

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FACE  
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais – CCA  
Curso de Ciências Contábeis  
Coordenação de Trabalho de Conclusão de Curso

**DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE ENTRE O DIVIDEND YELD E O  
RISCO DAS AÇÕES DO IBOVESPA.**

BRASÍLIA, DF, FEVEREIRO DE 2015.

Renan Fernando de Souza

DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE ENTRE O DIVIDEND YELD E O RISCO DAS AÇÕES DO IBOVESPA.

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais, da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília, como parte das exigências para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Alex Resende Laquis, Mestre.

BRASÍLIA, DF, FEVEREIRO DE 2015

SOUZA, Renan Fernando de.

DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE ENTRE O DIVIDEND YELD E O RISCO DAS  
AÇÕES DO IBOVESPA. / Renan Fernando de Souza. – Brasília, 2015.

30 p. : il.

Monografia (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Universidade de Brasília,  
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Brasília, 2015

Orientação: Prof. Alex Resende Laquis, Mestre

1. Dividendos. 2. Juros Sobre Capital Próprio. 3. Dividend Yield. I. Título

## **AGRADECIMENTOS**

Meus pais, Carlos e Lúcia, pelo apoio e amor dado durante toda a vida.

A Luiza Nobre Borges, pela inspiração, cobranças, apoio e companhia.

Ao professor Alex Laquis pela paciência e oportunidade. O curso sem sua aula não seria o mesmo.

Aos amigos: Antônio, João Vitor, Marcos, Rodrigo e Vinícius.

**LISTA DE GRÁFICOS E TABELAS**

<b>QUADRO 1 – Distribuição do Lucro (2013).....</b>	<b>20</b>
<b>QUADRO 2 – Análise do Valor das Ações (2013).....</b>	<b>22</b>
<b>QUADRO 3 – Cálculo do Retorno com Dividendos (2013).....</b>	<b>23</b>
<b>QUADRO 4 – Desempenho de investimentos paralelos (2013).....</b>	<b>24</b>
<b>QUADRO 5 – Rankings de Dividend Yield e de Risco (2013).....</b>	<b>25</b>
<b>GRÁFICO 1 – Rankings de Dividend Yield e de Risco.....</b>	<b>26</b>

## RESUMO

SOUZA, R. F. DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE ENTRE O DIVIDEND YELD E O RISCO DAS AÇÕES DO IBOVESPA. 2014. 30 p. Trabalho de Conclusão do Curso de Ciências Contábeis; Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais; Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília, Brasília, DF.

O mercado financeiro nos proporciona uma vasta gama de possibilidade de investimentos. A análise das variáveis desses investimentos é fundamental para que se possam alcançar os resultados esperados. O estudo sobre dividendos é uma das variáveis a ser tratada na decisão pelo investimento em ações. O presente trabalho traça uma comparação entre os resultados obtidos com dividendos e juros sobre capital próprio em relação ao preço de aquisição com o risco apurado para essas ações no período. Para isso foram levantados os principais trabalhos que discutem o assunto e as informações provindas das notas explicativas das companhias da amostra. É traçada também a comparação dos rendimentos obtidos com os valores alcançados com investimentos disponíveis no Mercado Financeiro para uma melhor compreensão dos resultados. Os dados levantados tornaram possível a elaboração da análise desejada, porém não foi possível estabelecer relação ao risco apresentado das ações e a decisão de distribuição do período apurado.

Palavras-chave: Dividendos. Juros Sobre Capital Próprio. Dividend Yeld. Risco.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>1.1.1 Tema e Problema.....</b>	<b>9</b>
<b>1.2 Objetivos.....</b>	<b>9</b>
<b>1.2.1 Objetivo Geral.....</b>	<b>9</b>
<b>1.2.2 Objetivos específicos.....</b>	<b>9</b>
<b>1.3 Justificativas.....</b>	<b>9</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>10</b>
<b>2.1 Mercado Financeiro.....</b>	<b>10</b>
<b>2.2 Mercado Monetário .....</b>	<b>10</b>
<b>2.3 Mercado de Crédito .....</b>	<b>10</b>
<b>2.4 Mercado de Capitais .....</b>	<b>10</b>
<b>2.4.1 Mercado de Valores Mobiliários .....</b>	<b>11</b>
<b>2.4.2 Ações.....</b>	<b>11</b>
<b>2.5 Mercado Cambial.....</b>	<b>12</b>
<b>2.6 Distribuição de Resultados .....</b>	<b>13</b>
<b>2.6.1 Dividendos: Legislação Brasileira .....</b>	<b>14</b>
<b>2.6.2 Juros Sobre Capital Próprio: Legislação Brasileira .....</b>	<b>15</b>
<b>2.7 Ferramentas Estatísticas.....</b>	<b>17</b>
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>19</b>
<b>3.1 População e Amostra .....</b>	<b>19</b>
<b>4 ANÁLISE E RESULTADOS.....</b>	<b>22</b>
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>27</b>

**5 REFERÊNCIAS..... 28**

## 1. INTRODUÇÃO

O mercado financeiro conta com diversos braços que facilitam o encontro daqueles que querem emprestar e aqueles que querem tomar emprestado. A gama de possibilidades para um investidor é incrivelmente diversificada não apenas para suprir a necessidade dos maiores, mas para que, até mesmo o investidor com um capital extremamente limitado seja atendido.

Com a vasta gama de investimentos a disposição do investidor moderno, a análise específica do comportamento de cada ativo é demandada para que esses produtos alcancem de maneira efetiva àqueles que os procuram. A disponibilização dessas informações tende a aumentar a confiança do investidor, que, melhor informado, sentirá maior segurança, podendo assim ampliar o montante que deseja investir em determinado ativo.

Com o avanço da tecnologia e do acesso à informação as oportunidades de investimentos crescem e com a interação dos mercados a opção de se ter uma carteira de investimentos composta por ações de empresas de diversos setores é uma alternativa viável para todos que se interessem.

A aquisição de ações de empresas por meio das bolsas de valores é hoje uma realidade para qualquer investidor independente do porte. As ferramentas utilizadas atualmente permitem que o interessado possa tomar decisões de compra e venda direto de sua residência no alcance de um computador com acesso a internet.

Com a popularização, o gradativo aumento ao acesso à internet e o aprimoramento das ferramentas utilizadas nas transações do mercado, os custos de transações cobrados por corretoras virtuais se encontram competitivos e atrativos para o consumidor.

