

Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração de Empresas de São Paulo

João Henrique Perez Santos

Política de Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio:
Uma abordagem sob o ponto de vista do Investidor

**Política de Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio:
Uma abordagem sob o ponto de vista do Investidor**

Prof. Orientador Fabio Gallo

POLÍTICA DE DIVIDENDOS E JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO: UMA ABORDAGEM SOB O PONTO DE VISTA DO INVESTIDOR, João Henrique Perez Santos (Bolsista de Iniciação Científica, EAESP-FGV) e Prof. Fabio Gallo Garcia (Orientador do Departamento Contabilidade Finanças e Controle – CFC, EAESP-FGV).

Resumo: Num cenário de redução das taxas de juros em que os investidores buscam alternativas de investimento que lhes proporcionem retornos superiores aos obtidos pelos títulos Risk-Free do mercado, um estudo norte-americano realizado por Harvey C. Knowles III & Damon H. Petty em 1992 aparece como uma alternativa ao mercado brasileiro. A hipótese testada com sucesso no mercado americano observou o comportamento das ações com alto Dividend-Yield em relação ao *benchmark* estabelecido como o índice Dow 30, e mostrou de forma clara que a alternativa de investir em tais ações é uma forma fácil e segura de obter retornos superiores aos do mercado. Dado o sucesso de tal estudo efetuado para o mercado norte-americano, esta pesquisa tem como objetivo adaptar tal abordagem para o mercado brasileiro e avaliar se a política de dividendos e juros sobre o capital próprio no Brasil tem alguma correlação com retornos efetivos superiores ao obtido pelo índice Ibovespa para os últimos cinco anos. Para testar esta hipótese é necessário analisar séries históricas dos papéis que fizeram parte do índice Ibovespa nos últimos cinco anos para avaliar o *Dividend Yield* de cada papel e compor quatro carteiras diversas que devem ser comparadas com o índice Ibovespa sendo as duas primeiras compostas pelas 5 e 10 ações com o maior *Dividend Yield* (Top 5 e Top 10), respectivamente, e as demais compostas pelas 5 e 10 ações com o menor *Dividend Yield* (Bottom 5 e Bottom 10). Montadas as carteiras, calculou-se o rendimento médio de cada uma delas e a partir dos resultados obtidos, foram realizados testes estatísticos e a aplicação da teoria moderna de portfolio analisando-se questões como o cálculo do Beta do Portfolio introduzindo uma comparação dos resultados obtidos com o modelo CAPM. O resultado obtido mostra que há uma grande discrepância nos retornos obtidos pelas diversas carteiras montadas sendo que a carteira Top 5 obteve um retorno médio acumulado nos 5 anos pesquisados de 565,4% contra 396,3% da TOP 10, 118,7 do índice Ibovespa, 71,5% da Bottom 10 e 41,9% da Bottom 5. De acordo com a metodologia estabelecida avaliando-se os testes estatísticos e financeiros estabelecidos, pode-se observar que a abordagem efetuada é de extrema relevância no que diz respeito à avaliação de alternativas de aplicação de recursos pelo investidor. Muito embora o resultado obtido seja satisfatório para o período observado, é importante atentar que questões econômicas e políticas possuem um alto grau de correlação com a política de dividendos e, portanto, o investidor deve avaliar tais pontos antes de tomar sua decisão.

Palavras-Chave: Política de Dividendos; portfolio; benchmark; proventos; Dividend-Yield; MPT; CAPM; Ibovespa; CDI.

Meus Agradecimentos

ao professor Fabio Gallo pela orientação e apoio, fundamentais à execução desse trabalho;

aos meu pais e namorada pelo incentivo para a realização deste trabalho e em toda a minha vida;

ao CNPq pelo apoio financeiro;

e a todos que de alguma forma contribuíram para a conclusão desse projeto.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO 1. REVISÃO DA LITERATURA	9
1.1 Modern Portfolio Theory (MPT)	9
1.1.2 <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i>	12
1.2 The Dividend Investor.....	13
1.3 Política de Dividendos	16
CAPÍTULO 2. POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO BRASIL	18
2.1 Dividendos.....	18
2.2 Juros sobre o Capital Próprio.....	19
2.3 Tributação.....	20
CAPÍTULO 3. METODOLOGIA.....	21
3.1 Carteiras.....	22
3.1 Carteiras.....	23
CAPÍTULO 4. RESULTADOS.....	29
CONCLUSÃO	34
REFERÊNCIAS	36
APÊNDICE	40

INTRODUÇÃO

Num cenário de redução das taxas de juros em que os investidores buscam alternativas de investimento que lhes proporcionem retornos superiores aos obtidos pelos títulos Risk-Free do mercado, um estudo norte-americano realizado por Harvey C. Knowles III & Damon H. Petty em 1992 aparece como uma alternativa ao mercado brasileiro.

O objetivo deste estudo é comprovar que ativos que compõem o índice Ibovespa e possuem alto Dividend-Yield têm, na média, um retorno superior ao obtido pelo mercado e, também, adaptar o modelo de KNOWLES e PETTY (1992) para a realidade brasileira, visando fornecer ao investidor local uma nova alternativa de investimento com um baixo risco e um retorno potencial extremamente elevado em relação ao obtido pelo índice Ibovespa e pela taxa CDI.

No Capítulo 1 far-se-á uma revisão da literatura sobre política de dividendos e teoria de carteiras abordando temas como a *Modern Portfolio Theory* (MPT) e o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), além de discutir sobre os estudos sobre a preferência por dividendos com as teorias do pássaro na mão, irrelevância e preferência tributária. Ademais, será feita uma abordagem a respeito do estudo de KNOWLES e PETTY (1992) que será base para a elaboração deste trabalho.

No Capítulo 2 apresentar-se-á uma abordagem a respeito da política de dividendos no Brasil e das leis que regem a distribuição de proventos em forma de Dividendos e, também, na forma de Juros sobre o Capital Próprio. Nesse capítulo, será feita uma abordagem de acordo com a tributação sobre os diferentes proventos e sua implicação na decisão do investidor racional.

No Capítulo 3 discorrer-se-á a respeito da metodologia utilizada para avaliar os investimentos em ativos com alto Dividend-Yield seguindo o modelo apresentado por KNOWLES e PETTY (1992), além de avaliar a questão do risco e retorno das carteiras montadas por meio do modelo CAPM.

No Capítulo 4 apresentar-se-ão os resultados obtidos de acordo com a metodologia apresentada.

CAPÍTULO 1. REVISÃO DA LITERATURA

O objetivo deste capítulo é trazer um breve referencial teórico sobre a Teoria Moderna de Portfolio (*Modern Portfolio Theory – MPT*) incluindo a abordagem do *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* e, também, apresentar-se-á alguns artigos extremamente relevantes que contribuíram para o estudo da política de dividendos. Dentre os artigos, analisar-se-á principalmente as idéias apontadas por **Modigliani & Miller (1961)**, **Litner (1962)**, **Gordon (1963)**¹.

1.1 Modern Portfolio Theory (MPT)

Primeiramente, é importante ressaltar que para os propósitos desse estudo, a abordagem feita a seguir é de grande valia, já que se visa apenas o uso do modelo CAPM, porém, vale enaltecer que a teoria é extremamente extensa e abrange demais conceitos importantes que foram omitidos.

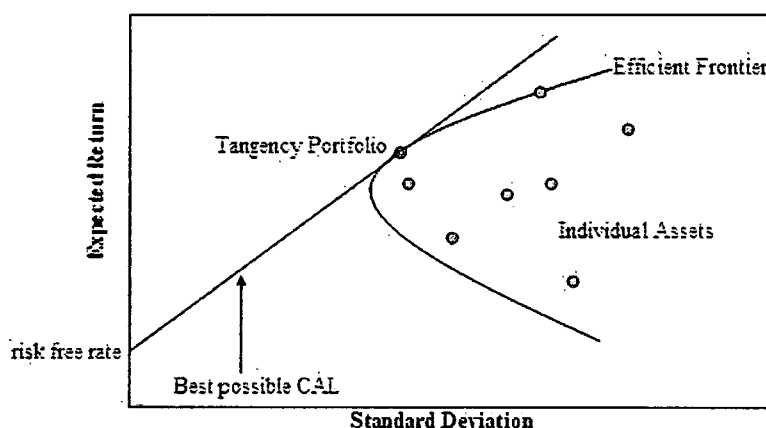
A Teoria Moderna de Portfolio (MPT), ao assumir que o investidor é avesso ao risco e é, também, racional (ou seja, dado dois ativos com o mesmo retorno mas riscos diferentes, o investidor preferirá o de menor), propõe como tais investidores utilizam a diversificação para otimizar um determinado portfolio e, também, como um ativo específico deve ser precificado dado seu risco em relação ao Mercado.

