A Demonstração das Origens e Aplicação de Recursos, como o nome já indica, deverá trazer as origens de recursos de que a empresa lançou mão para financiar seus investimentos, bem como, onde foram aplicados esses recursos.

É a demonstração que evidencia o **capital circulante líquido** da empresa e, portanto, indica as modificações na situação financeira da empresa, o que comumente conhecemos pela fórmula **CCL = AC-PC** (**capital circulante líquido = ativo circulante – passivo circulante**).

## **5.6 Notas Explicativas**

São notas que normalmente aparecem no rodapé dos balanço publicados nos periódicos, e que indicam alguma modificação de procedimento que a empresa adotou durante o ano alvo do balanço. Indicam também, como é mais comum, a política de pagamentos e recebimentos (prazos) praticados pela empresa em suas relações com fornecedores e acionistas. Nestas notas, e isso é importante para esse trabalho, costumamos encontrar a forma e prazo de pagamento dos dividendos aos acionistas.

Já que sabemos, quais os principais demonstrativos que a contabilidade oferece como base de informação, queremos propor o seguinte contexto: imaginemos um potencial investidor, que dispõe de uma boa soma em dinheiro e deseja aplicar em ações. Sem grandes informações do mercado mobiliário e com sérias desconfianças sobre o futuro das empresas neste momento da economia, ele recorre às páginas de publicações legais dos jornais. E o que encontra? Um

punhado de demonstrativos financeiros, quase todos gerados pela contabilidade, que trazem informações nada claras, principalmente para quem não é do ramo.

É certo que muitos alegariam que uma pessoa nestas condições deveria procurar um especialista para se orientar, mas, e se assim não procedesse? Não ficaria perdido entre os balanços, tentando saber se aquele lucro ostentado é uma garantia de seu possível investimento?

Vem daí a indagação: os demonstrativos contábeis não estariam informando pouco ao acionista? (digo acionista, por ser o alvo deste trabalho).

A informação é fundamental para o mercado de ações, cabendo à empresa estreitar o seu relacionamento com o seu acionista de modo a lhe fornecer todas as informações disponíveis para que ele possa decidir com mais segurança se vai investir ou não.

OLIVEIRA (1983, p. 223) ilustra brilhantemente nossa colocação quando escreve:

*“Qualquer iniciativa por parte da própria empresa em divulgar informações pode significar, regra geral, uma predisposição valiosa ao relacionamento mais saudável entre empresa e investidor, de forma que não haja desconfiança e procedimentos pouco recomendáveis ou não-éticos, em prejuízo dos investidores.”*

No entender de CORNELLI (1997, p. 19) “os investidores possuem menos informações sobre o valor da empresa do que seus administradores e, portanto, tentam deduzir informações a partir do comportamento da empresa.”

Aproveitando estes autores voltamos a nossa indagação anterior e achamos que a contabilidade poderia dispor de mecanismos mais atuais para suprir de informações um mercado que cada vez quer saber mais sobre as empresas.

Os capitais de terceiros estão caros e já inviabilizam a vida de muitas empresas que caíram na tentação de buscar fontes de financiamento externas. Cada vez mais as empresas se voltam para captação de recursos entre os seus sócios e o mercado acionário é uma alternativa bastante atraente para este fim.

Para captar recursos provenientes de ações é preciso, claro, ser atrativo ao público interessado. Mas além de atrativo, a empresa tem que conseguir passar ao mercado as informações mais idôneas e claras possíveis.

Imagine se aquele nosso possível investidor do exemplo inicial, encontrasse no jornal não só um punhado de números, mas também um conjunto de informações claras que lhe permitisse decidir entre uma ou outra empresa, qual a que mais pode fazer render o seu investimento.

Duas idéias nos ocorrem e gostaríamos de trazer para este trabalho: o **Balanço Projetado** e as **Notas Mais que Explicativas**:

### **O Balanço Projetado:**

É um recurso que já é muito utilizado por analistas de mercado e técnicos da área mobiliária, mas em caráter interno. Consiste em gerar, baseado em expectativas de inflação futura e de crescimento da empresa, os possíveis números que a empresa deve alcançar em um período próximo, que seria bem menor do que a duração do exercício. Isso, para que o investidor tivesse uma idéia bastante aproximada do que o espera;

De acordo com a situação econômica vivida pelo país atualmente, não seria difícil para os profissionais de contabilidade projetar números mais realistas, principalmente para os meses posteriores à elaboração do Balanço, uma vez que este, é uma peça estática de uma situação



vivida pela empresa em um período que já passou, portanto, pode não espelhar mais a realidade em termos de mercado para esta mesma empresa.

### **Notas Mais que Explicativas:**

Seria uma maior inserção de notas explicativas, principalmente tornando mais claros o conteúdo das contas mais chamativas, digamos assim. Ao invés de as notas explicativas ficarem restritas apenas às modificações ocorridas durante o exercício, elas bem que poderiam trazer detalhes também sobre os saldos mais elevados (Caixa, Clientes, Fornecedores, Lucros Acumulados, etc.)