Na aquisição de ações, quando o adquirente passa a possuir uma parte da companhia à que essas ações dizem respeito, ele passa a usufruir direitos tais como poder de voto e participação sobre o lucro. O direito à participação dos resultados da empresa se realiza na distribuição de dividendos ou no pagamento de juros sobre o capital próprio.

Na atual situação tributária do Brasil, a análise da distribuição do lucro das companhias é um tema de suma importância tendo em vista que a partir da lei Lei nº 9.249, de 1995, a distribuição de dividendos deixou de ser tributada e os juros sobre capital próprio passaram a sofrer a incidência de 15% de imposto de renda, sendo que este é retido na fonte pela própria companhia sendo passado para o beneficiário o valor líquido.

Tendo em vista esses aspectos nota-se que a distribuição de dividendos torna-se um atrativo, pois a carga tributária conjugada sobre ela é inferior à de ganho de capital, que atualmente é de 15%.

## **1.1 Tema e Problema**

O trabalho aqui realizado busca analisar o nível de retorno do investimento realizado em uma ação presente na bolsa de valores através da comparação do lucro distribuído e seu valor de cotação (Dividend Yield).

Tendo posse dos valores apurados esperamos que seja possível determinar se a distribuição está ligada ou não ao risco da ação a qual diz respeito.

## **1.2 Objetivos**

O estudo conta com níveis diferentes de objetivos a serem alcançados:

### ***1.2.1 Objetivo Geral***

Determinar os dividendos e juros sobre capital próprio distribuídos pelas empresas da amostra e medir o nível de retorno em relação ao valor de mercado das ações listadas na bolsa de valores.

### ***1.2.2 Objetivos Específicos***

Comparar o nível de retorno entre o valor distribuído com o risco calculado através da análise da variação do preço das ações no período apurado determinando assim o paralelo entre as duas variáveis. O presente estudo traçará também o resultado obtido em outras opções disponíveis no mercado para um melhor enquadramento dos resultados à realidade do período.

## **1.3 Justificativa**

O investidor quando decide investir em uma ação listada no mercado de ações têm a sua disposição duas possibilidades de remuneração: (i) ganho de capital e (ii) distribuição de resultados alcançados pela companhia. Sendo que a primeira forma somente é realizada mediante a venda do título. E a segunda está restringida a existência de resultados positivos.

A análise da segunda forma de remuneração das ações e posterior comparação com o risco inerente desses títulos e outras opções do mercado se torna relevante para a determinação de qual destas obtêm o melhor resultado.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Mercado Financeiro**

O mercado financeiro é o sistema que promove a intermediação financeira necessária para o processo de desenvolvimento econômico.

Este pode ser estratificado em quatro segmentos para referência de estudo: Mercado Monetário, de Capitais, Cambial e Crédito. Apesar de se dividir teoricamente nessas quatro categorias, “esses segmentos sugeridos de mercado muitas vezes se confundem na prática”. (Assaf Neto, Alexandre, 2010)

### **2.2 Mercado Monetário**

Mercado monetário tem por objetivo o controle da liquidez monetária da economia.

Negocia os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, certificados de depósitos interfinanceiros (CDI) e títulos de emissão privada (Ex. CDB).

Os títulos negociados por esse mercado são custodiados e liquidados pelo Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) e pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados (Cetip). Esses mecanismos foram criados para aumentar a segurança nas transações dos títulos negociados, já que a maior parte destas não gerarem arquivos físicos.

“O mercado monetário encontra-se estruturado visando ao controle da liquidez monetária da economia por meio de operações de compra e venda de títulos públicos.” (Assaf Neto, Alexandre, 2010)

### **2.3 Mercado de Crédito**

O mercado de crédito visa suprir a necessidade de caixa, seja de curto ou médio prazo, dos agentes econômicos através de empréstimos e financiamentos para empresas e concessão de créditos para pessoas físicas.

Podem figurar nesse mercado, também, os financiamentos de bens de consumo duráveis praticados pelas instituições financeiras.

Os principais serviços prestados por esse setor são os empréstimos de curto e médio prazo, tais como operações Hot Money (empréstimos de curtíssimo prazo) e crédito direto ao consumidor; serviços bancários, por exemplo cheques e cartões de crédito; e títulos de crédito, como duplicatas, notas promissórias e letra de câmbio. (Assaf Neto, Alexandre, 2010)

### **2.4 Mercado de Capitais**

Os investimentos desse mercado tendem a ser de médio, longo e de prazo indeterminado para suprir tanto para o capital de giro quanto para o capital fixo. Tem um

papel fundamental para o desenvolvimento de diversos agentes econômicos, pois é o grande provedor de recursos permanentes para economia.

É composto por empresas não bancárias, instituições componentes do sistema de poupança e empréstimo (SBPE) e diversas instituições auxiliares sendo uma delas a Bolsa de Valores.

Entre os investimentos disponíveis nesse mercado podemos incluir as ações, debêntures, opções de compra e de venda, recibos de depósitos, letras de câmbio e poupança, entre outros.

#### **2.4.1 Mercado de Valores Mobiliários**

O mercado de Valores Mobiliários é um dos braços do mercado financeiro. Esses investimentos incluem as ações, debêntures, opções de compra e de venda, recibos de depósitos, debêntures, cotas de fundos de investimentos entre outros. De maneira genérica podemos definir o que são valores mobiliários tomando um dos requisitos descrito na lei:

“IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.” (BRASIL, Artigo 2º Item IX da Lei 10.303/2001).

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem a função de normatizar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários assegurando, promovendo e estimulando as operações realizadas neste.

As bolsas de valores agem sobre as normas estipuladas pela CVM visando aperfeiçoar as transações para que essas ocorram em um mercado livre e aberto. (Assaf Neto, Alexandre, 2010). A Bolsa de Valores do Brasil é a BM&FBOVESPA. Ela oferece diversos serviços como a disponibilização de índices, negociação de ações e títulos, câmbio, listagem de companhias, entre outros serviços.

#### **2.4.2 Ações**

Ação é a menor fração do capital de uma sociedade econômica. Este título representa a obrigação e o direito do portador para com a companhia. As sociedades anônimas são as emissoras de ações e podem ser caracterizadas em duas categorias: abertas e fechadas. As companhias que se enquadram na qualificação fechada são aquelas que não circulam suas ações na bolsa. Seus acionistas geralmente pertencem a uma mesma família ou um grupo identificado de investidores. (Assaf Neto, Alexandre (2010))

As ações podem ser classificadas em ordinárias, preferenciais e de fruição. A primeira dá ao acionista o direito a voto, sendo essa a sua principal característica, sendo que cada ação terá direito a um voto, e direito à participação nos resultados proporcional à sua participação no capital.