¹ Modigliani & Miller (1961), Litner (1962), Gordon (1963), Citados em Gitman, Lawrence J., *Administração Financeira: uma abordagem gerencial*. São Paulo / Pearson Addison-Wesley, 2003 e em Brigham, Eugene F.; Enhardt, Michael C., *Financial Management: Theory and Practice*. Mason : Thomson South-Western, 2005.

A MPT aponta que a decisão de investimento é feita de acordo com um *trade-off* entre risco e retorno, sendo que o investidor racional só aceitará assumir um risco superior ao oferecido pelos *Risk-Free Assets*² (títulos de dívida soberana do país em questão) caso a aplicação lhe ofereça um retorno superior a tais títulos. Da mesma forma, se o investidor estiver em busca de retornos superiores aos papéis soberanos, ele deve estar disposto a assumir um maior risco.

Juntamente com a idéia de escolha entre risco e retorno, a teoria aponta para a diversificação do portfolio como uma forma de redução de risco, uma vez que ao compor uma carteira com diversos ativos, o investidor consegue reduzir a sua exposição a eventos específicos que possam ocorrer com um ativo isolado. A proposta de diversificação consiste em construir um portfolio composto por papéis que possuam correlação inferior a 1. No extremo, tal diversificação irá compor o que é chamado de fronteira eficiente de carteiras, onde será possível construir um portfolio com a melhor relação risco-retorno, que é apresentado pela **fig. 1**.

Figura 1 – Fronteira Eficiente

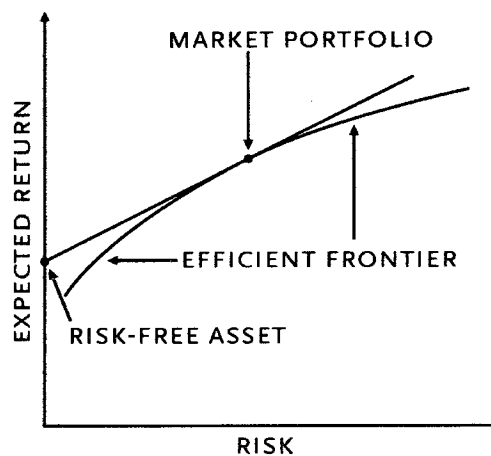


Fonte: <http://www.answers.com/topic/markowitz-frontier-jpg>

² Títulos livre de risco.

Adicionando a essa fronteira eficiente a possibilidade de aplicação em títulos livre de risco, chegamos à *Capital Market Line* (CML), que é demonstrada pela **fig. 2**. Como se pode observar nessa figura, ao introduzir a aplicação nos títulos Risk-Free, partindo-se dessa opção, pode-se traçar uma reta tangente à fronteira eficiente, que apontará para a CML, que é composta em seus extremos pelos ativos livre de risco e pelo portfólio de mercado. Nesse sentido, a CML é a combinação de carteiras compostas por ativos livre de risco e a carteira de mercado, que propicia ao investidor a alternativa de aplicar seus recursos, maximizando a relação risco-retorno.

Figura 2 - Capital Market Line (CML)



Fonte: <http://www.answers.com/topic/capital-market-line-png>

1.1.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

O *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) tem por objetivo estabelecer a taxa de retorno requerida para um determinado ativo, dentro de um portfólio bem diversificado, de acordo com o seu nível de risco. Nesse contexto, de acordo com a MPT, o CAPM pode ser expresso como:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f)$$

Onde:

$E(R_i)$ = Retorno Esperado para o ativo dentro de uma carteira

R_f = Taxa Risk-Free

β_i = Coeficiente Beta do Ativo em relação ao portfólio de mercado, ou seja, a elasticidade em relação ao portfólio de mercado.

$(E(R_m) - R_f)$ = Prêmio de mercado, ou seja, o retorno que o portfólio de mercado proporciona excedente à taxa Risk-Free.

A abordagem do modelo CAPM será retomada na Metodologia do trabalho para explicar os resultados obtidos e testá-los segundo a MPT.

1.2 The Dividend Investor

KNOWLES e PETTY (1992) realizaram um estudo no mercado norte-americano observando o comportamento das ações com alto Dividend-Yield, no período de 1973 a 1990, compostas no Dow Jones Industrial Average (DJIA), em relação ao índice DOW 30. Com o objetivo de comprovar que ações que pagam um alto dividendo possuem um retorno significativamente superior ao retorno de mercado.

Nesse sentido, os autores constituíram quatro portfólios que seriam analisados em relação ao DOW 30. Antes de montar as carteiras, os autores listaram todas as ações que compõem o índice DOW 30 de acordo com o Dividend-Yield esperado para cada papel e efetuaram a escolha seguindo os seguintes critérios: os 5 maiores Dividend-Yield comporiam a carteira TOP 5, os 10 maiores a TOP 10, as 10 menores a BOTTOM 10, e as 5 menores a BOTTOM 5. O processo de listagem e escolha das ações que deveriam compor cada portfólio era feito uma vez por ano, ou seja, as carteiras permaneceram intactas por 1 ano e, após esse período, foram readequadas para que sempre se seguisse o critério de Dividend-Yield estabelecido.

Além disso, cada carteira deveria ser composta, na medida em que possível, equilibradamente pelos ativos escolhidos, e os proventos pagos por um determinado papel deveriam ser reinvestidos nele mesmo.

Os resultados obtidos pela pesquisa no mercado norte-americano foram surpreendentes e mostraram que, mesmo em períodos de crise, o modelo

³ Knowles III, Harvey C.; Petty, Damon H., *The Dividend Investor: A safe and sure way to beat the market with High-Yield Dividend Stocks*. Probus, 1992.

funcionou e proporcionou retornos significativos. As **Tabelas 1 e 2** mostram o desempenho do estudo em um mercado desaquecido, inicialmente, e em um mercado aquecido, posteriormente. Durante o período de estudo, o retorno médio anual das carteiras é dado pela **Tabela 3**.

Tabela 1 - Mercado Desaquecido (1969 - 1978)

ANO	TOP 5	TOP 10	DOW 30	BOTTOM 10	BOTTOM 5
1969	-11,24%	-12,78%	-11,90%	-6,02%	3,75%
1970	-10,00%	3,48%	9,10%	1,64%	0,77%
1971	3,98%	5,75%	9,90%	18,62%	16,77%
1972	19,35%	23,85%	18,10%	16,46%	25,39%
1973	-7,65%	3,88%	-13,40%	-23,03%	-7,67%
1974	5,34%	1,02%	-23,40%	-34,30%	-34,77%
1975	65,10%	53,23%	44,40%	44,58%	41,53%
1976	63,16%	33,21%	22,30%	28,09%	1,75%
1977	0,42%	-1,03%	-13,20%	-18,70%	-22,70%
1978	-2,39%	2,40%	2,40%	8,92%	11,78%
Retorno Médio	10,90%	11,30%	4,43%	3,63%	3,66%

Fonte: Knowles III, Harvey C.; Petty, Damon H., *The Dividend Investor: A safe and sure way to beat the market with High-Yield Dividend Stocks*. Probus, 1992. p.64

Tabela 2 - Mercado Aquecido (1979 - 1988)

ANO	TOP 5	TOP 10	DOW 30	BOTTOM 10	BOTTOM 5
1979	16,45%	9,67%	10,20%	2,81%	0,09%
1980	19,10%	27,53%	21,00%	30,78%	10,31%
1981	8,47%	2,68%	-3,60%	-14,77%	-14,83%
1982	9,24%	20,68%	26,00%	13,43%	3,08%
1983	34,92%	39,22%	25,50%	28,70%	39,70%
1984	12,36%	6,27%	0,71%	-9,47%	-18,69%
1985	40,43%	31,20%	31,14%	24,26%	23,46%
1986	28,39%	28,12%	26,60%	3,50%	-14,56%
1987	11,22%	6,89%	5,80%	27,74%	55,76%
1988	21,41%	18,35%	15,55%	11,75%	20,68%
Retorno Médio	20,20%	19,06%	15,89%	11,87%	10,50%

Fonte: Knowles III, Harvey C.; Petty, Damon H., The Dividend Investor: A safe and sure way to beat the market with High-Yield Dividend Stocks. Probus, 1992. p.65

Tabela 3 - Retorno Médio Anual (1970 - 1990)

TOP 5	TOP 10	DOW 30	BOTTOM 10	BOTTOM 5
17,81%	16,70%	11,41%	7,89%	4,87%

Fonte: Knowles III, Harvey C.; Petty, Damon H., The Dividend Investor: A safe and sure way to beat the market with High-Yield Dividend Stocks. Probus, 1992. p.56

No Capítulo 3, retomar-se-á a teoria de KNOWLES e HARVEY (1992) adaptando-a à realidade brasileira para testar se o sucesso obtido pelo modelo nos Estados Unidos também pode ser utilizado para explicar o comportamento das ações no Brasil.

1.3 Política de Dividendos

No que diz respeito à teoria sobre política de dividendos, faz-se necessário apontar alguns estudos que balizam as pesquisas recentes sobre o tema para que, posteriormente, a análise da política de dividendos no cenário brasileiro seja efetuada.