Imaginemos aquele nosso potencial investidor, citado anteriormente, lendo em um jornal a descrição pormenorizada da situação financeira da empresa, ou seja, tentando traduzir números em informações possíveis de serem entendidas por ele. Com certeza teríamos um investidor mais esclarecido a respeito do seu investimento, o que em suma, atrairia mais gente para o mercado acionário e por conseguinte, fortaleceria a base financeira das empresas. Isso só pode ser feito com mudança de mentalidades, tanto das empresas, abrindo suas caixas-pretas, quanto dos profissionais da área, desmistificando a profissão de contador.

Temos hoje no Brasil, mais de 950 empresas com ações negociadas nas Bolsas de Valores. Os controladores destas empresas precisam agir com transparência e nova mentalidade. Devem pagar dividendos regulares e atrativos de modo a trazer acionistas dispostos a investir cada vez mais na empresa. Essa é uma fonte inesgotável de recursos para futuras ampliações e modernização de seus parques industriais, inclusive para pequenas e médias empresas.

O que precisa ocorrer é uma mudança de mentalidade por parte dos controladores ao permitir que muitos sejam proprietários do negócio, pois assim este negócio poderá perdurar.

O vigoroso mercado americano está cheio de bons exemplos de abertura de capital e lá, os acionistas só fazem acreditar mais. Mas no Brasil a mentalidade ainda é um pouco ultrapassada, talvez por culpa dos controladores, talvez por falta de informações relevantes para os potenciais acionistas.

A verdade é que a contabilidade pode melhorar em muito o relacionamento entre empresa e investidor e esperamos que isso aconteça em breve espaço de tempo, pelo bem da economia como um todo e pelo bem do Brasil.

## CAPÍTULO VI

### 6 - Conclusão

No decorrer deste trabalho, procurou-se entrar no assunto que nos interessou desde o início, mas sem pressa, buscando passo a passo, os subsídios que nos tornariam capazes de discorrer sobre a parte mais polêmica do tema que, no nosso entender, é a informação prestada pela Contabilidade em relação aos Acionistas (e possíveis Acionistas) das empresas.

Durante todo o tempo que buscou-se material e opiniões para o nosso conteúdo, pudemos sentir que alguns profissionais da área de Contabilidade não são totalmente favoráveis à conclusão a que chegamos neste trabalho. É que somos a favor de um nível de informação mais clara e objetiva, que busque e encontre ressonância nos interessados, sem que estes fiquem alheios ao que realmente acontece na empresa.

Em nossa opinião, a Contabilidade cumprirá bem o seu papel dentro do meio a que pertence, quando tiver condições de informar a todos os usuários de forma precisa e clara. É óbvio que não queremos que a nossa ciência se torne tão banal a ponto de qualquer desinformado entender todos os seus meandros. Pelo contrário, defendemos que a contabilidade, enquanto ciência deve ter os seus segredos, aqueles próprios de quem a estuda profundamente.

É justamente neste ponto que esbarramos em certas opiniões contrárias, e diga-se de passagem, todas merecedoras da nossa maior consideração. Assim vejamos:

Alguns profissionais da área Contábil, deixam claro que não é possível que todas as pessoas tenham condições de interpretar um balanço, ou mesmo de entender o que os números ali estampados querem dizer. Defendem a causa de que o "Pulo do Gato" não se ensina e que é

preciso guardar a nossa fatia, digo nossa por estar na área, num mercado de trabalho já tão competitivo.

Em defesa deste trabalho gostaríamos de esclarecer que não queremos tornar tudo tão claro a todos, mas sim a esta minoria que é abordada no decorrer deste trabalho, que é aquela minoria representada pelos poucos possíveis investidores interessados na participação acionária de uma Empresa. Estes sim, devem ter muito interesse em entender o que querem significar os números impressos nas páginas dos principais jornais, quando da publicação dos balanços anuais.

É primordial que o contador tenha o seu espaço dentro do mercado, mas é essencial também que a Ciência Contábil seja divulgada, até para que ela, e conseqüentemente os seus profissionais, se valorizem, mas isso não implica que devemos guardar segredos a sete chaves e não possamos admitir que pessoas interessadas tenham certas informações que para elas, são necessárias.

Assim defendeu-se apenas que os Demonstrativos Contábeis podem e devem ser desmistificados, buscando uma linguagem, se é que é possível, mais acessível aos usuários externos, aumentando o grau de certeza que estes podem ter em relação ao investimento que pretendem realizar.

Buscou-se uma metodologia de pesquisa e coleta de dados que pudessem ser esclarecedoras aos que se interessam pelo assunto.