Já no segundo tipo de ação, FORTUNA (2011) define que o portador pode, ou não, ter direito a voto e apresenta uma série de direitos diferenciados, alguns deles garantidos por lei, como por exemplo, a prioridade na distribuição dos resultados e a preferência no reembolso quando se dá a liquidação da sociedade.

As ações preferenciais que não apresentam direito a voto ou limitações no exercício desse direito só podem ser emitidas para oferta pública mediante o cumprimento de pelo menos uma das exigências seguintes: 1) direito a dividendo não inferior a 25% recebendo prioridade no recebimento desses dividendos no valor mínimo de 3% do valor do patrimônio líquido da ação e direito a participar igualmente com as ações ordinárias após assegurado o cumprimento da condição anterior; ou 2) Recebimento de dividendo pelo menos 10% maior que o oferecido às ações ordinárias; ou 3) Direito a serem incluídas na oferta pública de alienação, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias. Se uma companhia passar por 3 anos seguidos sem distribuir dividendos, essas ações adquirem poder de voto, podendo assim alterar o controle acionário dessa companhia.

Na categoria de fruição ou gozo, são ações já amortizadas, ou seja, não mais contém valor de capital sendo que seus portadores em caso de dissolução já não farão jus a recebimento a título de capital.

“As ações de gozo ou fruição são colocadas em negociação em bolsas de valores, revelando interesse somente aos fundadores da companhia” (Assaf Neto, Alexandre, 2010).

A companhia quando interessada em captar recursos pode se utilizar da emissão de ações, colocando-as a venda, e assim, levantando recursos sem o uso de empréstimos junto a instituições financeiras. Na emissão, esta pode ter seu valor nominal definido, o que significará que todas as ações terão o mesmo valor. Já no caso da emissão sem valor nominal os sócios definem os preços não havendo obrigatoriedade se respeitar um valor mínimo.

## **2.5 Mercado Cambial**

O mercado cambial é o segmento financeiro responsável pelas operações de compra e venda de moedas internacionais conversíveis. Sua regulamentação e fiscalização são de responsabilidade do Banco Central do Brasil.

Sua demanda surge a partir de interesse de investidores internacionais, exportadores e importadores nacionais, empresas multinacionais que, por intermédio das corretoras de câmbio, podem transacionar divisas por meio de operadores de crédito.

O mercado brasileiro de câmbio é hoje estratificado em dois segmentos: Mercado de câmbio de taxas livre ou cambio comercial; e Mercado de cambio de taxas flutuantes ou cambio turismo. O primeiro compreende as operações de investimento, importações e exportações e pagamentos internacionais. Já o segundo compreende as negociações para operações de turismo e demais demandas relacionadas.

## **2.6 Distribuição de Resultados**

A distribuição de resultados é uma das formas de realização do investimento sem a necessidade da liquidação ou alienação de seus direitos. Ela pode decorrer através de duas maneiras: dividendos ou juros sobre capital próprio.

O estudo sobre a distribuição dos lucros ao longo dos anos testou em diversas hipóteses se a política de dividendos de uma companhia é ou não relevante para o investidor que adquire a ação.

Miller e Modigliani (1961) afirmam que a política de dividendos em um ambiente em que o mercado é perfeito, ou seja, não há custos de transação ou impostos e que o preço do ativo não possa ser alterado devido a uma transação feita por qualquer atuante do mercado, uma mudança de planejamento de distribuição não afeta o plano de investimentos futuros e todos os investidores tem a mesma percepção quanto ao futuro do investimento, ou seja, eles apresentam “*expectativas homogêneas*” (Ross/Westerfield/Jaffe, 2007), não altera o valor do ativo.

No mesmo trabalho Miller e Modigliani definem o efeito clientela, onde se determina que o investidor que preferir uma maior taxa de payout procurará a empresa que melhor se enquadrar aos seus interesses enquanto os que preferirem um nível mais baixo farão a opção por uma carteira composta por companhias que apresentam uma taxa de retenção dos lucros maior.

Esse efeito é gerado principalmente pelas diferentes faixas que o investidor pode estar enquadrado, em vista disso ele optará pela opção que lhe for menos onerosa e, assim, maximizar seu retorno.

PROCIANOY e VERDI (2003) apura em seu trabalho a medição da variação do preço das ações no último dia que têm direito a dividendos e nos primeiros dias após perder o direito de recebimento no mercado brasileiro. Para essa aferição eles utilizaram a metodologia proposta por ELTON e GRUBER (1970). O resultado apresentou uma anormalidade no comportamento do valor das ações onde foi observado um aumento no preço da ação após a data em que essa teria direito a dividendos.

“Essas constatações contrariam fortemente as expectativas do modelo, uma vez que esse comportamento pode ser considerado irracional por parte dos investidores, já que estariam pagando, por uma ação sem direito a dividendos, um valor maior do que foi pago quando a ação tinha direito a recebê-los.” (PROCIANOY e VERDI (2003))

Com a percepção do comportamento anormal nos valores apresentados pelas ações os autores concluem que os resultados contrariam os modelos teóricos propostos evidenciando uma imperfeição no ajuste dos preços após a data que a ação perde o direito de distribuição (PROCIANOY e VERDI (2003)).

Frank, M (1998) se baseou na mesma metodologia elaborada por Elton e Gruber (1970) aplicando-a ao mercado de Hong Kong onde se poderia observar o comportamento dos preços em um mercado onde não havia tributação sobre dividendos ou ganho de capital. Mais uma vez os resultados esperados não foram alcançados já que o valor da queda de valor observado não correspondeu ao valor distribuído em dividendos.

O fato de o comportamento de mercado em relação aos dividendos contrariar teorias propostas corrobora a citação de BLACK F. que diz:

“Quanto mais olhamos a figura dos dividendos, mais ela se parece com um quebra-cabeça, com peças que não se encaixam”. BLACK F. (1996, tradução nossa).

