

DESENVOLVIMENTO LEGAL DA CONTABILIDADE: ANÁLISE DO LUCRO PASSÍVEL DE DISTRIBUIÇÃO NA CIA. VALE DO RIO DOCE

Daiana Paula Pimenta

Universidade Federal de Uberlândia (UFU-MG)

daianapaula@terra.com.br

Jaluza Maria Lima Silva Borsato

Universidade Federal de Uberlândia (UFU-MG)

jaluzasilva@yahoo.com.br

Karém Cristina de Sousa Ribeiro

Universidade Federal de Uberlândia (UFU-MG)

kribeiro@ufu.br

RESUMO

A proposta deste trabalho constituiu em analisar as decisões inerentes a destinação do lucro passível de distribuição através de dividendos e juros sobre capital próprio (JSCP), as quais estão apoiadas nas demonstrações financeiras, destacando a importância do desenvolvimento da contabilidade para a remuneração dos acionistas. A distribuição lucros envolve a manutenção da capacidade da empresa, sem reduzir seu capital, pois, caso o dimensionamento dessa distribuição não seja criteriosamente efetuado, corre-se o risco de descapitalização. Dessa forma, o fator informação torna-se essencial, visto que, quando a empresa opta por diminuir ou não distribuir dividendos sem que tenha justificado sua ação aos interessados, essa decisão pode acarretar na diminuição do seu valor. Como metodologia realizou-se uma pesquisa descritiva por meio de um estudo de caso realizado na Cia. Vale do Rio Doce (CVRD). Como resultados, o presente trabalho mostrou que a CVRD nos últimos cinco anos pagou mais JSCP do que distribuiu dividendos aos seus acionistas. O *payout* saiu de 50%, em 2003, para 25,7%, em 2007. Entretanto, o valor das ações empresa aumentou consideravelmente nos últimos 6 anos, o que mostra que tanto o interesse dos gestores quanto dos stakeholders, embora numa perspectiva temporal às vezes distinta, caminham no mesmo sentido.

Palavras-chave: Lucro passível de distribuição. Dividendos. Companhia Vale do Rio Doce.

1. Introdução

As decisões nas empresas devem estar vinculadas aos objetivos, que visam, sobretudo, a geração de valor através da maximização da riqueza dos acionistas.

Até a promulgação da lei 9.249/95, o Lucro Passível de Distribuição (LPD) era destinado aos acionistas por meio de dividendos. Com o advento dessa lei, as empresas passaram a ter a possibilidade de remunerarem os acionistas através do pagamento de Juros sobre Capital Próprio (JSCP), os quais podem ser efetuados de forma opcional e são considerados como despesas dedutíveis no cálculo do imposto de renda e da contribuição social incidentes sobre os lucros, permitindo ao acionista uma redução de 20% para 15% na alíquota de imposto paga sobre esse montante.

A legislação fiscal brasileira exige a utilização do custo histórico para avaliação dos itens patrimoniais e apuração do resultado, o que pode acarretar na descapitalização da empresa, pois, esse método mede o lucro utilizando o conceito de transações já ocorridas. Entretanto, para fins gerenciais a contabilidade possui opções para a valoração dos itens patrimoniais e conseqüentemente do Lucro Passível de Distribuição (LPD) que consideram as perspectivas presente e futura, de forma a atenuar as divergências temporais dos modelos contábeis existentes.

Szuster (1985) defende duas concepções de capital a ser mantido pelas empresas para a determinação do lucro passível de distribuição, de forma a minimizar o risco de descapitalização. A primeira refere-se à manutenção do capital monetário, e se baseia no conceito de custo histórico corrigido para estabelecer o valor total a ser investido pelos acionistas na empresa. A segunda diz respeito à manutenção do capital físico; esta concepção está baseada no conceito de custo corrente e permite que o patrimônio da empresa seja quantificado pela sua capacidade de operação, medida pela quantidade de bens necessários na data da avaliação.

Este estudo irá analisar a CVRD, devido ao fato de esta ser a maior empresa de siderurgia existente no Brasil e remunerar seus acionistas por meio de dividendos e JSCP, característica analisada neste trabalho.

Assim, o problema que instigou a realização desta pesquisa foi: Qual o impacto do Lucro Passível de Distribuição em uma empresa do segmento siderúrgico?

Como objetivo principal pretende-se analisar as decisões inerentes ao lucro passível de distribuição através de dividendos e juros sobre capital próprio na Cia. Vale do Rio Doce. E como objetivos específicos busca-se apresentar os conceitos de avaliação de empresas, os aspectos legais da distribuição de lucros no Brasil e os modelos para manutenção e distribuição de capital; e analisar a política de distribuição de lucros na CVRD.

Este estudo justifica-se por analisar a política de distribuição de lucros, a qual é apoiada nas demonstrações financeiras, destacando a importância da contabilidade para a remuneração dos acionistas, fator relevante para assegurar a missão da empresa e a continuidade de seus negócios.