Até o início da década de 60, os estudos relacionados à política de dividendos apontavam para a relevância do pagamento de proventos ao investidor, devido à teoria do “pássaro na mão”, que partia do pressuposto de que era melhor para o investidor receber um dividendo certo no presente ao invés de esperar por uma valorização futura do ativo, que é algo incerto. Tal teoria foi fortemente influenciada por publicações de LINTNER (1962) e GORDON (1963), que evidenciaram a incerteza futura como argumento para a preferência por dividendos.

Todavia, MODIGLIANI & MILLER (1961) apontaram, considerando-se um ambiente livre de tributação e um mercado perfeito, que os investidores são indiferentes quanto ao recebimento ou não de dividendos, já que em um cenário de mercado perfeito, todos os investimentos teriam a mesma rentabilidade, ou seja, seria irrelevante para o investidor receber dividendo ou não, já que o retorno seria o mesmo.

Além dos três estudos apontados, BRIGHAM e EHRHARDT (2005)⁴ trazem à tona o debate sobre a Teoria da Preferência Tributária, que diz que a diferença entre a tributação sobre dividendos e ganho de capital é determinante na política de dividendos, já que em um cenário de alta carga tributária sobre a

⁴ Brigham, Eugene F.; Enhardt, Michael C., *Financial Management: Theory and Practice*. Mason : Thomson South-Western, 2005.

distribuição de dividendos pode tornar os investidores avessos ao recebimento dos proventos, forçando as empresas a adaptar sua política de acordo com a carga tributária existente.

Apresentadas as três teorias, realizar-se-á no próximo capítulo uma análise do cenário de política de dividendos no Brasil e as implicações trazidas a esse estudo.

CAPÍTULO 2. POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO BRASIL

O objetivo desse capítulo é contextualizar o cenário de distribuição de Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio no Brasil e as leis em vigor que tratam de tal tema. A análise desse tópico é de extrema importância para este estudo, porém, vale ressaltar que essa abordagem visa apenas ilustrar o contexto atual para uma reflexão, e não para questionar as três teorias apontadas.

Dessa forma, far-se-á menção ao pilar inicial que institucionalizou a política de dividendos no Brasil, que foi a criação da Lei das Sociedades Anônimas Nº 6.404 de 1976, que instituiu o pagamento de dividendo obrigatório mínimo, bem como a Lei Nº 9.249 de 1995 que criou os Juros sobre o Capital Próprio, trazendo uma nova forma de remuneração aos acionistas.

2.1 Dividendos

A Lei 6.404/76, que criou a obrigatoriedade do pagamento mínimo anual de proventos aos acionistas em forma de dividendos, tinha como objetivo criar uma proteção aos acionistas minoritários às políticas discricionárias por parte dos Administradores. Dessa forma a lei institucionalizou, em seu artigo 202:

“os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela estabelecida no estatuto, ou se este não tiver a preocupação com a matéria em questão, metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: reserva legal, reserva para contingências, e reservas para lucros a realizar.”

2.2 Juros sobre o Capital Próprio

A Lei 9.249/95 foi criada como um incentivo para compensar o fim da correção monetária dos balanços das empresas. Tal lei possibilitou que partes dos dividendos obrigatórios de uma empresa pudessem ser pagos em forma de Juros sobre o Capital Próprio, que é considerado uma Despesa Financeira e que, portanto, reduz a base de cálculo do imposto de renda incidente sobre as empresas e, a lei 9.430/96 estendeu a dedutibilidade à base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, incentivando ainda mais as empresas a distribuir proventos em forma de Juros sobre o Capital Próprio. Entretanto, para ser beneficiário de tais deduções, a empresa deve atuar dentro dos limites estabelecidos⁵:

a) não deve exceder a variação da TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) pro rata, fixada pelo Banco Central;

b) a aplicação do percentual da variação da TJLP no período sobre o valor do patrimônio líquido, não poderá exceder a 50% do maior valor entre o lucro líquido correspondente ao período base do pagamento dos juros, e o saldo dos lucros acumulados e reservas de lucros de períodos bases anteriores. Ou seja, não pode ser maior do que 50% das reservas de lucros ou do lucro líquido do exercício o que for maior.

⁵ Carvalho, E.; "Política de Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio: Um modelo com Informação Assimétrica", EAESP - FGV, Tese de Mestrado, 2003.

2.3 Tributação

No que diz respeito à tributação dos proventos pagos ao acionista em forma de dividendos ou Juros sobre o Capital Próprio, desde janeiro de 1996, os dividendos calculados e distribuídos não sofrem qualquer tipo de tributação, todavia, no caso dos Juros sobre o Capital Próprio, há retenção de imposto de renda na fonte com alíquota de 15% na data do pagamento ou crédito aos beneficiários. Nesse contexto, vale ressaltar que o ganho de capital, decorrente da valorização nominal das ações, é tributado em 15%.

Dado o contexto de tributação no mercado brasileiro, pode-se observar que para um acionista que visa maximizar seus retornos, de acordo com a teoria apresentada, a distribuição de proventos na forma de Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio é atrativa, na medida em que se considera a tributação incidente, no caso dos dividendos pela isenção e no caso dos Juros sobre o Capital Próprio, o incentivo gerado em conjunto sobre a empresa e o acionista.

Tomando por base a teoria e a contextualização apresentadas, o próximo capítulo irá tratar da metodologia baseada no estudo de KNOWLES e PETTY (1992) que comprovaram que ações com alto Dividend-Yield proporcionam um retorno significativamente superior ao obtido pelo mercado.

CAPÍTULO 3. METODOLOGIA

O objetivo deste capítulo é adaptar o modelo de KNOWLES e PETTY (1992), utilizado para comprovar a eficácia de um portfólio composto por ações com alto Dividend-Yield no mercado Norte-Americano, para a realidade do mercado Brasileiro.

Nesse contexto, adotar-se-á como parâmetro as ações compostas no índice Ibovespa no período de 28/12/2000 a 29/12/2005, ou seja, o último dia útil de cada ano. Partindo-se dessa base de dados, a estrutura de formação do portfólio proceder-se-á da mesma forma como a feita por KNOWLES e PETTY (1992). Inicialmente, com a ajuda do software ECONOMÁTICA, que dispõe informações sobre a cotação histórica das ações, bem como o Dividend-Yield, será feita a escolha das ações que deverão compor os quatro portfólios. É importante ressaltar que o Dividend-Yield utilizado nesta modelagem é o valor esperado para os próximos 12 meses e não o valor histórico de 12 meses.

Nesse sentido, inicialmente em 28/12/2000 as ações que compõem o índice Ibovespa foram listadas de forma decrescente segundo o critério de maior Dividend-Yield esperado e as cinco primeiras farão parte do que chamaremos de **TOP 5** Portfolio, as dez primeiras **TOP 10** Portfolio, as dez últimas **BOTTOM 10** Portfolio e as cinco últimas **BOTTOM 5** Portfolio. Tal processo deverá se repetir no último dia útil de cada ano, em que a carteira deverá ser reavaliada para que se preservem os critérios de Dividend-Yield para cada uma como fora a proposta.

O peso de cada ativo dentro da carteira deverá, dentro do possível, ser igual a todo o momento, ou seja, 20% de cada ativo no **TOP 5** e **BOTTOM 5** e 10% de cada ativo no **TOP 10** e **BOTTOM 10**. Além disso, todo o dividendo

recebido por um ativo deverá ser replicado no mesmo para que se possa avaliar a capacidade de maximização de valor dessa estratégia.

Para incrementar o modelo e adaptá-lo ao cenário local, utilizar-se-á alguns parâmetros para comparar o resultado obtido das carteiras com seus respectivos *benchmarks*. Dessa forma, no último dia útil de cada ano, proceder-se-á, também, a coleta dos Betas de cada ação para que seja possível ponderar a relação Risco x Retorno da carteira através do modelo CAPM, além disso, adotar-se-á uma medida muito comum no mercado Brasileiro, que é avaliar o retorno de uma carteira em relação ao CDI acumulado no mesmo período, que também é parâmetro para o estabelecimento de taxas de performance de fundos de investimento.

Feitas as considerações necessárias, na seção 3.1 apresenta-se a composição das carteiras de acordo com o ranking efetuado⁶.

⁶ As tabelas com a classificação completa dos ativos encontram-se no Apêndice A.

3.1 Carteiras

No último dia útil de 2000 iniciou-se a estruturação e acompanhamento das carteiras. Abaixo segue a composição de cada portfólio, bem como o Dividend-Yield esperado para cada ativo e o seu Beta em relação ao índice Ibovespa. A composição do portfólio em 2001 é demonstrada na **Tabela 4**.

