

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Claudio Samuel Santos Schneider

AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO DE CARTEIRAS DE AÇÕES
BASEADAS EM DIVIDENDOS PARA COMPOSIÇÃO DE POUPANÇA
PARA APOSENTADORIA

Porto Alegre
2009

CLAUDIO SAMUEL SANTOS SCHNEIDER

**AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO DE CARTEIRAS DE AÇÕES
BASEADAS EM DIVIDENDOS PARA COMPOSIÇÃO DE POUPANÇA
PARA APOSENTADORIA**

**Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Administração.
Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner**

Porto Alegre
2009

Claudio Samuel Santos Schneider

**AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO DE CARTEIRAS DE AÇÕES
BASEADAS EM DIVIDENDOS PARA COMPOSIÇÃO DE POUPANÇA
PARA APOSENTADORIA**

**Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Administração.**

**Conceito final:
Aprovado em de de**

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr.

Prof. Dr.

Prof. Dr.

Orientador – Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Professor e Orientador Gilberto de Oliveira Kloeckner pela objetividade e clareza nas análises e pela dedicação despendida.

À Universidade Federal do Rio Grande do Sul por proporcionar o ensino público, gratuito e de qualidade.

Em especial à minha mãe (*in memorian*) por todo amor, confiança e, acima de tudo, pelo ensinamento de que a educação é a maior herança que se pode deixar.

À minha namorada Fernanda pela paciência e compreensão na elaboração deste trabalho e por trazer felicidade e luz à minha vida.

À minha tia/mãe pela sua sabedoria, compaixão, esteio e companheirismo.

Aos colegas e amigos da Escola de Administração que contribuíram para minha formação.

À família e amigos.

RESUMO

O presente trabalho objetiva verificar a validade de utilizar o pagamento de dividendos como base para formação de poupança para aposentadoria em ações de empresas brasileiras. Para tanto, realizou-se um estudo exploratório a partir dos dados de 1994 a 2009 dos *dividend yields*, e da variação no preço das ações estudadas. As premissas de que altos pagamentos de dividendos aliados a sua constância tem um retorno maior para o acionista é levada à análise. São apresentadas as formas que o investidor individual pode-se utilizar para acumulação visando aposentadoria. Diante dessa proposição e da ausência de consenso quanto à sua aplicabilidade este estudo buscou analisar o comportamento das ações pagadoras de dividendos dentro do Ibovespa. A análise de dados revelou a importância dos altos *dividend yields* através da valorização das ações analisadas em relação aos índices paradigmas de mercado.

Palavras-chave: Dividendos, Previdência, Retorno Total, Ações.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 – Principais tipos de fundos de pensão	20
Quadro 2 - Participação dos títulos nas vendas em abril/2009	26
Quadro 3 – Participação de investidores na Bovespa – abril de 2009	32
Quadro 4- Indicadores.....	57
Quadro 5- Indicadores.....	58
Quadro 6- Indicadores.....	60
Quadro 7- Indicadores.....	62
Quadro 8 - Indicadores.....	64
Quadro 9 – Indicadores , valor final.....	65
Gráfico 1 – Crescimento de Capital.....	66
Gráfico 2 – Variação em %.....	67

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Composição do Ibovespa em 01/04/1995 organizado por ordem decrescente do <i>dividend yield</i> em 12 meses. Grifados as 10 maiores médias de DY.....	46
Tabela 2 - Composição do Ibovespa em 01/04/1999 organizado por ordem decrescente da média de 3 anos do <i>dividend yield</i> . Grifados as 10 maiores médias de DY.....	47
Tabela 3 - Composição do Ibovespa em 01/04/2001 organizado por ordem decrescente da média de 3 anos do <i>dividend yield</i> . Grifados as 10 maiores médias de DY.....	49
Tabela 4 - Composição do Ibovespa em 01/04/2004 organizado por ordem decrescente da média de 3 anos do <i>dividend yield</i> . Grifados as 10 maiores médias de DY.....	51
Tabela 5 - Composição do Ibovespa em 01/04/2007 organizado por ordem decrescente da média de 3 anos do <i>dividend yield</i> . Grifados as 10 maiores médias de DY.....	53
Tabela 6 - Carteira D1 – Período 1	56
Tabela 7 - Carteira D2 – Período 1	56
Tabela 8 - Carteira D1 – Período 2	57
Tabela 9 - Carteira D2 – Período 2	58
Tabela 10 - Carteira D1 – Período 3	59
Tabela 11 - Carteira D2 – Período 3	60
Tabela 12 - Carteira D1 – Período 4	61
Tabela 13 - Carteira D2 – Período 4	61
Tabela 14 - Carteira D1 – Período 5	63
Tabela 15 - Carteira D2 – Período 5	63