Outra teoria difundida é a teoria dos custos de agency. Essa vertente fala do conflito constante entre administração e proprietários quanto a destinação dos resultados. Muitos estudiosos defendem, que para se reduzir esse custo, o fluxo de caixa excedente tem de ser distribuído para os acionistas na forma de dividendos. Essa medida diminui o montante disponível ao administrador evitando assim o desperdício de recursos. (Ross, Westerfield e Jaffe (2007))

### **2.6.1 Dividendos: Legislação Brasileira**

É a parte do lucro devido a cada ação após as destinações garantidas por lei ou estatuto social da companhia. A Lei 6.404/76 estabeleceu que na omissão do estatuto, o montante não deve ser inferior à 50% do Lucro Líquido ajustado. No caso de a Assembleia Geral decidir deliberar sobre o assunto, o dividendo mínimo não poderá ser menor que 25% da base de cálculo devida.

“Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas: I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: a) importância destinada à constituição da reserva legal; e b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;” (BRASIL, Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 1976).

Com base nisso pode-se esquematizar a base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório:

<u>Lucro Líquido do Exercício</u>
(-) Reserva Legal (5%)
(-) Reserva de Contingências
(-) Reserva de Lucros a Realizar
<u>(+) Reversão da Reserva de Contingências</u>
Lucro Líquido Ajustado (Base de Cálculo)

A Lei determina também que a Assembleia pode decidir distribuir mais que o mínimo obrigatório, estando limitada apenas ao Lucro do Exercício e as Reservas de Lucros presentes no Patrimônio Líquido da companhia. Nos casos em que a sociedade deseja distribuir um valor inferior ao mínimo obrigatório, a Lei 10.303 de 2001 estabelece duas possibilidades desde que nenhum acionista se oponha a matéria: I) As companhias abertas só podem optar pelo pagamento abaixo do percentual exigido para a captação de recursos para emissão de debêntures não conversíveis em ações; e II) Todas as companhias fechadas, exceto as que sejam controladas por companhias abertas e que não se enquadrem na primeira condição listada.

No período em que a administração constatar que a companhia não pode pagar os dividendos obrigatórios, munida de parecer do Conselho Fiscal, deverá solicitar à Assembleia que não seja distribuído lucro de acordo com o inciso 4º do artigo 202 da Lei 6.404/76. O valor dos dividendos não distribuídos deverá ser convertido em reserva especial que será absorvida por prejuízos futuros ou distribuído assim que a situação da companhia se mostre favorável para o pagamento.

Os dividendos colocados à disposição do investidor encontram-se líquido de impostos de acordo com a lei nº 9.249 de 1995:

Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior. (BRASIL, Lei nº 4.249, de 26 de dezembro de 1995, 1995)

E, para pessoas as pessoas jurídicas domiciliadas no país, o artigo 2 da Lei 7.689 (BRASIL, LEI No 7.689/1988) exclui da base de cálculo da Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido as receitas de dividendos de participações societárias.

## **2.6.2 Juros Sobre Capital Próprio: Legislação Brasileira**

Os Juros Sobre Capital Próprio é uma ferramenta de distribuição utilizada pelas companhias para remunerar seus acionistas, permitida pela Lei nº 9.249/76. Surgiu para substituir a correção monetária aplicada nos balanços. O valor correspondente aos juros deverá ser calculado com base na

Taxa de Juros de Longo Prazo aplicada ao Patrimônio Líquido Ajustado o qual se refere a soma das contas do Patrimônio Líquido determinadas na Lei nº 9.249/76, alterada pela Lei nº 12.973, de 13 de maio de 2014 passíveis de aplicação do mecanismo proposto. São elas:

- I – Capital Social;
- II – Reservas de Capital;
- III – Reservas de Lucros;
- IV – Ações em Tesouraria; e
- V – Prejuízos Acumulados

A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) estipulada pela Medida Provisória nº 743/94 foi criada para definir a remuneração de fundos do governo e repasses do BNDES. Ela é calculada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) respeitando as condições previstas na lei. O texto atual da norma que rege essa operação diz que a taxa poderá ser utilizada para qualquer operação do mercado financeiro e mercado de capitais desde que obedeçam as determinações do Banco Central no caso do mercado financeiro e da Comissão de Valor Mobiliários no caso de mercados de capitais (BRASIL, Artigo 3º da Lei 9.365/96).

O CMN é responsável por fixar a TJLP trimestralmente, respeitando os seguintes critérios previstos na redação da Lei 10.183/2001 que altera a Lei 9.365/96, da seguinte maneira:

"Art. 1º A partir de 1º de outubro de 1999, a Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP terá período de vigência de um trimestre-calendário e será calculada a partir dos seguintes parâmetros: I - meta de inflação calculada pro rata para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional; II - prêmio de risco."(BRASIL, Lei 10.183/2001)

O valor apurado de JSCP com base na Lei poderá ser deduzido da base do Lucro Real e do cálculo da Contribuição Social quando respeitar os limites impostos pela mesma. O pagamento fica limitado a 50% do lucro líquido antes dos impostos que incidem sobre o mesmo e a 50% do montante registrado na forma de reservas de Lucro, dos dois o que apresentar o maior valor. Ou seja, o pagamento dos juros não depende da aferição de Lucro no exercício podendo assim ser realizado quando a companhia achar necessário.

Na Lei também é previsto que os juros apurados dentro dos limites propostos poderão ser acrescidos aos dividendos distribuídos a fim de compor o valor da distribuição mínima devida pela companhia.

O acionista terá direito ao montante de Juros tributado na fonte a uma taxa de 15% a título de ganho de capital, sendo assim, o valor recebido é líquido e isento de tributação. A companhia reterá o valor a título de antecipação e tributação definitiva, com exceção dos casos em que o beneficiário for companhia tributada pelo lucro presumido ou arbitrado onde o beneficiário deverá incorporar os juros à base de cálculo do adicional do imposto de renda (BRASIL, Artigo 3º § 1º da Lei nº 9249/76).

Outra opção, prevista no Artigo 9º § 9º da Lei 9.249/76, é a incorporação desses Juros ao Capital Social ou constituição de Reserva para Aumento de Capital, mantendo sua dedutibilidade desde que a empresa recolha o valor devido do imposto de renda retido na fonte no prazo máximo de 15 dias a contar da data de encerramento do período à que esses juros dizem respeito.

Tendo em vista as informações acima podemos afirmar que o JSCP é uma alternativa atrativa para as companhias que apresentam lucro no período e optarão pela distribuição dele, já que o JSCP poderá deduzir a base de cálculo dos impostos e compor o montante de dividendos mínimos obrigatórios.

## **2.7 Ferramentas Estatísticas**

Para análise adequada dos dados de um trabalho científico a fundamentação estatística é peça chave para que se possa chegar a conclusões mais seguras e assertivas.