Tabela 4 - Portfólio construído para 2001

2001	<i>Ativos</i>	<i>Div. Yield %</i>	<i>BETA</i>	
TOP 5	CESP5	26,74	1,10	
	ARCE3	18,92	0,30	
	CRUZ3	17,46	0,40	
	ELPL5	11,73	1,00	
	BRKM5	11,66	0,70	
TOP 10	SBSP3	9,12	1,00	
	EMBR4	7,58	0,40	
	EMBR3	7,01	1,00	
	ELET6	6,73	1,00	
	BBDC4	5,79	0,90	
BOTTOM 10	<i>Ativos</i>	<i>Div. Yield %</i>	<i>BETA</i>	
	CMET4	0,60	0,60	
	VIVO4	0,35	1,00	
	CLSC6	0,06	1,10	
	VALE5	-	0,80	
	NETC4	-	1,00	
	VALE3	-	0,70	
	LIGT3	-	0,90	
	BOTTOM 5	ACES4	-	0,90
		CGAS5	-	1,00
BRAP4		-	1,00	

Fonte: Elaboração do Autor

Inicialmente, a carteira **TOP 5** era composta pelas ações da Cia.Sid Nacional ON, Souza Cruz ON, Braskem PNA, Arcelor BR ON e Vale Rio Doce ON. A carteira **TOP 10** continha, além das ações que compõem o **TOP 5**, Vale Rio Doce PNA, Usiminas PNA, Petrobras PN, Petrobras ON e Sadia SA PN.

A carteira **BOTTOM 5**, era composta pelas ações da Sabesp ON, Light ON, Acesita PN, Telesp PN e Cesp PN e a carteira **BOTTOM 10**, além das

ações que compõem a **BOTTOM 5**, continha, Caemi PN, Eletrobras PNB, Net PN, Eletrobras ON e Votorantim CP PN.

Posteriormente, no último dia útil do ano de 2001, efetuou-se o remanejamento dos ativos que compõem as carteiras de modo que:

- **TOP 5** entraram os ativos CSNA3, VALE3 e VALE 5, e saíram CESP5, ELPL5 e BRKM5.
- **TOP 10** entraram CSNA3, VALE3, VALE5, PETR4, PETR3, SDIA4, USIM5, e saíram SBSP3, EMBR4, EMBR3, ELET6, BBDC4, CESP5, ELPL5.
- **BOTTOM 10** entraram ELET6, VCPA4, ELET3, SBSP3, TLPP4, CESP5 e TMAR5, e saíram CMTE4, VIVO4, CLSC6, VALE5, VALE3, CGAS5 e BRAP4.
- **BOTTOM 5** entraram TLPP4, CESP5 e TMAR5, saíram VALE3, CGAS5 e BRAP4, como demonstra a **Tabela 5**.

Tabela 5 - Portfolio construído para 2002

2002	<i>Ativos</i>	<i>Div. Yield %</i>	<i>BETA</i>
	CSNA3	54,41	0,70
	CRUZ3	24,96	0,50
TOP 5	ARCE3	11,06	0,10
	VALE3	9,91	0,70
	VALE5	9,71	0,70
TOP 10	BRKM5	8,62	0,80
	PETR4	7,19	1,10
	PETR3	6,78	1,20
	SDIA4	6,02	0,60
	USIM5	5,56	0,80
	<i>Ativos</i>	<i>Div. Yield %</i>	<i>BETA</i>
	NETC4	-	0,90
	ELET6	-	0,90
	VCPA4	-	0,80
	ELET3	-	0,90
BOTTOM 10	SBSP3	-	1,20
	LIGT3	-	1,00
	ACES4	-	0,90
BOTTOM 5	TLPP4	-	0,80
	CESP5	-	1,10
	TMAR5	-	1,00

Fonte: Elaboração do Autor

Dando continuidade ao processo, no último dia útil de 2002:

- **TOP 5** entraram TRPL4, SBSP3, GOAU4 e CMIG3, saíram CSNA3, ARCE3, VALE3 e VALE5.
- **TOP 10** entraram TRPL4, SBSP3, GOAU4 e CMIG3, ITSA4, BBAS3, TLPP4 e CMIG4, saíram CSNA3, ARCE3, VALE3, VALE5, BRKM5, PETR3, SDIA4 e USIM5.
- **BOTTOM 10** entraram CLSC6, PTIP4, EBTP4, ARCE3, BRAP4 e PTIP4, saíram TLPP4, TMAR5, ELET6, VCPA4, ELET3, SBSP3.

- **BOTTOM 5** entraram CLSC6 e PTIP4, saíram TLPP4 e TMAR5, como demonstra a **Tabela 6**.

Tabela 6 - Portfolio construído para 2003

2003	<i>Ativos</i>	<i>Div. Yield %</i>	<i>BETA</i>
TOP 5	TRPL4	17,42	1,00
	SBSP3	15,91	1,00
	CRUZ3	15,30	0,40
	GOAU4	12,63	0,80
	CMIG3	6,62	0,90
TOP 10	ITSA4	6,50	0,90
	BBAS3	6,48	0,70
	TLPP4	6,37	0,80
	CMIG4	6,32	1,00
	PETR4	6,24	1,00
BOTTOM 10	EBTP4	-	1,00
	NETC4	-	1,20
	ARCE3	-	0,10
	VIVO4	-	1,00
	BRAP4	-	1,00
	CLSC6	-	0,90
	PTIP4	-	0,60
	BOTTOM 5 LIGT3	-	0,90
	ACES4	-	1,10
	CESP5	-	1,10

Fonte: Elaboração do Autor

No último dia útil de 2003:

- **TOP 5** entraram USIM5, TLPP4 e CSNA3, saíram SBSP3, GOAU4 e CMIG3.
- **TOP 10** entraram USIM4, CSNA3, PTIP4, EBTP4 e ELET6, saíram GOAU4, CMIG3, BBAS3, CMIG4 e PETR4.
- **BOTTOM 10** entraram CPLE6, TNLP3, ELPL5 e CMET4, saíram EBTP4, CLSC6 e NETC4.

- **BOTTOM 5** entraram ELPL5 e CMET4, saíram CLSC6 e PTIP4, como demonstra a **Tabela 7**.

Tabela 7 - Portfolio construído para 2004

2004	<i>Ativos</i>	<i>Div. Yield %</i>	<i>BETA</i>
	USIM5	26,34	1,20
	TLPP4	23,93	0,70
TOP 5	CSNA3	21,79	1,00
	TRPL4	19,11	1,00
TOP 10	CRUZ3	15,22	0,30
	PTIP4	13,46	0,60
	SBSP3	11,96	1,10
	ITSA4	11,91	1,00
	EBTP4	10,97	1,60
	ELET6	10,58	0,90
	<i>Ativos</i>	<i>Div. Yield %</i>	<i>BETA</i>
	ARCE3	-	0,30
	VIVO4	-	1,50
	CPLE6	-	1,00
	BRAP4	-	1,00
BOTTOM 10	TNLP3	-	1,10
	LIGT3	-	1,10
	ACES4	-	1,00
BOTTOM 5	ELPL5	-	1,50
	CESP5	-	1,20
	CMET4	-	0,40

Fonte: Elaboração do Autor

Por fim, no último dia útil de 2004:

- **TOP 5** entraram PTIP4, GOAU4, CMIG3, saíram USIM5, CSNA3 e TRLP4.
- **TOP 10** entraram GAU4, CMIG3, KLBN4, UUBR11 e PETR4, saíram USIM5, TRPL4, ITSA4, EBTP4 e ELET6.

- **BOTTOM 10** entraram CLSC6, EBTP4, BRKM5, NETC4 e CLSC6, saíram ARCE3, ACES4, CPLE6 e TNLP3.
- **BOTTOM 5** entra CLSC6 e sai ACES4, como a **Tabela 8**.

Tabela 8 - Portfolio construído para 2005

2005	<i>Ativos</i>	<i>Div. Yield %</i>	<i>BETA</i>
TOP 10	TLPP4	14,29	0,80
	PTIP4	12,86	0,60
	TOP 5 GOAU4	10,01	0,90
	CMIG3	9,00	0,40
	CRUZ3	8,32	0,40
	KLBN4	8,24	0,60
	UBBR11	7,01	1,10
	PETR4	6,85	0,80
	SBSP3	6,79	1,00
	CSNA3	6,70	1,00
BOTTOM 10	<i>Ativos</i>	<i>Div. Yield %</i>	<i>BETA</i>
	EBTP4	-	1,60
	BRKM5	-	1,10
	NETC4	-	1,80
	VIVO4	-	1,70
	BRAP4	-	1,00
	CLSC6	-	0,70
	LIGT3	-	1,10
	BOTTOM 5 ELPL5	-	1,40
	CESP5	-	1,10
CMET4	-	0,39	

Fonte: Elaboração do Autor

Concluída a formação das carteiras, no Capítulo seguinte apresentam-se os resultados obtidos de acordo com a metodologia utilizada.

CAPÍTULO 4. RESULTADOS

O objetivo desse capítulo é apresentar os resultados obtidos com as carteiras montadas de acordo com a metodologia estabelecida. É importante destacar que a análise deste estudo desconsidera, para fins de simplificação do modelo, o impacto que a inflação, questões tributárias, taxa de juros e fatores macroeconômicos decorrentes no período possam ter neste trabalho.