O trabalho encontra-se estruturado em três seções. A segunda seção traz alguns conceitos sobre a avaliação de empresas baseados nos valores de entrada e nos valores de saída; sobre as teorias e políticas de dividendos, sobre a legislação quanto ao pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio e, apresenta a pesquisa realizada por meio das demonstrações publicadas pela empresa Vale do Rio Doce. A terceira seção apresenta metodologia adotada. A quarta e última, as considerações finais.

2. Desenvolvimento do Tema

2.1 Fundamentação Teórica

2.1.1 Conceitos de Avaliação de Empresas Baseados nos Valores de Troca ou de Conversão

A determinação do valor do lucro a ser distribuído é fundamental para o eficaz gerenciamento da empresa, e, para isso, serão apresentadas algumas formas de como os gestores podem determinar este valor.

Martins (2001) afirma que os conceitos de avaliação são baseados nos valores de troca e de conversão, os quais podem ser observados na figura 1 a seguir:

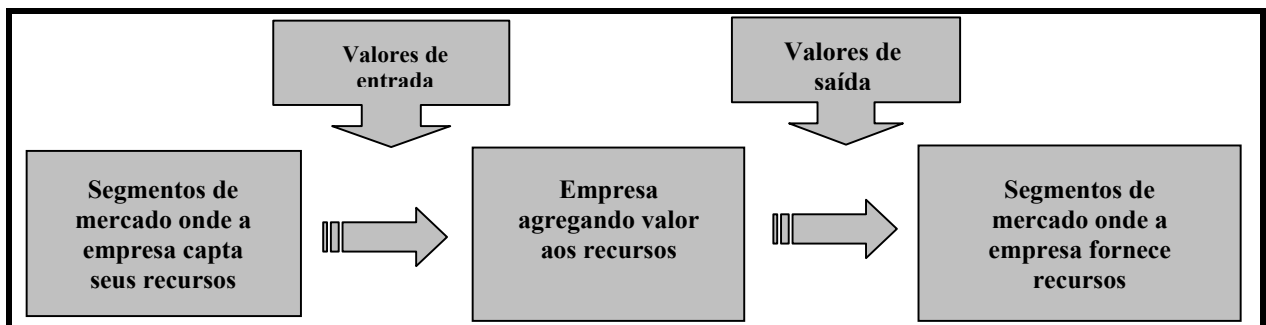


Figura 1: Valores de Entrada e de Saída

Fonte: Martins, Eliseu. **Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Atlas, 2001 – Cap. 1, p. 27.

Segundo Martins (2001), os Valores de entrada representam o sacrifício da empresa, considerando o aspecto temporal, para adquirir um determinado recurso. Esses valores são os mais utilizados na elaboração de relatórios contábeis destinados aos usuários externos, devido às características de praticabilidade e objetividade.

Os Valores de saída buscam atribuir utilidade à informação por meio da aproximação adequada do valor econômico da empresa. Dessa forma, são muito usados na elaboração de relatórios gerenciais, permitindo a identificação das expectativas de resultados associados às decisões dos gestores. Os Valores de saída representam os benefícios que a empresa auferiu, auferiu ou auferirá com a realização de seus recursos (MARTINS, 2001).

A tabela 1, a seguir, apresenta esses valores de avaliação patrimonial, considerando o aspecto temporal, de forma sintética.

	Valores Passados	Valores Presentes	Valores Futuros
Valores de Entrada	Custo histórico	Custo corrente	Custo de reposição futuro
Valores de Saída	Custo histórico corrigido	Custo corrente corrigido	Valor de realização futuro
	Valor realizado	Valor corrente de venda	Valor presente do fluxo de caixa
		Valor realizável líquido	
		Valor de liquidação	

Quadro 1 – Valores de Avaliação Patrimonial

Fonte: adaptado de: Martins, Eliseu. **Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Atlas, 2001 – Cap. 1, p. 27.

Para Iudícibus (2004), os valores de entrada são mais adequados para avaliação dos ativos, uma vez que eles podem traduzir o valor máximo para a empresa e porque, em muitos casos, não existe um mercado para a determinação dos valores de venda.

A contabilidade tradicional adota como critério de avaliação de seus ativos o custo histórico. Embora esse critério tenha na apuração dos dividendos um dos motivos de sua consagração, ele não é recomendado quando se busca o valor econômico da empresa.

Uma aproximação mais razoável da realidade pode ser obtida através da tradução dos elementos patrimoniais em valores atuais de seus resultados econômicos futuros. Entretanto, como a apuração do lucro depende do critério utilizado para mensuração dos elementos patrimoniais, a consequência poderá ser a determinação de um resultado diferente.

Uma das principais decisões a serem tomadas pelos gestores das empresas consiste em determinar o quanto de lucro deve ser distribuído, sem reduzir o capital. Dentro desse contexto, uma das principais funções da contabilidade consiste em fornecer a informação do parâmetro máximo passível de distribuição e que mantenha intacto o capital da empresa (SZUTER, 1985).