Bussab e Morettin (2013) afirmam que a análise estatística é resumida em analisar e entender um determinado levantamento de dados e de maneira sistemática transformá-los em informações comparáveis com outros resultados ou com determinada teoria.

Para a comparação entre diferentes grupos de valores necessita-se o estabelecimento de medidas que propiciem, de acordo com os critérios estabelecidos, a observação coerente das características de cada conjunto.

As medidas de dispersão são uma fonte de informação que municia a pesquisa para realizar a análise de dados. As medidas de dispersão mais utilizadas são: a variância e o desvio padrão.

Essas medidas apuram a dispersão das ocorrências em relação a média dos valores de um determinado conjunto. A variância é definida pela soma dos quadrados das diferenças entre a média e as ocorrências divididas pelo número de ocorrências apuradas. Demonstrada em sua fórmula algébrica da seguinte maneira:  $\text{var}(x) = \Sigma(x-\mu)^2/n$ . E o desvio padrão é a raiz quadrada da variância expresso na mesma unidade que as ocorrências da amostra.

Na análise da dispersão entre duas variáveis pode-se adotar para um entendimento mais aprofundado o estudo do coeficiente de correlação entre elas. A correlação irá determinar se o aumento ou diminuição de uma variável afeta a outra, seja positivamente ou negativamente.

O coeficiente de correlação de duas variáveis tem seu valor contido entre -1 e 1. Um resultado negativo demonstra que as variáveis se afetam de maneira contrária, ou seja, se o valor de uma delas aumentar o da outra diminuirá. No caso contrário, onde as variáveis forem positivamente correlacionadas, as duas apresentarão comportamentos semelhantes entre si.

Guajarati e Porter (2008) afirmam que mesmo sendo uma medida de associação, a correlação não implica necessariamente uma relação de causa e efeito entre as variáveis analisadas.

### 3. METODOLOGIA

O presente trabalho pode ser categorizado com base nos seus objetivos como pesquisa descritiva. Segundo Gil (2010) “As pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis.”.

Segundo este autor, o trabalho pode ser categorizado com base nos procedimentos técnicos observados. Este trabalho então se enquadra com base nesse critério como pesquisa bibliográfica, pois é “é desenvolvida com base em material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos”. (Gil, 2010)

#### 3.1 População e Amostra

Considerou-se para apuração da população a ser estudada o índice IBOVESPA. Esse índice tem por objetivo demonstrar o desempenho médio das cotações das ações de maior negociabilidade e representatividade. É o resultado de uma carteira teórica elaborada de acordo com critérios definidos:

1. Estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), representem em conjunto 85% (oitenta e cinco por cento) do somatório total desses indicadores (ver Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da BM&FBOVESPA).;
2. Ter presença em pregão de 95% (noventa e cinco por cento) no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores.;
3. Não ser classificado como “Penny Stock” (ver Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da BM&FBOVESPA).;
4. Ter participação em termos de volume financeiro maior ou igual a 0,1% (zero vírgula um por cento), no mercado a vista (lote-padrão), no período de vigência das três carteiras anteriores. (BMF&BOVESPA)

O índice no dia 07/05/2014, data em que foi realizada a consulta, era composto pelas ações de 71 companhias.

Das companhias que compõe o índice, foram selecionadas 18 ações com maior volume de negociação o que totalizou 71% do total da carteira nesse quesito. A escolha do ponto de corte na seleção da amostra foi determinada de forma a não perder a representatividade mantendo-se a relevância das informações levantadas em relação à totalidade das empresas listadas.

Determinada a amostra, procedeu-se a apuração das cotações diárias das ações na BMEF-BOVESPA no ano de 2013. Para tal tarefa, foi utilizada a ferramenta Economatica. Essa ferramenta, fundada em 1986, está presente e é amplamente utilizada em sete países, dentre eles os Estados Unidos e Brasil. Conta com uma base de dados direcionada para estudos e análises de ações e fundos de investimentos de ações.

Na base de dados da Economática levantou-se cotação diária das ações das empresas selecionadas no intervalo do primeiro dia de negócios (02 de Janeiro) da Bolsa de Valores em 2013 até o último dia de negócios (30 de Dezembro) do respectivo ano.

Considerando a amostra, foi feito o levantamento das notas explicativas e assembleias ordinárias das companhias para a apuração do dividendo e/ou juros sobre capital próprio por ação devido ao ano de 2013.

Os dados são públicos e podem ser obtidos no sítio da CMV que disponibiliza todas as informações das companhias listadas na bolsa de valores desde convocações até mesmo as Demonstrações Financeiras Completas de maneira padronizada. Essas informações são fornecidas à CVM por todas as companhias abertas trimestralmente a fim de responder as exigências do órgão.

Essas informações também podem ser obtidas diretamente com as companhias através de seus portais de relação com o investidor presente nos sítios da internet. A disponibilização direta dessas informações favorece um melhor relacionamento com o investidor, prática bastante valorizada atualmente.

Para a realização do estudo foi considerado apenas a distribuição da competência do exercício estudado e não o fluxo de caixa de pagamentos realizados a acionistas no período determinado. Ou seja, os dividendos pagos referentes a outros exercícios foram desconsiderados e os dividendos deliberados para pagamento posterior referente ao período foram incluídos no cálculo.

A escolha de nos atentarmos apenas aos valores referentes a deliberações que dizem respeito ao período vem da intenção de traçar ligação entre o risco da ação no período e a distribuição referente ao mesmo.

O levantamento consistiu em determinar o valor distribuído para cada título da amostra. Os valores encontram-se dispostos, no Quadro 2, abaixo:

**Quadro 1. Distribuição do Lucro (2013)**

Ação	JSCP	Dividendos	TOTAL LÍQUIDO
ABEV3	R\$ 0,15	R\$ 0,29	R\$ 0,42
BBSE3	-	R\$ 0,99	R\$ 0,99
BVMF3	R\$ 0,03	R\$ 0,35	R\$ 0,37
BBDC3	R\$ 0,81	R\$ 0,21	R\$ 0,90
BBDC4	R\$ 0,74	R\$ 0,19	R\$ 0,82
BBAS3	R\$ 1,17	R\$ 1,06	R\$ 2,06
BRFS3	R\$ 0,42	R\$ 0,41	R\$ 0,77
CCRO3	-	R\$ 0,42	R\$ 0,42
CIEL3	R\$ 0,12	R\$ 2,18	R\$ 2,28
EMBR3	R\$ 0,21	R\$ 0,07	R\$ 0,25
ITSA4	R\$ 0,32	R\$ 0,03	R\$ 0,30
ITUB4	R\$ 1,00	R\$ 0,03	R\$ 0,88
PCAR4	-	R\$ 0,98	R\$ 0,98

PETR3	R\$ 0,97	-	R\$ 0,82
PETR4	R\$ 0,52	-	R\$ 0,44
UGPA3	-	R\$ 1,37	R\$ 1,37
VALE3	R\$ 1,53	R\$ 0,27	R\$ 1,58
VALE5	R\$ 1,53	R\$ 0,27	R\$ 1,58

Fonte: Economática (2014). Elaboração própria.