A **Tabela 9** mostra os resultados obtidos no ano de 2001. Inicialmente, a proposição de formar carteiras com ações que pagam alto dividendos mostra-se eficiente, já que apresenta um retorno extremamente superior ao índice Ibovespa em uma carteira com um Beta de 60 meses de apenas 0,70.

Nesse ano, a crise energética e o ocorrido em 11 de setembro pressionaram fortemente o desempenho do índice Ibovespa.

Tabela 9 - Resultados em 2001

2001	Ativos	Div. Yield %	BETA		Retorno	Beta
	CESP5	26,74	1,10			
	ARCE3	18,92	0,30			
TOP 5	CRUZ3	17,46	0,40			
	ELPL5	11,73	1,00			
TOP 10	BRKM5	11,66	0,70			
	SBSP3	9,12	1,00			
	EMBR4	7,58	0,40			
	EMBR3	7,01	1,00			
	ELET6	6,73	1,00			
	BBDC4	5,79	0,90	TOP 5	16,69%	0,70
				TOP 10	6,09%	0,70
				IBOVESPA	-9,79%	1,00
	CMET4	0,60	0,60	BOTTOM 5	-18,60%	0,82
	VIVO4	0,35	1,00	BOTTOM 10	-25,75%	0,94
	CLSC6	0,06	1,10			
	VALE5	-	0,80			
BOTTOM 10	NETC4	-	1,00			
	VALE3	-	0,70			
	LIGT3	-	0,90			
	BOTTOM 5 ACES4	-	0,90			
	CGAS5	-	1,00			
	BRAP4	-	1,00			

Fonte: Elaboração do Autor

A **Tabela 10** mostra os resultados obtidos no ano de 2002. Da mesma forma que em 2001, as carteiras compostas por ações que pagam alto dividendos apresentaram um retorno significativamente superior ao índice Ibovespa em uma carteira com um Beta de 60 meses de 0,54 (TOP 5) e 0,68 (TOP 10).

Em 2002, o país vivenciou um momento extremamente conturbado no cenário político já que a aversão à possível eleição daquele que é hoje o atual Presidente da República causou uma enorme instabilidade no mercado com o risco país, medido pelo JP Morgan, apresentando patamares acima de 2500 bps, e a taxa de câmbio em relação ao dólar atingindo patamares próximos de R\$ 4 por dólar.

Tabela 10 - Resultados em 2002

2002	Ativos	Div. Yield %	BETA		Retorno	Beta
TOP 5	CSNA3	54,41	0,70			
	CRUZ3	24,96	0,50			
	ARCE3	11,06	0,10			
	VALE3	9,91	0,70			
	VALE5	9,71	0,70			
TOP 10	BRKM5	8,62	0,80			
	PETR4	7,19	1,10			
	PETR3	6,78	1,20			
	SDIA4	6,02	0,60			
	USIM5	5,56	0,80			
				TOP 5	102,96%	0,54
				TOP 10	48,60%	0,68
				IBOVESPA	-17,80%	1,00
				BOTTOM 5	-17,10%	0,70
				BOTTOM 10	-19,15%	0,56
BOTTOM 10	NETC4	-	0,90			
	ELET6	-	0,90			
	VCPA4	-	0,80			
	ELET3	-	0,90			
	SBSP3	-	1,20			
	LIGT3	-	1,00			
	ACES4	-	0,90			
	TLPP4	-	0,80			
	CESP5	-	1,10			
	TMAR5	-	1,00			

Fonte: Elaboração do Autor

A **Tabela 11** mostra os resultados obtidos no ano de 2003. Da mesma forma que nos anos anteriores, as carteiras compostas por ações que pagam alto dividendo apresentaram um retorno significativamente superior ao índice Ibovespa em uma carteira com um Beta de 60 meses de 0,82 (TOP 5) e 0,74 (TOP 10).

No ano de 2003, o país passou por um período de recuperação do cenário conturbado dos anos anteriores. A elevação na taxa de câmbio no ano anterior provocou um aumento na inflação que foi combatida com elevações na taxa de juros interno, o que comprometeu o crescimento da economia (o PIB cresceu apenas 0,54% segundo o IPEADATA) mesmo com um aumento significativo no saldo na Balança Comercial 88% em relação ao ano anterior.

Tabela 11 - Resultados em 2003

2003	Ativos	Div. Yield %	BETA		Retorno	Beta
	TRPL4	17,42	1,00			
	Sbsp3	15,91	1,00			
	TOP 5	15,30	0,40			
	GOAU4	12,63	0,80			
	TOP 10	6,62	0,90			
	ITSA4	6,50	0,90			
	BBAS3	6,48	0,70			
	TLPP4	6,37	0,80			
	CMIG4	6,32	1,00			
	PETR4	6,24	1,00	TOP 5	133,09%	0,82
				TOP 10	120,53%	0,74
				IBOVESPA	97,10%	1,00
	BOTTOM 10			BOTTOM 5	80,70%	0,94
	EBTP4	-	1,00	BOTTOM 10	96,31%	0,92
	NETC4	-	1,20			
	ARCE3	-	0,10			
	VIVO4	-	1,00			
	BRAP4	-	1,00			
	CLSC6	-	0,90			
	PTIP4	-	0,60			
	BOTTOM 5					
	LIGT3	-	0,90			
	ACES4	-	1,10			
	CESP5	-	1,10			

Fonte: Elaboração do Autor

A **Tabela 12** mostra os resultados obtidos no ano de 2004. Da mesma forma que nos anos anteriores, as carteiras compostas por ações que pagam alto dividendo apresentaram um retorno significativamente superior ao índice Ibovespa em uma carteira com um Beta de 60 meses de 0,84 (TOP 5) e 0,80 (TOP 10). Em 2004, o país apresentou uma redução na taxa de juros e um aumento, também significativo, no Saldo na Balança Comercial de 36%. O reflexo da melhora no cenário interno e externo propiciou ao país um crescimento de 4,95% do PIB no ano.

Tabela 12 - Resultados em 2004

2004	Ativos	Div. Yield %	BETA		Retorno	Beta
	USIM5	26,34	1,20			
	TLPP4	23,93	0,70			
	TOP 5	21,79	1,00			
	TRPL4	19,11	1,00			
	TOP 10	15,22	0,30			
	PTIP4	13,46	0,60			
	S BSP3	11,96	1,10			
	ITSA4	11,91	1,00			
	EBTP4	10,97	1,60			
	ELET6	10,58	0,90	TOP 5	41,43%	0,84
				TOP 10	32,20%	0,8
				IBOVESPA	17,74%	1
	ARCE3	-	0,30			
	VIVO4	-	1,50	BOTTOM 5	34,64%	1,12
	CPLE6	-	1,00			
	BRAP4	-	1,00	BOTTOM 10	36,92%	1,12
	TNLP3	-	1,10			
	BOTTOM 10	-	1,10			
	LIGT3	-	1,10			
	ACES4	-	1,00			
	BOTTOM 5	-	1,50			
	ELPL5	-	1,50			
	CESP5	-	1,20			
	CMET4	-	0,40			

Fonte: Elaboração do Autor

A **Tabela 13** mostra os resultados obtidos no ano de 2005. Nesse período, ao contrário do ocorrido nos anos anteriores, as carteiras compostas por ações que pagam alto dividendos não apresentaram um retorno satisfatório em relação ao índice Ibovespa em uma carteira com um Beta de 60 meses de 0,62 (TOP 5) e 0,76 (TOP 10).

Nesse ano, o país apresentou uma elevação inicial na taxa de juros e, posteriormente, uma redução, encerrando o ano com uma taxa de juros 25 bps inferior à do início do ano. Além disso, o país apresentou uma melhora em suas transações em Balança Comercial da ordem de 33%, e o crescimento real da economia foi de 2,3% no período. A melhora das expectativas futuras motivou as empresas a investir em capacidade produtiva, reduzindo, portanto, o valor que as empresas destinam ao pagamento de proventos (*payoff*). Tal fator pode ser o motivo para o resultado obtido nesse ano.