2.1.2 Lucro Passível de Distribuição

Para que se possa entender o processo de distribuição de lucros, é necessário que se compreenda a origem dos recursos destinados a esta distribuição. Conforme Iudícibus *et al.* (2006), o ativo representa o futuro resultado econômico que se espera obter de um agente. Segundo o autor, o valor econômico de um ativo se iguala ao valor atual máximo dos resultados econômicos futuros esperados.

O Passivo apresenta o resultado econômico a ser sacrificado no futuro em função de dívida e/ou obrigação contraída perante terceiros. Este sacrifício ocorrerá com a entrega no futuro de ativos ou com a prestação de serviços para terceiros (IUDÍCIBUS *et al.*, 2006).

O patrimônio líquido representa a diferença entre os resultados econômicos futuros esperados e os ativos e passivos da empresa em uma determinada data.

Dessa forma, o lucro pode ser definido como o resultado que pode ser retirado da entidade num período, de forma tal que o patrimônio líquido no final seja exatamente igual ao inicial (MARTINS, 2001).

Entretanto, o mau dimensionamento do lucro e, conseqüentemente, do valor dos dividendos a serem pagos aos investidores podem trazer conseqüências até certo ponto perigosas para a empresa. Entre essas conseqüências está o risco de descapitalização, o que pode, inclusive, acarretar a descontinuidade da empresa (SCHERER; MARTINS, 2003).

O estudo sobre a manutenção do capital de uma empresa pode ser feito de acordo com diversas abordagens. As mais utilizadas são a manutenção do capital monetário e a manutenção do capital físico

Na concepção de Szuster (1985), manutenção do capital monetário ocorrerá quando o valor do investimento, no final de um período, for igual ou superior ao registrado no início do período; dessa forma, o conceito de manutenção do capital monetário não considera a forma e nem a qualidade dos ativos utilizados pela empresa.

O conceito de capital físico admite que o patrimônio da empresa seja quantificado em termos de sua capacidade de operação, medida através do conjunto de bens necessários a esta, mensurados à data da avaliação, ou seja, existirá lucro somente quando o patrimônio líquido for superior ao valor dos ativos necessários para assegurar um mesmo nível de atividade (SZUTER, 1985).

Segundo Schmidt (2003), existe a necessidade de a empresa manter sua capacidade operacional, visto que o lucro de um período somente poderá ser reconhecido depois de assegurada esta capacidade, dentro do conceito de manutenção do capital físico. Segundo esse autor, a avaliação desses ativos deverá basear-se, preferencialmente, nos seus valores de mercado

de compra. Se não houver possibilidade de estes serem obtidos, deve ser considerada a hipótese da adoção de índices específicos de preços.

Após a apuração do lucro distributível, e deduzidas todas as obrigações legais e contratuais, a administração decide propor a permanência deste na empresa ou a sua distribuição aos acionistas.

Conforme Martins (2001), os agentes econômicos decidem aplicar recursos no capital de uma empresa por três principais motivos: obter benefícios com o exercício seguinte de seu controle; realizar ganhos financeiros decorrentes das alterações dos valores das ações no mercado de capitais; e receber parcelas dos lucros apurados, na forma de dividendos.

Para o administrador, é conveniente que o lucro não seja distribuído, pois dessa forma as ações da empresa se valorizam, aumentando substancialmente o valor que irá receber em caso de alienação do controle da companhia.

No Brasil, todavia, o benefício econômico em proveito dos acionistas minoritários e preferenciais depende, em grande parte, dos dividendos, sem os quais seus investimentos perdem a atratividade.

2.1.3 Teorias e Políticas de Dividendos

A política de dividendos constitui-se em uma das principais decisões nas empresas com relação a reter ou distribuir lucros. Os gestores, ao decidirem como serão distribuídos os lucros da empresa, influenciarão os rumos da empresa, sua posição no mercado e, conseqüentemente o valor de suas ações. Dentre as razões que podem explicar o porquê dessa criação de valor é que os dividendos são uma forma de mitigar os problemas de agência entre administradores e acionistas (LA PORTA *et al.*, 2000).

A relação entre o valor da empresa e a sua política de dividendos vem sendo constantemente debatida desde o artigo de Modigliani e Miller, publicado em 1961, o qual defendeu a teoria da irrelevância dos dividendos, afirmando que o valor da empresa pode ser determinado pela sua capacidade de gerar lucros e pelo risco de seus ativos (ASSAF NETO, 2007).

Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2005) apresentam alguns argumentos dos proponentes da teoria da irrelevância, segundo os quais, num mundo perfeito, sem risco, sem impostos, sem custo de transação e outras imperfeições, a riqueza do investidor não será afetada:

- A riqueza da empresa é determinada somente pela capacidade de gerar lucro e pelo risco de seus ativos;
- A política de dividendos pode afetar a riqueza dos acionistas em função apenas de seu conteúdo informacional, que sinaliza as expectativas de resultados futuros da empresa;
- Existe um efeito clientela que determina o padrão de distribuição de dividendos que a empresa deve manter com seus acionistas;
- Existe uma preferência fiscal de alguns investidores que pode determinar certa preferência por dividendos e por ganhos de capital.

De acordo com Santos, Garcia e Filho (2007), o estudo de John Lintner realizado em 1956, confirma que os dividendos pagos hoje derivam dos lucros de períodos anteriores e como tais foram “ajustados” no decorrer do tempo, mesmo com aumentos de um período para outro e com um *payout* determinado, podem não repassar para os dividendos todo o impacto dos lucros, mas suavizá-lo, através de um coeficiente de ajuste temporal.

O grande mérito de seu modelo é criar os fundamentos para o entendimento de que o comportamento dos gestores baseado em experiências passadas determina objetivos e decisões quanto a dividendos. Todavia, ainda não aparece explicitamente no modelo as expectativas futuras de resultados como determinantes da remuneração dos acionistas no período atual (FIORATI, GARCIA e TAMBOSI FILHO, 2007).

Para Fiorati, Garcia e Tambosi Filho (2007), outro estudo relevante é a teoria do “pássaro na mão” de M. J. Gordon realizado em 1959. Sua lógica deriva do modelo para valorização de ações, o qual estabelece que o valor de uma ação advém do fluxo descontado de dividendos futuros, dependente de variáveis como uma taxa de descontos e taxa de crescimento do pagamento de dividendos. O modelo para dividendos se baseia no comportamento dos agentes econômicos, os quais apresentam sua própria percepção de risco, notadamente, preferindo rendimentos presentes a rendimentos futuros. Dada essa percepção dos investidores, a taxa de desconto aplicada aos dividendos futuros deve aumentar com o aumento da incerteza. Esta é a base do que foi denominada teoria do “pássaro na mão”, com forte preferência por dividendos presentes a dividendos futuros.

Um dos principais pontos em relação à política de dividendos diz respeito a seu valor informativo, haja vista que esta política é influenciada pelos seguintes fatores: liquidez, perspectivas de crescimento, considerações dos proprietários, restrições legais em contratos de obrigação ou de empréstimo e avaliação do mercado (LEMES JÚNIOR, RIGO e CHEROBIM, 2005).

Ainda, segundo os autores, a política de dividendos deve levar em conta dois objetivos fundamentais: maximizar a riqueza dos acionistas e propiciar um financiamento adequado à empresa. Para atender a esses objetivos, podem-se identificar três das políticas mais utilizadas:

- Políticas de dividendos com índices de distribuição constante: adoção de um índice de distribuição de dividendos fixos, obtido pela divisão entre os dividendos pagos em dinheiro e seus lucros por ação.
- Políticas de dividendos regulares: pagamento de dividendos fixos por período, podendo ser mensal ou anual;
- Política de dividendos regulares mais extras: pagamento de dividendos fixos por período mais a distribuição de um dividendo extra por ocasião de bons resultados.

A política de dividendos pode ser definida como uma decisão de investimento, assim como, uma decisão de financiamento, já que os recursos gerados internamente correspondem a uma fonte importante para investimento em novos projetos. A decisão da empresa deve se basear nas oportunidades de investimentos em projetos cujos retornos sejam superiores àqueles que seus investidores poderiam obter correndo o mesmo risco (SANTOS E SILVA, 2007).

Pelo exposto, percebe-se que uma boa política de dividendos está respaldada pela proporção entre a retenção e distribuição dos lucros, na medida em que os gestores financeiros estejam maximizando a riqueza dos acionistas através da própria distribuição dos lucros e através de investimentos em projetos com o valor do fluxo de caixa positivo.

A partir da promulgação da Lei 9.249/95, as empresas, além do pagamento de dividendos, têm a possibilidade de remunerar seus acionistas através do pagamento de Juros Sobre o Capital Próprio. Tal lei permite que os pagamentos efetuados a esse título sejam considerados como despesas dedutíveis no cálculo do imposto de renda e da contribuição social incidentes sobre os lucros das empresas.

2.1.4 Juros sobre o Capital Próprio (JSCP)

Segundo Santos (2007), os diversos conceitos utilizados para juros sobre o capital próprio têm suas raízes calcadas nos conceitos econômicos de custo de oportunidade. Para o autor, essa inovação fiscal veio acompanhada de duas outras importantes novidades: a redução da alíquota básica e dos adicionais de imposto de renda incidentes sobre os lucros das empresas e a eliminação dos efeitos da inflação nas demonstrações contábeis.