A determinação do valor pago de dividendos e juros sobre capital próprio é fundamental para a elaboração da relação entre o valor distribuído e o valor da ação (Dividend Yield). Para isso tomou-se a cotação na abertura do primeiro dia em que o ativo foi negociado na bolsa de valores como denominador e o valor distribuído correspondente a esse ativo como numerador da operação.

O resultado da operação indicará o percentual correspondente dos resultados provindos de distribuição em relação ao valor de aquisição da ação no período estudado. Esse número respeitará o intervalo de 0 a 1, já que não é cabível que nenhuma das variáveis seja negativa.

Já para os ativos selecionados a título de comparação de desempenho, apurou-se o valor de compra ou o valor do rendimento, respectivamente, e esse valor foi utilizado como denominador na operação que determinou seu retorno no período.

O tratamento diferenciado na apuração advém do fato de os exemplos escolhidos não serem da mesma natureza das ações que estudamos, são ativos que não produzem lucro por si só, o resultado é obtido na venda ou no fim do período do investimento.

No tratamento dos dados alcançados, determinou-se o coeficiente de correlação entre as variáveis Dividend Yield e Variância da população da amostra. Nesse sentido determinou-se também a regressão linear dos dados para obtenção da equação que trata os pontos de uma variável em relação à outra.

#### 4. ANÁLISES E RESULTADOS

O risco inerente aos investimentos que tratamos nesse estudo é peça fundamental na tomada de decisão em que papéis se devem investir ou não. O risco aceitável varia de investidor para investidor, mas sempre é levado em consideração que quanto maior o risco maior deve ser o retorno esperado.

Ross, Westerfiled, e Jaffe (2007) pontuam que não existe definição universalmente aceita de risco. E que devemos olhar, no caso das ações, a dispersão da distribuição de frequências.

Se a distribuição tiver uma dispersão muito grande, os retornos possíveis serão muito incertos. [...] A variância e sua raiz quadrada são medidas mais comuns de variabilidade ou dispersão. (Ross, Westerfiled, e Jaffe (2007))

Com posse do levantamento das cotações diárias por ação foi realizada a elaboração do quadro 3, disponibilizado abaixo, contendo a média dos preços das ações, a variância e o desvio padrão de cada uma delas. O quadro se encontra em ordem crescente em relação ao valor da variância, sendo que a primeira, por definição, a que apresentou o menor risco da amostra e a última listada será a que apresentou o maior risco.

**Quadro 2. Análise do valor das ações (2013)**

<b>Ação</b>	<b>Média</b>	<b>Variância</b>	<b>Desvio Padrão</b>
ITSA4	7,75	0,14	0,38
ABEV3	16,31	0,43	0,66
BVMF3	12,38	0,68	0,83
CCRO3	18,1	1,29	1,13
PETR4	16,95	1,62	1,27
PETR3	16,53	2,35	1,53
ITUB4	30,01	2,67	1,63
EMBR3	17,8	2,84	1,69
BBDC3	32,29	3,22	1,8
BBDC4	30,17	4,34	2,08
BBAS3	23,07	4,52	2,13
VALE3	32,88	7,79	2,79
VALE5	30,47	7,99	2,83
BBSE3	19,8	8,23	2,87
CIEL3	26,97	12,62	3,55
UGPA3	52,17	14,69	3,83
BRFS3	48,41	20,12	4,49
PCAR4	101,11	41,16	6,42

Fonte: Economática. Elaboração própria.

A ação referente à companhia BB Seguridade não teve participação em todas as cotações levantadas, pois o seu processo de abertura de capital foi protocolado junto à CVM no dia 25 de fevereiro de 2013 (Sítio BB Seguridade, 2015). O título teve seu primeiro dia de negociação na Bolsa de Valores no dia 26 de Abril de 2013. Do início de suas negociações até o último dia em que foi transacionada no ano, conseguimos 170 cotações para esse ativo, não prejudicando sua relevância perante aos outros ativos da lista.

Adotando como medida de risco a dispersão apurada pela variância e o desvio padrão, podemos verificar que a companhia que apresentou o menor risco no período selecionado foi a ITAUSA.

O levantamento da distribuição em relação ao preço de aquisição na abertura do mercado do primeiro dia em que as ações foram negociadas (Dividend Yield) foi calculado de duas formas para comparação: Primeiramente calculou-se o índice da maneira tradicional considerando os valores brutos para determinação do valor do rendimento sem a consideração dos impostos.

Posteriormente adotou-se a aferição do índice com os valores líquidos de imposto incidentes sobre os Juros Sobre Capital Próprio. Os dois resultados encontram-se no quadro 4 classificados decrescentemente pelo valor alcançado no índice de Dividend Yield (D.Y.), ou seja, no topo da tabela tem-se a companhia que apresentou o melhor índice de distribuição em relação ao preço da ação e na última posição a companhia com o pior desempenho da amostra em relação ao índice.

**Quadro 3. Cálculo do Retorno com Dividendos (2013)**

Ação	Preço de Abertura	Distribuição Bruta	D.Y.	Distribuição Líquida	D.Y. Líquido
CIEL3	R\$ 22,55	R\$ 2,30	10,19%	R\$ 2,28	10,11%
BBAS3	R\$ 22,95	R\$ 2,23	9,72%	R\$ 2,06	8,98%
BBSE3	R\$ 16,22	R\$ 0,99	6,10%	R\$ 0,99	6,10%
PETR3	R\$ 19,11	R\$ 0,97	5,06%	R\$ 0,82	4,29%
VALE5	R\$ 38,49	R\$ 1,81	4,70%	R\$ 1,58	4,10%
ITSA4	R\$ 7,56	R\$ 0,35	4,59%	R\$ 0,30	3,97%
VALE3	R\$ 39,66	R\$ 1,81	4,56%	R\$ 1,58	3,98%
ITUB4	R\$ 29,36	R\$ 1,03	3,52%	R\$ 0,88	3,00%
BBDC3	R\$ 30,11	R\$ 1,02	3,39%	R\$ 0,90	2,99%
UGPA3	R\$ 44,64	R\$ 1,37	3,07%	R\$ 1,37	3,07%
BBDC4	R\$ 31,25	R\$ 0,93	2,98%	R\$ 0,82	2,62%
PETR4	R\$ 18,08	R\$ 0,52	2,89%	R\$ 0,44	2,43%
BVMF3	R\$ 13,43	R\$ 0,38	2,80%	R\$ 0,37	2,75%
ABEV3	R\$ 16,25	R\$ 0,44	2,73%	R\$ 0,42	2,58%
CCRO3	R\$ 18,79	R\$ 0,42	2,22%	R\$ 0,42	2,23%
BRFS3	R\$ 41,72	R\$ 0,83	1,99%	R\$ 0,77	1,85%