Tabela 13 - Resultados em 2005

2005	Ativos	Div. Yield %	BETA						
TOP 5	TLPP4	14,29	0,80	TOP 5	Retorno				
	PTIP4	12,86	0,60			Beta			
	GOAU4	10,01	0,90						
	CMIG3	9,00	0,40						
	CRUZ3	8,32	0,40						
	TOP 10	KLBN4	8,24				0,60	TOP 10	7,97%
		UBBR11	7,01				1,10		
		PETR4	6,85				0,80		
		SBSP3	6,79				1,00		
		CSNA3	6,70				1,00		
					IBOVESPA		27,06%	1,00	
					BOTTOM 5	-13,58%	0,91		
					BOTTOM 10	6,25%	0,99		
BOTTOM 10	EBTP4	-	1,60						
	BRKM5	-	1,10						
	NETC4	-	1,80						
	VIVO4	-	1,70						
	BRAP4	-	1,00						
	CLSC6	-	0,70						
	LIGT3	-	1,10						
	BOTTOM 5	ELPL5	-	1,40					
		CESP5	-	1,10					
		CMET4	-	0,39					

Fonte: Elaboração do Autor

CONCLUSÃO

Ao consolidar os resultados obtidos ano a ano, obtém-se o resultado apontado na **Tabela 14**. Observando os dados da tabela, pode-se concluir que no período analisado, a rentabilidade oferecida pelas carteiras compostas por ativos que têm alto Dividend-Yield é significativamente superior à obtida pelo *benchmark* Ibovespa e o Risk-Free de Mercado (CDI). A abordagem CAPM que também foi proposta aponta que os Portfólios construídos TOP 5 e TOP 10 possuem um retorno amplamente superior àquele exigido por um investidor racional que avalia o *trade-off* entre risco e retorno.

Tabela 14 - Retorno Acumulado (2001 - 2005)

	2001	2002	2003	2004	2005	Retorno Acumulado em 5 anos	% do CDI
TOP5	16,69%	102,96%	133,09%	41,43%	-14,77%	565,41%	409,62%
BETA	0,56	0,86	0,72	0,76	0,84		
CAPM	2,13%	-12,63%	76,42%	17,37%	25,77%		
TOP 10	6,09%	48,60%	120,53%	32,20%	7,97%	396,25%	287,07%
BETA	0,72	0,86	0,85	0,76	0,93		
CAPM	-2,21%	-12,63%	86,02%	17,37%	26,49%		
Ibovespa	-9,79%	-17,80%	97,10%	17,74%	27,06%	118,66%	85,97%
BOTTOM 10	-25,75%	-19,15%	96,31%	36,92%	6,25%	71,45%	51,76%
BETA	0,92	0,89	1,11	1,12	1,32		
CAPM	-7,62%	-13,74%	105,31%	17,93%	29,64%		
BOTTOM 5	-18,60%	-17,10%	80,70%	34,64%	-13,58%	41,89%	30,35%
BETA	1,00	0,92	1,18	1,06	1,42		
CAPM	-9,79%	-14,84%	110,39%	17,84%	30,44%		
CDI ACUMULADO/ ANO	17,29%	19,11%	23,25%	16,17%	19%	138,03%	

Fonte: Elaboração do autor

Além disso, ao avaliar o retorno em relação ao CDI, as carteiras TOP 5 e TOP 10 apresentaram um retorno extremamente satisfatório de 409,62% e 287,07%, respectivamente, em relação ao CDI enquanto que o retorno de mercado acumulou um retorno de apenas 85,97% do CDI no período.

Analisando o retorno médio anual, conforme exposto na **Tabela 15**, é possível observar que a política de dividendos é um fator extremamente relevante para avaliar o desempenho dos ativos no período analisado.

Tabela 15 - Retorno Médio Anual (2001 - 2005)

TOP 5	TOP 10	Ibovespa	BOTTOM 10	BOTTOM 5
46,09%	37,77%	16,94%	11,38%	7,25%

Fonte: Elaboração do autor

Por fim, é importante destacar que o intuito desse estudo é analisar a abordagem de KNOWLES e PETTY (1992), adaptando-o ao mercado brasileiro e, portanto, alguns fatores importantes não foram passíveis de análise, tais como perspectivas macroeconômicas, taxas de juros e inflação. Para o período de 2005, o único em que as carteiras TOP 5 e TOP 10 não obtiveram um desempenho satisfatório, a introdução de tais fatores em um novo modelo seria de grande valia para explicar tal resultado e avaliar a fundo o impacto dos retornos obtidos e projetar, de forma mais clara, a composição dos portfólios e a expectativa de retorno de cada um. Além disso, por meio dos resultados obtidos, é possível afirmar que a proposição inicial deste trabalho, que ações que compõem o índice Ibovespa e possuem alto Dividend-Yield têm, na média, um retorno superior ao obtido pelo índice, mostrou-se plausível.

REFERÊNCIAS

Allen, F., Bernardo, A, Welch, I.; *A Theory of Dividend Based on Tax Clienteles*, The Journal of Finance, Vol. 55, No. 6 (Dec, 2000), 2499-2536.

Aloisio Araujo, Humberto Moreira, Marcos H. Tsuchida. *Do dividends signal more earnings?* Rio de Janeiro : FGV, 2004.

Banco Central do Brasil – Balança Comercial. <http://www.bacen.gov.br> Acesso em 25/08/2006.

Bar-Yosef, Sasson; Koloday, Richard *Dividend Policy and Capital Market Theory* The Review of Economics and Statistics, Vol. 60, No. 3 (Aug., 1978), 477-478.

Benatzi, Shlomo; Michaely, Roni; Thaler, Richard *Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?* The Journal of Finance, Vol. 52, No. 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association, New Orleans, Louisiana January 3-6, 1997 (Jul., 1997), 1007-1034.

Bernheim, B.; *Tax Policy and the Dividend puzzle*; The RAND Journal of Economics, Vol. 22, No. 4 (Winter 1.991),455-476.

Bhattacharya, Sudipto *Imperfect Information, Dividend Policy and “The Bird in the Hand” Fallacy* The Bell Journal of Economics, Vol. 10, No. 1 (Spring, 1979), 259-270.

Brealey, Richard A. *Principles of corporate finance* Boston : McGraw-Hill, c2006.

Brennan, M.; Thakor, A.; *Shareholder Preferences and Dividend Policy*; The Journal of Finance, Vol. 45, No. 4 (Sep. 1990); 993-1018.

Brigham, Eugene F. *Financial management: theory and practice* Mason : Thomson South-Western, c2005.

Bulgarelli, W.; *Manual das Sociedades Anônimas*, 13ª Edição, Ed. Atlas, Brasil, 2001.

Carvalho, E.; *Política de Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio: Um modelo com Informação Assimétrica* , EAESP - FGV , Tese de Mestrado , 2003.

CETIP – Acesso para consulta à taxa CDI. Acesso em 26/07/2006.

CVM – Acesso para consulta à Lei das Sociedades Anônimas, Lei Nº 6.404 de 1976. Acesso em 28/06/2006.

DeAngelo, H., Masulis, R., *Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation*, The Journal of Finance, Vol.35 No. 2, (May 1980), 453-464.

DeAngelo, Harry; DeAngelo, Lunda; Skinner, Douglas J. *Dividends and Losses* The Journal of Finance, Vol 47, No. 5 (Dec., 1992), 1837-1863.

Dewenter, Kathrin L; Warther, Vincent A. *Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms* The Journal of Finance, Vol. 53, No. 3 (Jun., 1998), 879-904

Dierkens, N., *Information Asymmetry and Equity Issues*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 26, No. 2 (Jan., 1991), 181-199.

ECONOMÁTICA – Acesso ao software para consulta de cotações históricas de ativos e Dividend-Yield. Acesso em 23/05/2006.

Fama, Eugene F.; Babiak, Harvey *Dividend Policy: An Empirical Analysis* Journal of the American Statistical Association, Vol. 63, No. 324 (Dec., 1968), 1132-1161.

FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. *Estudo sobre políticas de dividendos desenvolvidos no Brasil* <http://www.fipecafi.com.br/viuvas/estudos.asp>. Acesso em 15/08/2006.

Harris, T.; Kemsley, D.; *Dividend Taxation in Firm Valuation: New Evidence*; Journal of Accounting Research, Vol.37 No.2 (Autumn, 1999), 275-291.

Harvey C. Knowles III & Damon H. Petty. *The dividend investor : a safe and sure way to beat the market with high-yield dividend stocks* Chicago : Probus, c1995.

Higuchi, Hiromi e Higuchi, Fábio; *Imposto de Renda das Empresas Interpretação e Prática*, 30ª edição, IR Publicações Ltda, Brasil, 2005.

IPEADATA – Crescimento do PIB Real. <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em 25/08/2006.

Krainer, Robert E. *A Pedagogic Note on Dividend Policy* The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 6, No. 4 (Sep., 1971), 1147-1154.

La Porta, R.; Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R.; *Agency Problems and Dividend Policies around the World*; The Journal of Finance, Vol.55 No.1 (Feb 2000), 1-33.

Lease, R., John, K., Kalay, A.; Loewenstein, U.; Sarig, O. *Dividend policy: its impact on firm value* - Boston : Harvard Business School, c2000.

Lee, Cheng F.; Forbes, Stephen W. *Dividend Policy, Equity Value, and Cost of Capital Estimates for the Property and Liability Insurance Industry* The Journal of Risk and Insurance, Vol. 47, No. 2 (Jun., 1980), 205-222.

Miller, M., Modigliani, F.; *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, The Journal of Business, Vol.34, No. 4 (Oct, 1961), 411-433.