Iniciou-se por trazer ao trabalho o que são ações e acionistas, a sua forma e quem são os investidores nestes títulos. Nesta parte do trabalho já fazemos menção as diferenças entre o capital próprio e o de terceiros, buscando na bibliografia, principalmente na literatura da área da administração financeira, subsídios para justificar nossas afirmativas.

Em seguida, começou-se a descrever o que seja a distribuição de lucros, suas prerrogativas legais e entramos na política de dividendos, amplamente escorada em bibliografia variada, onde

tentou-se ser o mais esclarecedores possíveis sobre o tema, mostrando em que a empresa pode se comprometer ao assumir uma política de pagamento de dividendos. O assunto passa pelas restrições legais encontradas pelas empresas do Brasil e de outros países, passa pelas restrições contratuais e internas, estas, muito importantes, aborda as perspectivas de crescimento e as considerações dos proprietários, assim como as considerações de mercado inerentes a uma política de dividendos, a partir do momento em que ela é divulgada ao público.

Entrou-se então nos tipos de políticas de dividendos, a de Índice de Payout Constante, a de Dividendos Regulares, a de Dividendos Regular-baixo-mais-extra, assim como outras formas de dividendos, as Bonificações.

Abordou-se os aspectos Contábeis das bonificações por julgarmos que este assunto é pouco divulgado no meio Contábil, e entramos nos procedimentos para o pagamento de Dividendos em dinheiro, que são por demais sutis para as empresas, significando momentos de relativo perigo para a sua saúde financeira.

Não esquecemos de tentar responder à indagação sobre o porquê das empresas distribuírem dividendos, as razões internas e de mercado que estão por trás desta decisão. E é claro, citamos também, algumas razões para as empresas não o fazerem, arrolando motivos os mais variados, inclusive com justificativa bibliográfica, para que as empresas retenham o seu lucro.

Entramos então na fase final do trabalho, que é justamente o problema da pouca informação que o usuário externo tem por parte da Contabilidade, principalmente no tocante aos balanços. Criamos um contexto em que um possível investidor em ações se vê as voltas com publicações legais de diversos jornais, sem saber em que empresa aplicar por falta de interpretação dos Demonstrativos Contábeis.

Nosso trabalho não tem a intenção de polemizar, entre as opiniões dos que desejam demonstrativos mais claros e os que acham que nada deve mudar. O que queremos, e esta opinião sempre foi clara desde o início, é investigar o porquê das Demonstrações Contábeis se restringirem a um punhado de número sem informações mais claras sobre o passado e o futuro da empresa.

Acha-se até possível que a forma de apresentação se mantenha, mas desejamos, e não só nós, que haja uma modernização nesta forma, buscando agradar não só o dirigente da empresa, mas também o usuário externo, que muitas vezes, dependendo da informação que obtiver, pode vir a tornar-se patrão do contador que elaborou os Demonstrações Contábeis.

Assim gostaríamos que o tema não se esgotasse neste modesto trabalho, mas que outros acadêmicos também buscassem respostas para a pergunta que norteou o nosso trabalho:

A Contabilidade informa suficientemente a todos os seus usuários, internos e externos?

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

GITMAN, L. J. **Princípios da Administração Financeira**. 7 ed. São Paulo: Hbra, 1997.

CORNELLI, Francesca. **A lógica dos dividendos. Mostering Monegement** (Suplemento Gazeta Mercantil) p. 19-20, Set. 1997.

MILLER, Merton H., MODIGLIANI, Franco. **The Cost of Capital, corporation Finance and the Theory of Investment**. American Economic Review. Vol. 49. p. 655 - 669, 1959.

BRAGA, Roberto. **Fundamentos e técnicas de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1989.

Revista Brasileira de Contabilidade - ano XXVI - n.º 107 - Set/Out/97.

**BIBLIOGRAFIA**

- GITMAN, L. J. **Princípios da Administração Financeira**. 7 ed. São Paulo: Habra, 1997.
- CORNELLI, Francesca. **A lógica dos dividendos. Mostering Monegement** (Suplemento Gazeta Mercantil) p. 19-20, Set. 1997.
- MILLER, Merton H., MODIGLIANI, Franco. **The Cost of Capital, corporation Finance and the Theory of Investment**. American Economic Review. Vol. 49. p. 655 - 669, 1959.
- BRAGA, Roberto. **Fundamentos e técnicas de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1989.
- Revista Brasileira de Contabilidade - ano XXVI - n.º 107 - Set/Out/97.
- MARTINS, Eliseu., NETO, Alexandre Assaf. **Administração financeira: As finanças das empresas sob condições inflacionárias**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 1986.
- SANVICENTE, Antônio Zoratto. **Administração financeira**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1987.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de., MARION, José Carlos. **Manual de Contabilidade para não Contadores**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1990.
- ACQUAVIVA, Marcus Cláudio. **Legislação das Sociedades por Ações: Mercado de Valores Mobiliários e CVM Atualizada/Marcus Cláudio Acquaviva**. 1 ed. São Paulo: Editora Jurídica Brasileira, 1997.