Assaf Neto (2007) afirma que a sistemática do JSCP tem finalidades fiscais e não econômicas, de acordo com a legislação brasileira, e que essa sistemática não está correlacionada com a definição de lucro mínimo requerido pelos acionistas. Para ele, o JSCP tem privilégios fiscais e pode ser tratado como facultativo, ou seja, ser executado a critério da empresa.

Entretanto, os acionistas não são tributados ao receberem dividendos, mas, dependendo da sua natureza tributária, serão tributados quando do recebimento do JSCP.

Portanto, o que há que se analisar é o efeito líquido no fluxo de caixa do acionista quando da utilização deste instituto contábil, para que se perceba o seu real impacto no valor da sua participação na empresa.

Conforme Zani e Ness Jr. (2000), o lançamento dos juros sobre o capital próprio agrega valor à firma, mas em magnitude insuficiente para eliminar o benefício fiscal gerado pelo uso da dívida. Para esses autores, existe uma redução da carga fiscal para as empresas do grupo que adotam o JSCP. Entretanto, esta não apresenta evidências de que essa vantagem fiscal esteja estimulando as empresas a financiar seu investimento com capital próprio em substituição ao capital de terceiros.

2.1.5 Aspectos Legais da Política de Distribuição de Lucros no Brasil

A distribuição de lucros através de dividendos baseia-se em teorias internacionais, mas um dos fatores que mais influenciam a decisão são os aspectos legais locais. No Brasil, a Lei nº. 6.404 de 15 de dezembro de 1976 determina que os acionistas tenham o direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se o estatuto não possuir nenhuma definição a esse respeito, o dividendo mínimo obrigatório passará a ser 50% do lucro líquido com os acréscimos e deduções estabelecidas no artigo 202 da Lei nº. 6.404.

Entretanto, no caso de o estatuto ser omissivo, a assembleia geral poderá alterar o dividendo obrigatório para um percentual menor do que 50% do lucro, porém com a limitação de que ele deverá ser de, no mínimo, 25%. No entanto, se a empresa for de capital fechado, a assembleia poderá deliberar, caso não haja oposição de qualquer acionista presente, a distribuição de dividendo menor do que 25% do lucro. De qualquer forma, os administradores só poderão ter participação nos lucros se o estatuto fixar o dividendo obrigatório em no mínimo 25% do lucro.

Com o fim da correção monetária a partir de 1996, a Lei nº 9.249 de 26/12/95, em seu artigo 9º, introduz o JSCP que faculta as empresa a dedução da base de cálculo do imposto sobre a renda, a título de remuneração do capital próprio, os juros pagos ou creditados a titular, sócio ou acionista, limitados à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). A Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996, estendeu essa dedução à base de cálculo da contribuição social sobre o lucro, a partir do exercício de 1997, condicionando a dedução ao efetivo pagamento ou crédito aos acionistas.

Diferentemente dos dividendos, o JSCP é dedutível da base de cálculo do Imposto de Renda Pessoa Jurídica – IRPJ – e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL, mediante a aplicação da Taxa de Juros de Longo Prazo sobre o montante do Patrimônio Líquido ajustado da empresa.

A empresa que utiliza tal dispositivo percebe economia de caixa no somatório das alíquotas de IRPJ e CSLL, do valor a ser distribuído aos seus acionistas a título de juros sobre o capital próprio, se comparado à hipótese de distribuição do mesmo montante por meio de dividendos (RANGEL e SILVA, 1997).

Por outro lado, os acionistas não são tributados ao receberem dividendos, mas, dependendo da sua natureza tributária, serão tributados quando do recebimento do JSCP. O imposto de renda a que os acionistas estão sujeitos em cada um dos instrumentos de distribuição é: Dividendos – isenção; Juros sobre o Capital Próprio – alíquota de 15%.

2.2 Metodologia

Em termos de metodologia, as pesquisas são classificadas em três grandes grupos: exploratórias, descritivas e causais. De acordo com Selltiz *et al* (1975), os estudos formuladores ou exploratórios têm como objetivos de pesquisa a familiarização com o fenômeno ou conseguir nova compreensão deste, freqüentemente para poder criar um problema mais preciso de pesquisa ou criar novas hipóteses, sendo a principal acentuação à descoberta de idéias e intuições. Os estudos descritivos são aqueles que apresentam precisamente as características de uma situação, um grupo ou um indivíduo específico. Os estudos causais são aqueles que verificam uma hipótese de relação causal entre variáveis.

Através de uma análise criteriosa dos diferentes tipos de pesquisa, identifica-se como a mais adequada, para o desenvolvimento do presente trabalho, o uso de um estudo descritivo. Justifica-se a utilização deste instrumento, ao fato do objetivo do estudo estar bem definido, os pesquisadores sabem exatamente o que pretendem com a pesquisa, como buscar as informações e como verificar a freqüência com que às mesmas ocorrem.