Miller, M., Rock, K.; *Dividend Policy under Asymmetric Information*, The Journal of Finance, Vol. 40, No. 4 (Sept 1985), 1031-1051.

Slater, S.; Zwirlein, T.; *The Structure of Financial Strategy: Patterns in Financial Decision Making*; Managerial and Decision Economics, Vol. 17, No. 3 (May-Jan 1996); 253-266.

Walter, James E. *Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise* The Journal of Finance, Vol. 18, No. 2 (May, 1963), 280-291.

APÊNDICE

2001

Papel	Retorno	Div. Yield	Retorno + Div. Yield	Beta
CESP5	-15,50%	26,74	-19,64%	1,10
ARCE3	8,48%	18,92	10,09%	0,30
CRUZ3	103,84%	17,46	121,97%	0,40
ELPL5	-11,66%	11,73	-13,03%	1,00
BRKM5	-14,27%	11,66	-15,94%	0,70
SBSP3	-23,27%	9,12	-25,39%	1,00
EMBR4	2,67%	7,58	2,88%	0,40
EMBR3	6,39%	7,01	6,84%	1,00
ELET6	-2,59%	6,73	-2,76%	1,00
BBDC4	-3,85%	5,79	-4,07%	0,90
TLPP4	25,86%	5,69	27,33%	0,80
BRTO4	-11,25%	5,41	-11,86%	1,10
VCPA4	49,12%	4,91	51,54%	0,90
CMIG3	-10,07%	4,84	-10,56%	0,90
ITSA4	20,00%	4,68	20,94%	0,80
CPLE6	10,71%	4,21	11,16%	1,00
AMBV4	2,30%	4,18	2,39%	0,70
USIM5	-23,57%	4,11	-24,54%	0,60
UBBR11	-4,71%	4,01	-4,89%	1,00
TRPL4	4,18%	3,92	4,35%	1,00
KLBN4	-26,93%	3,55	-27,89%	0,60
CMIG4	19,96%	3,28	20,62%	1,10
ITAU4	-0,71%	3,26	-0,73%	0,80
BBAS3	79,75%	3,09	82,22%	0,50
BRTP3	8,30%	2,50	8,50%	1,00
SDIA4	13,07%	2,38	13,38%	0,60
PETR3	13,90%	2,34	14,22%	1,30
PTIP4	-18,22%	2,33	-18,65%	0,60
GOAU4	11,56%	2,32	11,83%	0,70
ARCZ6	48,17%	2,30	49,28%	1,20
TNLP3	-1,21%	2,17	-1,23%	1,00
ELET3	-2,74%	2,13	-2,79%	1,00
PETR4	19,57%	1,90	19,94%	1,10
GGBR4	30,06%	1,75	30,58%	1,10
TNLP4	-9,79%	1,54	-9,94%	1,00
BRTP4	-14,28%	1,51	-14,50%	1,00
CSNA3	16,75%	1,13	16,94%	0,60
EBTP4	-65,57%	1,12	-66,30%	1,00
TCSL3	-22,40%	1,10	-22,65%	1,00
TMCP4	-25,70%	0,79	-25,91%	1,00
TCSL4	-26,50%	0,75	-26,70%	1,00
CMET4	-57,11%	0,60	-57,45%	0,60
VIVO4	-58,00%	0,35	-58,20%	1,00
CLSC6	-20,47%	0,06	-20,48%	1,10
VALE5	33,23%	-	33,23%	0,80
NETC4	-61,57%	-	-61,57%	1,00
VALE3	34,18%	-	34,18%	0,70
LIGT3	-44,02%	-	-44,02%	0,90
ACES4	-30,77%	-	-30,77%	0,90
CGAS5	-20,47%	-	-20,47%	1,00
BRAP4	-31,90%	-	-31,90%	1,00
IBOV	-9,79%	-	-9,79%	1,00

	Retorno	Beta
TOP 5	16,69%	0,70
TOP 10	6,09%	0,70
IBOVESPA	-9,79%	1,00
BOTTOM 5	-18,60%	0,82
BOTTOM 10	-25,75%	0,94

2002

Papel	Retorno	Div. Yield	Retorno + Div. Yield	Beta
CSNA3	44,83%	54,41	69,23%	0,70
CRUZ3	45,97%	24,96	57,45%	0,50
ARCE3	162,29%	11,06	180,24%	0,10
VALE3	102,19%	9,91	112,32%	0,70
VALE5	87,11%	9,71	95,56%	0,70
BRKM5	-50,81%	8,62	-55,18%	0,80
PETR4	-2,50%	7,19	-2,68%	1,10
PETR3	5,74%	6,78	6,13%	1,20
SDIA4	16,45%	6,02	17,44%	0,60
USIM5	5,24%	5,56	5,53%	0,80
EMBR3	24,24%	5,31	25,53%	-0,20
TRPL4	6,77%	5,28	7,13%	1,00
BBAS3	0,71%	5,07	0,75%	0,60
ARCZ6	67,52%	4,86	70,81%	1,10
BBDC4	-8,62%	4,41	-9,00%	0,90
CPLE6	-40,57%	4,14	-42,25%	1,00
EMBR4	79,41%	3,97	82,56%	0,40
UBBR11	-17,35%	3,89	-18,02%	1,00
ITSA4	-5,16%	3,11	-5,32%	0,80
GOAU4	101,98%	3,02	105,06%	0,70
ITAU4	0,29%	2,97	0,30%	0,80
CMIG3	90,38%	2,76	92,87%	0,80
BRT04	-9,05%	2,63	-9,29%	1,10
GGBR4	68,78%	2,46	70,47%	1,10
CMIG4	-14,53%	2,30	-14,86%	1,00
PTIP4	-38,99%	2,28	-39,88%	0,60
B RTP3	-21,36%	2,21	-21,83%	1,00
ELPL5	-64,43%	2,10	-65,79%	1,00
TNLP3	-34,13%	2,09	-34,84%	1,00
KLBN4	1,92%	1,73	1,95%	0,70
BRTP4	2,60%	1,72	2,64%	1,00
BRAP4	-30,49%	1,64	-30,99%	1,00
TNLP4	-24,20%	1,60	-24,59%	1,00
CGAS5	-39,77%	0,83	-40,10%	1,00
AMBV4	12,17%	0,78	12,27%	0,70
TCSL3	-36,47%	0,69	-36,72%	1,00
VIVO4	-49,55%	0,64	-49,87%	1,00
TMCP4	-28,04%	0,64	-28,22%	1,00
EBTP4	-61,47%	0,62	-61,85%	1,00
TCSL4	-25,33%	0,54	-25,47%	1,00
CLSC6	17,39%	0,24	17,43%	1,10
NETC4	-94,82%	-	-94,82%	0,90
ELET6	-18,92%	-	-18,92%	0,90
VCPA4	50,85%	-	50,85%	0,80
ELET3	-23,98%	-	-23,98%	0,90
SBSP3	-19,13%	-	-19,13%	1,20
LIGT3	-56,22%	-	-56,22%	1,00
ACES4	29,17%	-	29,17%	0,90
TLPP4	20,30%	-	20,30%	0,80
CESP5	-52,75%	-	-52,75%	1,10
TMAR5	-26,00%	-	-26,00%	1,00
IBOV	-17,80%	-	-17,80%	1,00

	Retorno	Beta
TOP 5	102,96%	0,54
TOP 10	48,60%	0,68
IBOVESPA	-17,80%	1,00
BOTTOM 5	-17,10%	0,70
BOTTOM 10	-19,15%	0,56