EMBR3	R\$ 14,28	R\$ 0,28	1,94%	R\$ 0,25	1,75%
PCAR4	R\$ 89,96	R\$ 0,98	1,09%	R\$ 0,98	1,09%

Fonte: Elaboração Própria.

Todas as companhias da amostra deliberaram o pagamento de dividendos superior ao mínimo obrigatório estipulado em seus estatutos sociais o que totalizou a distribuição de R\$50,3 bilhões em juros e dividendos da população da amostra.

Destaque para o caso da companhia Vale S.A. que apresentou lucro por ação de apenas R\$0,02 e optou pela distribuição de resultados utilizando suas reservas de Lucro. Essa decisão gerou uma distribuição 90 vezes maior que o lucro apresentado no período, o que deixou seus ativos na posição 5 e 7 no ranking de Dividend Yield da amostra.

Para a comparação com os rendimentos das ações foi levantado outras opções de investimentos e seus rendimentos, listados no Quadro 5.

Não foram levados em consideração os custos de transação inerentes às operações realizadas pelos investimentos tomados como exemplo, pois esses variam de acordo com a intermediação financeira adotada no momento em que se adquire e se vendo o ativo. A não inclusão desses custos colabora para a comparabilidade entre eles e as ações separadas para estudo.

#### **Quadro 4. Desempenho de investimentos paralelos (2013)**

<b>Investimento</b>	<b>Variância</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Acumulado</b>	<b>Rendimento Líquido</b>
Poupança	0,0006	0,5113	0,0239	6,36%	6,36%
CDI	0,0097	0,6485	0,0987	8,06%	6,85%
Dólar	0,0199	2,1607	0,1412	15%	12,94%
Ouro	35,85	97,5731	5,9876	-19%	-19,92%

Fonte: Economática (2014). Elaboração Própria.

Com exceção do ouro, todos os investimentos alternativos alcançaram resultados positivos e obtiveram um número de dispersão inferior ao apresentado pelas ações que foram selecionadas.

A poupança foi o investimento que apresentou a menor das variâncias, o que já era esperado devido a dinâmica do seu cálculo. Esse investimento conta com uma parte pré-fixada e garantida e outra que é definida de acordo com a taxa referencial fornecida pelo Banco Central.

Colocando os rankings lado a lado para facilitar a visualização da análise foi formulado o quadro 6.

**Quadro 5. Rankings de Dividend Yield e de Risco (2013)**

Ação	D.Y.	Ação	Variância
CIEL3	10,19%	ITSA4	0,14
BBAS3	9,72%	ABEV3	0,43
BBSE3	6,10%	BVMF3	0,68
PETR3	5,06%	CCRO3	1,29
VALE5	4,70%	PETR4	1,62
ITSA4	4,59%	PETR3	2,35
VALE3	4,56%	ITUB4	2,67
ITUB4	3,52%	EMBR3	2,84
BBDC3	3,39%	BBDC3	3,22
UGPA3	3,07%	BBDC4	4,34
BBDC4	2,98%	BBAS3	4,52
PETR4	2,89%	VALE3	7,79
BVMF3	2,80%	VALE5	7,99
ABEV3	2,73%	BBSE3	8,23
CCRO3	2,22%	CIEL3	12,62
BRFS3	1,99%	UGPA3	14,69
EMBR3	1,94%	BRFS3	20,12
PCAR4	1,09%	PCAR4	41,16

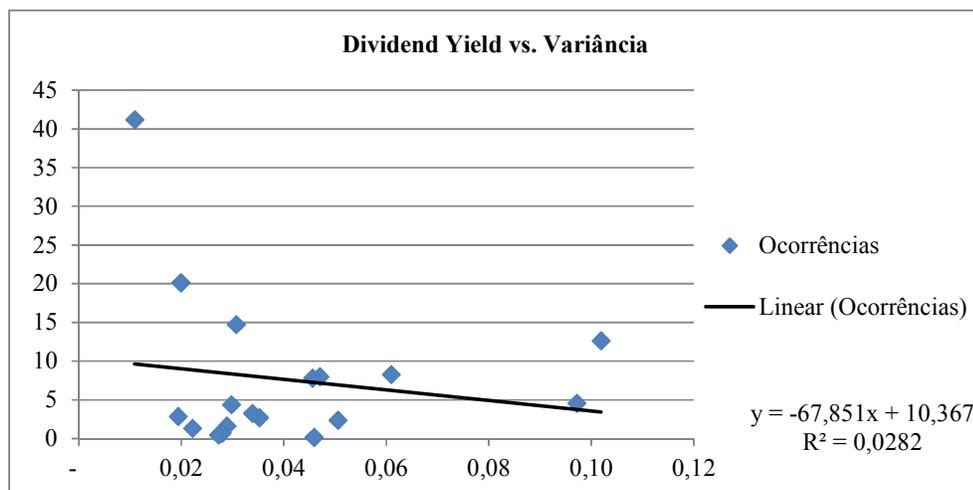
Fonte: Elaboração própria.

Separando os dois quadros na metade, pode-se perceber que a parte inferior do quadro de risco conta com 5 ações que estão no quadrante inverso na tabela de Dividend Yield. Ou seja, mais da metade das ações que apresentaram o maior risco apresentaram também o maior rendimento com dividendos.

A ação com pior desempenho nas duas categorias foi a PCAR4 que pertence ao Grupo Pão de açúcar. O seu desempenho pode ser justificado pelo fato de, no período estudado, a companhia decidiu distribuir apenas o mínimo obrigatório em seu estatuto, que é de 25% do Lucro Líquido ajustado.