Dentro do estudo descritivo será realizado um estudo de caso. Optou-se por esse método, pois, se tem por objetivo de pesquisa analisar as decisões inerentes ao lucro passível de distribuição através de dividendos e juros sobre capital próprio na CVRD. YIN (2005) afirma que um estudo de caso se constitui em uma investigação empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não são claramente definidos.

Os dados para esta pesquisa foram coletados no site da empresa CVRD e em dados disponíveis no Economática.

2.3 Resultados

A Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) é uma sociedade anônima aberta que tem como atividades preponderantes a extração, o beneficiamento e a venda de minério de ferro, pelotas, cobre concentrado e potássio, a prestação de serviços logísticos, a geração de energia elétrica e a pesquisa e desenvolvimento mineral. Além disso, por meio de suas controladas diretas, indiretas e de controle compartilhado, opera nas áreas de minério de ferro, pelotas, níquel, cobre, metais preciosos, cobalto – (subproduto), manganês, ferroligas, caulim, carvão, produtos siderúrgicos, produtos da cadeia de alumínio e serviços de logística.

A CVRD constitui-se em uma empresa com capital concentrado, pois possui como acionista controladora a Valepar S.A, detentora de 53,3% do capital ordinário e de 32,5% do seu capital total.

A tabela 1, abaixo, apresenta o valor adicionado distribuído às partes interessadas pela empresa, nos últimos seis anos.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Empregados	10,4%	15,2%	13,2%	7,4%	7,4%	6%
Governo	5%	25,4%	20,1%	19,5%	14,8%	17%
Financiadores	66,3%	4,1%	16,5%	-0,05%	6,8%	2,4%
Acionistas	9,3%	26,2%	22,6%	36,6%	17%	19,2%
Participação minoritária	-	2,9%	5,2%	-	-	-
Reinvestido	9,1%	26,2%	22,6%	36,6%	54%	55,4%
Total	\$1 1.118	\$8.610	\$14.303	\$14.282	\$18.909	\$26.819

Quadro 2 – Valor Adicionado Distribuído

Fonte: <http://www.vale.com/vale/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=123>

Analisando os dados do quadro 2, verifica-se que no primeiro ano os financiadores ficam com a maior parcela do valor distribuído, a qual representa os juros e variações monetárias e cambiais. Em 2003, esse valor baixou de 66,3% para 4,1%, chegando em 2007 com 2,4%.

O valor adicionado distribuído total no último ano foi visivelmente superior, sendo que o montante reinvestido representou 54% e 55%, respectivamente; esse fato se deve ao valor gerado pela aquisição da mineradora canadense INCO em 2006 pela CVRD. Além disso, o fato em questão alterou também o montante distribuído aos acionistas nos dois últimos anos, pois o total de recursos reinvestido de 2002 a 2005 era praticamente o mesmo distribuído aos acionistas; já, em 2006 e 2007, os acionistas receberam 17% e 19,2%, valor este inferior ao dos anos anteriores.

A política de remuneração utilizada para essa distribuição contempla os seguintes itens:

- a) A Diretoria Executiva da Vale anunciará, até o dia 31 de janeiro de cada ano, proposta a ser encaminhada ao Conselho de Administração para o pagamento de remuneração mínima ao acionista durante o ano em curso. O valor mínimo divulgado, expresso em dólares norte-americanos, será estabelecido em função do desempenho esperado no decorrer daquele ano.
- b) A proposta deverá prever o pagamento em duas parcelas semestrais, sob a forma de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio, a serem desembolsadas, respectivamente, nos meses de abril e outubro.
- c) Caso a proposta seja aprovada, o valor determinado será pago em moeda nacional, sendo efetuada a tradução do valor proposto com base na taxa de câmbio de venda do dólar norte-americano, divulgada pelo Banco Central do Brasil (BACEN), no dia útil anterior ao da realização da reunião do Conselho de Administração que houver deliberado sobre a declaração e o respectivo pagamento da remuneração ao acionista.
- d) Durante o ano, a Diretoria Executiva da Vale poderá propor ao Conselho de Administração, fundamentada em análise da evolução do caixa da empresa, o pagamento aos acionistas de uma remuneração adicional ao valor mínimo anunciado até 31 de janeiro. Caso aprovado pelo Conselho de Administração, o pagamento dessa remuneração adicional poderá ocorrer em qualquer uma das datas estabelecidas para pagamento das parcelas de remuneração mínima.