2003

Papel	Retorno	Div. Yield	Retorno + Div. Yield	Beta
TRPL4	170,74%	17,42	200,48%	1,00
SBSP3	94,58%	15,91	109,63%	1,00
CRUZ3	93,71%	15,30	108,05%	0,40
GOAU4	162,21%	12,63	182,70%	0,80
CMIG3	60,58%	6,62	64,59%	0,90
ITSA4	101,90%	6,50	108,52%	0,90
BBAS3	156,52%	6,48	166,66%	0,70
TLPP4	65,45%	6,37	69,62%	0,80
CMIG4	105,67%	6,32	112,35%	1,00
PETR4	77,85%	6,24	82,71%	1,00
PETR3	73,60%	6,08	78,07%	1,20
EMBR4	-9,64%	5,55	-10,17%	0,60
CSNA3	272,33%	5,35	286,90%	0,80
EMBR3	55,08%	5,32	58,01%	0,10
VALE3	73,14%	5,15	76,91%	0,60
VALE5	61,22%	4,99	64,28%	0,60
ELPL5	169,55%	4,97	177,97%	1,00
UBBR11	93,99%	4,77	98,48%	1,30
B RTP3	40,46%	4,69	42,36%	1,00
ARCZ6	67,53%	4,65	70,67%	1,00
B RTP4	23,66%	4,60	24,75%	1,00
B RTO4	37,70%	4,58	39,43%	1,10
ELET3	108,57%	4,37	113,31%	1,00
BRKM5	509,65%	3,77	528,87%	0,70
USIM5	446,94%	3,75	463,70%	0,90
CMET4	78,45%	3,59	81,27%	0,40
GGBR4	155,52%	3,44	160,87%	1,10
KLBN4	282,00%	3,44	291,70%	0,70
VCPA4	58,04%	3,14	59,87%	0,80
TNLP3	92,90%	2,66	95,37%	1,00
ITAU4	75,78%	2,52	77,69%	0,90
TNLP4	75,53%	2,22	77,21%	1,00
CPLE6	37,30%	2,06	38,07%	1,00
BBDC4	57,26%	1,86	58,32%	0,90
TMCP4	65,36%	1,75	66,50%	1,00
CGAS5	253,02%	1,57	256,99%	0,70
SDIA4	238,40%	1,52	242,03%	0,50
ELET6	114,33%	1,20	115,71%	1,00
AMBV4	45,70%	0,93	46,13%	0,70
TMAR5	47,48%	0,19	47,57%	1,00
TCSL3	65,36%	0,09	65,42%	1,00
TCSL4	53,32%	0,07	53,35%	1,00
EBTP4	164,81%	-	164,81%	1,00
NETC4	109,30%	-	109,30%	1,20
ARCE3	88,31%	-	88,31%	0,10
VIVO4	77,83%	-	77,83%	1,00
BRAP4	119,30%	-	119,30%	1,00
CLSC6	58,89%	-	58,89%	0,90
PTIP4	101,23%	-	101,23%	0,60
LIGT3	69,14%	-	69,14%	0,90
ACES4	78,49%	-	78,49%	1,10
CESP5	95,75%	-	95,75%	1,10
IBOV	97,10%	-	97,10%	1,00

	Retorno	Beta
TOP 5	133,09%	0,82
TOP 10	120,53%	0,74
IBOVESPA	97,10%	1,00
BOTTOM 5	80,70%	0,94
BOTTOM 10	96,31%	0,92

2004

Papel	Retorno	Div. Yield	Retorno + Div. Yield	Beta
USIM5	65,44%	26,34	82,68%	1,20
TLPP4	29,86%	23,93	37,00%	0,70
CSNA3	35,67%	21,79	43,44%	1,00
TRPL4	9,88%	19,11	11,77%	1,00
CRUZ3	28,00%	15,22	32,26%	0,30
PTIP4	107,07%	13,46	121,48%	0,60
SBSP3	3,06%	11,96	3,43%	1,10
ITSA4	40,16%	11,91	44,94%	1,00
EBTP4	-43,05%	10,97	-47,77%	1,60
ELET6	-6,54%	10,58	-7,23%	0,90
PETR4	34,14%	9,96	37,55%	1,00
PETR3	33,84%	8,75	36,80%	1,20
BBAS3	47,90%	8,38	51,91%	0,90
BBDC4	35,62%	8,14	38,52%	0,90
GOAU4	122,17%	7,42	131,23%	0,80
KLBN4	51,22%	7,21	54,91%	0,60
SDIA4	57,71%	7,01	61,75%	0,70
CLSC6	37,80%	6,98	40,44%	0,90
UBBR11	25,53%	6,66	27,23%	1,20
CMIG3	11713,49%	6,56	12481,89%	0,80
CMIG4	32,80%	5,83	34,71%	1,10
BRTP3	47,73%	5,71	50,45%	0,80
AMBV4	2,47%	5,35	2,60%	0,40
VALE5	33,68%	5,16	35,42%	0,30
TMAR5	28,04%	5,10	29,47%	1,00
GGBR4	65,65%	5,09	68,99%	1,00
VALE3	41,03%	4,90	43,04%	0,30
CCRO3	139,43%	4,73	146,03%	1,00
ARCZ6	2,37%	4,71	2,49%	0,20
CGAS5	50,48%	4,48	52,74%	0,80
BRTP4	-5,08%	4,33	-5,30%	0,80
BRTO4	-8,47%	3,90	-8,80%	1,00
ITAU4	45,17%	3,10	46,57%	0,90
VCPA4	24,01%	2,62	24,63%	0,50
TMCP4	-20,01%	2,33	-20,47%	0,90
ELET3	-18,41%	2,31	-18,84%	1,00
EMBR4	-87,05%	2,01	-88,80%	0,80
EMBR3	-13,95%	2,00	-14,23%	0,70
TCSL3	30,07%	1,75	30,59%	1,20
TCSL4	1,25%	1,25	1,27%	1,20
TNLP4	2,99%	-	2,99%	1,10
BRKM5	97,82%	-	97,82%	1,00
NETC4	-31,11%	-	-31,11%	1,80
ARCE3	126,81%	-	126,81%	0,30
VIVO4	2,37%	-	2,37%	1,50
CPLE6	-13,30%	-	-13,30%	1,00
BRAP4	40,91%	-	40,91%	1,00
TNLP3	39,27%	-	39,27%	1,10
LIGT3	-21,92%	-	-21,92%	1,10
ACES4	135,17%	-	135,17%	1,00
ELPL5	5,21%	-	5,21%	1,50
CESP5	-7,78%	-	-7,78%	1,20
CMET4	62,49%	-	62,49%	0,40
IBOV	17,74%	-	17,74%	1,00

	Retorno	Beta
TOP 5	41,43%	0,84
TOP 10	32,20%	0,80
IBOVESPA	17,74%	1,00
BOTTOM 5	34,64%	1,12
BOTTOM 10	36,92%	1,12

2005

Papel	Retorno	Div. Yield	Retorno + Div. Yield	Beta
TLPP4	8,57%	14,29	9,79%	0,80
PTIP4	18,36%	12,86	20,72%	0,60
GOAU4	16,38%	10,01	18,02%	0,90
CMIG3	-99,63%	9,00	-108,60%	0,40
CRUZ3	-12,74%	8,32	-13,80%	0,40
KLBN4	-18,87%	8,24	-20,42%	0,60
UBBR11	80,25%	7,01	85,87%	1,10
PETR4	58,78%	6,85	62,80%	0,80
SBSP3	7,12%	6,79	7,60%	1,00
CSNA3	16,55%	6,70	17,66%	1,00
TMAR5	5,19%	6,68	5,54%	1,00
BBAS3	32,97%	6,53	35,13%	1,10
GGBR4	30,61%	6,43	32,58%	1,10
CMIG4	53,75%	6,33	57,15%	1,00
PETR3	58,91%	6,22	62,57%	0,80
CCRO3	36,97%	6,16	39,24%	1,00
ITSA4	67,91%	6,00	71,98%	0,90
SDIA4	17,25%	5,90	18,27%	0,70
ARCZ6	-1,93%	5,90	-2,04%	0,30
BBDC4	117,05%	5,78	123,81%	0,90
USIM5	13,78%	5,55	14,55%	1,40
ELET6	10,54%	5,39	11,11%	1,00
VALE3	31,27%	5,29	32,92%	0,40
ACES4	-17,71%	5,05	-18,61%	0,80
VCPA4	-27,94%	4,79	-29,28%	0,30
ARCE3	11,43%	4,32	11,93%	0,50
VALE5	37,39%	3,99	38,88%	0,30
EMBR3	17,63%	3,96	18,33%	1,00
TRPL4	88,88%	3,63	92,10%	1,10
TNLP3	26,31%	3,29	27,18%	1,10
EMBR4	259,78%	3,27	268,27%	0,31
ITAU4	44,23%	3,26	45,67%	0,90
BRTO4	-16,04%	2,90	-16,51%	1,10
TNLP4	3,39%	2,55	3,47%	1,10
TCSL3	65,34%	2,51	66,98%	1,10
TMCP4	26,60%	2,31	27,22%	0,90
AMBV4	47,71%	1,91	48,62%	0,50
TCSL4	51,55%	1,84	52,50%	1,10
CGAS5	7,09%	1,28	7,18%	1,00
BRTP3	0,66%	1,22	0,66%	0,90
CPLE6	57,82%	1,19	58,50%	1,00
BRTP4	0,33%	1,03	0,34%	0,90
ELET3	-0,22%	0,60	-0,22%	1,10
EBTP4	35,94%	-	35,94%	1,60
BRKM5	-41,84%	-	-41,84%	1,10
NETC4	146,25%	-	146,25%	1,80
VIVO4	-49,74%	-	-49,74%	1,70
BRAP4	39,76%	-	39,76%	1,00
CLSC6	35,12%	-	35,12%	0,70
LIGT3	-43,81%	-	-43,81%	1,10
ELPL5	33,66%	-	33,66%	1,40
CESP5	-0,15%	-	-0,15%	1,10
CMET4	-92,71%	-	-92,71%	0,39
IBOV	27,06%	-	27,06%	1,00

	Retorno	Beta
TOP 5	-14,77%	0,62
TOP 10	7,97%	0,76
IBOVESPA	27,06%	1,00
BOTTOM 5	-13,58%	0,91
BOTTOM 10	6,25%	0,99