Analisando as variáveis Dividend Yield e Variância, calculou-se o coeficiente de correlação entre elas. O coeficiente apresentou o valor de -0,17, ou seja, as duas variáveis seguem direções contrárias. Pode-se inferir que, à medida que o dividend yield aumenta em valor, a variância da ação tende a diminuir. Essa constatação pode ser visualizada pela linha estabelecida na regressão realizada no gráfico de dispersões na página seguinte:

**Gráfico 1: Gráfico de Dispersão e Reta de regressão da amostra.**



Fonte: Elaboração própria.

O grau de intensidade de correlação alcançado pela amostra é extremamente baixo, sendo assim, caracterizamos as duas variáveis como apresentando grau baixo de correlação negativo.

Comparando os resultados encontrados nos investimentos alternativos pode se perceber que com exceção do ouro, nenhuma das alternativas apresentou risco maior que as ações selecionadas na amostra. Apenas os rendimentos com dividendos das duas primeiras colocadas da tabela de Dividend Yield conseguiram resultado superior as segunda e terceira colocação dos investimentos paralelos. O que deixou a desejar, pois os investimentos os quais elas conseguiram superar são rendimentos de baixíssimo risco e logo com retorno limitado.

## 5. CONCLUSÃO

No mercado financeiro não podemos nos pautar em uma só variável para tomar a decisão de qual investimento se encaixa melhor em nossas expectativas. O presente trabalho mensurou para o período determinado o retorno alcançado através de remuneração provinda do Lucro das principais empresas que faziam parte do índice IBOVESPA em 05 de maio de 2014.

Os valores encontrados na análise das duas variáveis escolhidas para o teste das hipóteses definidas no trabalho indicam uma baixa correlação entre elas. Ou seja, não foi possível determinar relação direta entre o risco apurado através da análise da dispersão dos preços das ações e a taxa de Dividend Yield encontrada no período.

Os dados não permitem determinar influência da flutuação dos preços no comportamento das companhias selecionadas quanto à distribuição de seus Lucros, permitem apenas observar uma tendência no comportamento da amostra. A correlação, embora existente, não determina a causalidade entre as variáveis.

Como afirmaram Miller e Modigliani (1961) que a política de dividendos é irrelevante para as transações do Mercado, a situação inversa parece também verdadeira. As informações não mostram que as companhias levem em consideração as negociações de suas ações na hora de determinar dividendos, seja para amenizar perdas ou para bonificar acionistas quando as ações estão em alta.

Na análise entre o retorno através de dividendos e juros e as opções presentes no mercado, foi possível perceber que a remuneração por si só não é satisfatória na maior parte dos casos observados. Excluindo-se o resultado negativo obtido pelo Ouro no período, apenas as ações ordinárias da Cielo e do Banco do Brasil tiveram rendimentos maiores que a Poupança e o CDI. Nenhuma ação selecionada teve desempenho maior que o Dólar ou sequer apresentou um número de dispersão menor que o apurado para o período.

Porém, não se pode concluir que o investimento em ações deva ser evitado, pois os resultados obtidos não levam em consideração os resultados obtidos na alienação desses ativos, que é uma fonte relevante de rendimentos nesse tipo de transação.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. / Mercado Financeiro – 9. Ed. – 2. Reimpr. – São Paulo: Atlas, 2010.

BLACK, F. The dividend puzzle. The Journal of Portfolio Management, Special Issue, p. 1-12, 1996.

BM&FBOVESPA. Composição do índice IBOVESPA maior de 2014. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraTeorica.aspx?Indice=Ibovespa&=idioma&idioma=pt-br> Acesso realizado em 07 de maio de 2014 às 12h23.

BRASIL, Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LEIS\\_2001/L10303.htm#art2](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm#art2). Acesso realizado em 08/02/2015 às 10 horas.

BRASIL, Lei nº 12.973, de 13 de maio de 2014. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/leis/2014/lei12973.htm>. Acesso realizado em 08/02/2015 às 10 horas.

BRASIL, Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/leis/ant2001/lei924995.htm>. Acesso realizado em 08/02/2015 às 10 horas.

BRASIL, Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L9365.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9365.htm). Acesso realizado em 08/02/2015 às 10 horas.

BRASIL, Lei nº 7.689, de 15 de dezembro de 1988. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L7689.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7689.htm). Acesso realizado em 08/02/2015 às 10 horas.

BRASIL, Receita Federal do Brasil, Juros sobre Capital próprio (Remuneração de Capital Próprio) -

<http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/DIPJ/2003/PergResp2003/pr555a559.htm>.

Acesso realizado em 08/02/2015 às 10 horas.

BRASIL. Lei nº 10.183, de 12 de fevereiro de 2001. Disponível em:

[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10183.htm#art3](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10183.htm#art3). Acesso realizado em

08/02/2015 às 10 horas.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15.12.1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 17.12.1976.

ELTON, E. J./ GRUBER, M. J. 1970. “Marginal Stockholders Tax Rates and the Clientele Effect”. *Review of Economics and Statistics*, 68–74.

FORTUNA, E. Mercado Financeiro: produtos e serviços. 18 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

FRANK, M., JAGANNATHAN, R. 1998. “Why do Stock Prices Drop by Less than the Value of the Dividend? Evidence from a Country Without Taxes”. *Journal of Financial Economics*, 47, 161–188.

GIL, A.C. Como elaborar projetos de pesquisa. São Paulo: Atlas 2002.

HOLANDA, A. P.; DIAS COELHO, A.C. DIVIDENDOS E EFEITO CLIENTELA: EVIDÊNCIAS NO MERCADO BRASILEIRO RAE n São Paulo n v. 52 n n. 4 n jul./ago. 2012

GUAJARATI, D. N.; PORTER, D. C. *Econometria Básica*, Porto Alegre: MGrav Hill Brasil 2011 5 ed.

IUDÍCIBUS, S.; GELBCKE, E. R.; Santos, A. *Manual de Contabilidade Societária*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2010. v. 1. 792 p.

MILLER, M; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal*

of Business. v. 34, n. 4, p. 411-433, October 1961.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. D. S. O efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais?. Revista Brasileira de Finanças, v. 1, n. 2, p. 217-217, 2003.

ROSS, S.; WESTERFIELD R. W.; JAFFE, J. F. / Administração financeira; tradução Antonio Zoratto Sanvincente – 2. Ed – 7. Reimpr. – São Paulo: Atlas, 2007.

BUSSAB, W.O.; MORETTIN, P. A. Estatística Básica 8 Ed. – São Paulo: Saraiva, 2013.