O quadro a seguir apresenta o lucro distribuído aos acionistas da empresa por ação, separando-se os valores pagos por meio de dividendos e JSCP em R\$ e US\$, no período de 1999 - 2007:

Ano Base	Data da Divulgação	Parcela	Data do Início do Pagamento	Valor Distribuído		Tipo	Total US\$ milhões
				R\$ por ação	US\$ por ação		
2007	16/04/2007	1ª parcela	30/04/2007	0,257	0,127	JCP	1.875
	18/10/2007	2ª parcela	31/10/2007	0,433	0,214	dividendos	
		Adicional		0,309c	0,170c	JCP	
Total				0,072c	0,039c	JCP	
2006	12/04/2006	1ª parcela	28/04/2006	0,666	0,311	JCP	1.300
	19/10/2006	2ª parcela	31/10/2006	0,479	0,224	dividendos	
		Adicional		0,015b	0,007b	JCP	
Total				1,147b	0,536b	dividendos	
2005	14/04/2005	1ª parcela	29/04/2005	1,11	0,44	JCP	1.300
	14/10/2005	2ª parcela	31/10/2005	0,68	0,30	JCP	
		Adicional		0,30	0,13	dividendos	
Total				0,59	0,26	dividendos	
2004	14/04/2004	1ª parcela	30/04/2004	2,06	0,715	JCP	787
	13/10/2004	2ª parcela	29/10/2004	0,67a	0,24a	JCP	
		Adicional		0,36a	0,13a	JCP	
Total				0,24a	0,08a	dividendos	
2003	16/04/2003	1ª parcela	30/04/2003	1,62	0,52	JCP	675
	27/08/2003	Adicional	31/10/2003	1,94	0,65		
	15/10/2003	2ª parcela	31/10/2003	1,48	0,52		
Total				5,04	1,69		
2002	13/11/2002		10/12/2002	2,68	0,84	JCP	602
Total				2,68	0,84		
2001	22/11/2001		10/12/2001	2,31	0,98	JCP	1.066
			30/04/2002	2,31	0,98		
Total				4,61	1,96		
2000	30/12/2000		20/02/2001	3,33	1,70	JCP	246
Total				3,33	1,70		
1999	04/08/1999		20/08/1999	1,11	0,66	JCP	452
	28/12/1999		31/03/2000	1,17	0,62		
Total				2,28	1,28		

Quadro3 – Dividenda e JSCP

Fonte: <<http://www.vale.com/vale/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=130>>. Acesso em 16 mar. 2008.

Analisando-se os dados do quadro 3, sobre a distribuição dos lucros, percebe-se que a empresa pagou JSCP em proporção maior do que dividendos no período. Do ponto de vista do acionista, o recebimento de dividendos, por motivos fiscais, proporciona maior vantagem. Do ponto de vista da empresa, a dedução de JSCP da base de cálculo do lucro real determina vantagem tributária.

Empresas com propriedade mais concentrada pagam menos dividendos do que empresas com propriedade menos concentrada, pois possuem condições mais favoráveis para expropriar os minoritários e o fazem gerando um problema de agência (SILVA, 2004).

Como os JSCP, para a empresa, são mais vantajosos do que os dividendos como forma de distribuição do excesso de caixa aos acionistas, as empresas podem utilizar grande parcela daquilo que a lei permite para a distribuição de JSCP, dentro dos limites de suas políticas de *payot*, indicador que saiu de 50% em 2003 para 25,7% em 2007, na CVRD.

A CVRD utilizou largamente esta política não pagando dividendos de 1999 a 2003. Dessa forma, pôde aplicar em projetos de investimento a longo prazo objetivando a maximização de seu valor, fato que pode ser observado pelo aumento de valor adicionado apresentado no quadro 2.

A informação, nesta situação, constituiu-se em um fator de suma importância, pois, se a CVRD não informasse adequadamente aos acionistas quanto a sua política de distribuição, na qual a maior parcela constitui-se de JSCP e sobre a redução no *payout*, poderia ter reduzido seu valor no mercado. Entretanto, o valor das ações da empresa aumentou consideravelmente nos últimos 4 anos, o que mostra que tanto o interesse dos gestores quanto dos *stakeholders*, embora numa perspectiva temporal às vezes distinta, caminham no mesmo sentido.

3. Conclusões

A proposta deste trabalho foi a de analisar o impacto do LPD em uma empresa do segmento siderúrgico, utilizando como exemplo a Cia.CVRD.

Com a introdução do método de remuneração através do pagamento de JSCP, acredita-se haver a existência de uma possível causa de discordância entre gestores e *stakeholders*. O dividendo é líquido, ou seja, isento de imposto de renda para o acionista, enquanto o JSCP é uma despesa financeira dedutível para fins de cálculo de imposto para a empresa e sujeito à incidência de imposto de renda retido na fonte à alíquota de 15% (quinze por cento) ao acionista.

A característica de transparência adotada pela CVRD permitiu que a sua política de distribuição de lucros fosse compreendida pelos *stakeholders* e, mesmo havendo divergências quanto ao interesse dos gestores, foi possível reter parte do lucro para reinvestir, o que adicionou mais valor à empresa.

A tributação diferenciada sobre os JSCP pode aumentar o valor e conseqüentemente o retorno do acionista de uma empresa financiada por meio de recursos próprios, além de determinar um crescimento mais lento do benefício fiscal em função do endividamento. Uma maior distribuição de dividendos pode reduzir a valorização das ações e a tributação sobre o ganho de capital. Como o retorno recebido pelo acionista é dado pelos dividendos recebidos somados à valorização da ação, deduzidos os impostos, a empresa pode aumentar a riqueza de seus acionistas a longo prazo, com o pagamento de JSCP, fato que pode ser observado na CRVD.

Dada à complexidade da proposta, acredita-se que os aspectos levantados acima precisam ser considerados com mais cuidado. A complexidade do tema, envolvendo aspectos organizacionais, culturais, econômicos e legislativos e o pouco tempo em que o trabalho foi conduzido, constituem-se limitações desta pesquisa. Uma outra limitação é quanto ao método, trata-se de um estudo de caso, o que não permite que as conclusões sejam generalizadas.

O presente trabalho contribui com os estudos sobre as formas e políticas de distribuição de lucros a partir do momento que levanta reflexões e subsídios sobre este assunto, chamando atenção para a relevância do tema.

4. Referências

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 3º ed. São Paulo: Atlas. 2007.

- FIORATI, Alexandre Ribeiro dos Santos; GARCIA, Fábio Gallo; TAMBOSI FILHO, Elmo. Dividendos e Juros sobre Capital Próprio: Sinalização de Lucratividade Futura? Estudo no Mercado Brasileiro 1999/2004. In: Encontro da ANPAD, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2007.
- MARTINS, Eliseu. **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica.** São Paulo: Atlas, 2001.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de Contabilidade das Sociedades Por Ações: aplicável às demais sociedades.** 5º ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade.** 7ª Edição. São Paulo: Atlas, 2004.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de; KANITZ, Stephen Charles; MARTINS, Eliseu; RAMOS, Alkíndar de Toledo; CASTILHO, Edison; BENATTI, Luiz; WEBER FILHO, Eduardo; DOMINGUES JÚNIOR, Ramon. **Contabilidade Introdutória.** São Paulo: Atlas, 2006.
- LA PORTA, R.; SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Agency Problems and Dividend Policies around the World. **The Journal of Finance**, Cambridge, v.55 n.1, p. 1-33, Feb. /2000.
- LEMES JÚNIOR, Antônio Barbosa; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração Financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras.** 2ª Ed. Rio de Janeiro: Campus, 2005.
- RANGEL, Jaime Rogério Gomes; SILVA, Raimundo Nonato Sousa da. **A Influência da Distribuição dos Juros sobre o Capital Próprio no Cálculo do Valor das Ações para Diferentes Investidores – O Caso das Entidades Fechadas de Previdência Complementar.** Disponível em: <http://209.85.165.104/search?q=cache:ypXufIXMpuAJ:www.revistascg.facc.ufrj.br/v2n13.pdf+%22ZANI%22+%22Juros+*+*+Capital+Pr%C3%B3prio%22&hl=pt-BR&ct=clnk&cd=11>. Acesso em: 19 mar. 2008.
- SANTOS, Ariovaldo. Quem Está Pagando Juros Sobre o Capital Próprio no Brasil? **Revista de Contabilidade e Finanças.** FIPECAFI- FEA-USP. São Paulo. Edição 30 Anos de Doutorado, P. 33-44. Jun. 2007.
- SANTOS, José Odálio dos; SILVA, Rômulo Olindo Rigon Coimbra. Análise da Relação entre as variações Precedentes no Lucro e as Variações no Pagamento de Dividendos no Mercado de Capitais Brasileiro. In: Seminários em Administração, São Paulo, **Anais ...** São Paulo, SEMEAD, 2007.
- SELLTIZ, C. et al. **Métodos de Pesquisa nas Relações Sociais,** 6ª. Reimpressão EPU. São Paulo: Editora USP, 1975.
- SILVA, André Luiz Carvalhal. Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos da empresas brasileiras. **Revista de Administração,** São Paulo, v.39, n.4, 2004.
- SCHERER, Luciano Marcio; MARTINS, Eliseu. **Manutenção de capital e distribuição de dividendos.** Disponível em: <http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista_da_fae/fae_v6_n2/06_Luciano%20e%20Elis.pdf>. Acesso em: 18 mar. 2008.

SCHMID, Paulo. **Lucro Distributível**. Disponível em: < <http://www.ufrgs.br/necon/lucro.pdf>>. Acesso em 19 mar. 2008.

SZUSTER, Natan. **Análise do lucro passível de distribuição**: uma abordagem reconhecendo a manutenção do capital da empresa. São Paulo: FEA-USP, 1985. (Tese de Doutorado).

ZANI, João; NESS Jr. Walter Lee. **Os Juros sobre o Capital Próprio versus a Vantagem Fiscal do Endividamento**. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=51&cod_evento_edicao=4&cod_edicao_trabalho=4183#self>. Acesso em 19 mar. 2008.

YIN, R. K. **Estudo de Caso**: Planejamento e Método. Porto Alegre: Bookman, 2005.