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	12
OBJETIVOS	14
OBJETIVO GERAL.....	14
OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	14
1. TIPOS DE PREVIDÊNCIA	15
1.1 PREVIDÊNCIA SOCIAL	15
1.2 PREVIDÊNCIA PRIVADA.....	17
2. RENDA FIXA.....	20
2.1 POUPANÇA.....	21
2.2 CDB E RDB	23
2.3 TÍTULOS PÚBLICOS.....	24
2.3.1 Títulos prefixados	25
2.3.2 Títulos pós-fixados	25
3. FUNDOS DE INVESTIMENTO	26
4. RENDA VARIÁVEL	29
4.1 AÇÕES	29
4.2 BÓVESPA.....	30
4.2.1 IBOVESPA.....	32
5. RISCO E RETORNO.....	34
6. DIVIDENDOS	35
6.1. POLÍTICAS DE DIVIDENDOS.....	37
6.1.1 TEORIA DO “PÁSSARO NA MÃO”	37
6.1.2 EFEITO CLIENTELA	38
6.2 DIVIDEND YIELD	39
6.3 POLÍTICAS DE DIVIDENDOS NO BRASIL.....	40
7. MÉTODO DE PESQUISA	41
7.1 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	42
7.2 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS	42
7.3 INDICADORES DE RENTABILIDADE.....	44
7.4 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA.....	44
7.5 APLICAÇÃO DO MODELO	55
8. ANÁLISE DOS RESULTADOS - PERÍODO TOTAL	65
CONSIDERAÇÕES FINAIS	69
BIBLIOGRAFIA	72
ANEXO A – COMPOSIÇÃO DO IBOVESPA NOS PERÍODOS DA PESQUISA.....	76

ANEXO B – COTAÇÕES DAS AÇÕES DAS CARTEIRAS SELECIONADAS	81
ANEXO C – COMPARAÇÃO ENTRE OSCILAÇÃO AJUSTADA E NÃO AJUSTADA PARA PROVENTOS.....	83
ANEXO D - COMPARAÇÃO ENTRE OSCILAÇÃO AJUSTADA E NÃO AJUSTADA PARA PROVENTOS DAS CARTEIRAS ANALISADAS.....	84

INTRODUÇÃO

Com o crescimento econômico do Brasil nos últimos anos aliado ao aumento da renda, o planejamento financeiro pessoal tornou-se uma ferramenta indispensável para uma aposentadoria sem perdas salariais. A preocupação de muitos brasileiros em relação à Previdência Social é um agravante que leva muitas pessoas a aplicar parte de sua renda em previdências complementares, a fim de manter o mesmo padrão remunerativo.

Porém, a questão fulcral da análise sobre o problema dos regimes próprios de previdência públicos é que, para um regime de repartição simples que paga aposentadoria integral, o número de aposentados cresce desproporcionalmente em relação ao número de contribuintes.

Sistemas de captação previdenciária obsoletos como os Regimes de Repartição Simples, nos quais as contribuições dos ativos financiam as aposentadorias da geração precedente, contrastam com os regimes de capitalização em que as contribuições de cada participante financiam parcial ou integralmente suas próprias aposentadorias. Isso tem levado a um expressivo crescimento das despesas com aposentados e pensionistas nos orçamentos públicos. Além disso, o teto de aposentadoria da Previdência Social é um óbice e faz com que a perda seja ainda maior para quem percebe um salário vultoso.

A popularização da Bolsa de Valores no Brasil evidencia o aumento constante de pessoas físicas investindo diretamente em papéis. Vislumbrando esse crescimento, o investimento em ações no mercado à vista para aposentadoria (prática muito comum em países com Bolsas de Valores com alta participação de investidores individuais) é uma forma de acumulação que busca solucionar as perdas e incertezas da Previdência Social.

A política de dividendos é uma grande aliada nos investimentos individuais em papéis de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, oferecendo um retorno adicional ao investidor, além da própria variação do papel. Assim, a escolha de ativos - tendo como relevância fundamental a margem de dividendos - pode ser uma

ferramenta de análise para montar uma carteira tendo como fim principal a aposentadoria.

DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Planos de Previdência Privados são uma saída para se investir na aposentadoria e estão muito em voga. É um meio para quem não dispõe de tempo suficiente para administrar seu patrimônio ou simplesmente não tem interesse em fazer isso. Porém, essa praticidade tem um preço: as chamadas "taxas de carregamento" e "taxas de administração".

A taxa de carregamento é cobrada sobre o valor aplicado mensalmente e de acordo com dados da Fenaprevi (Federação Nacional de Previdência Privada e Vida), tem valor médio de 3%, podendo chegar a 5%. Por exemplo, se a taxa for de 3%, para cada R\$ 100,00 aplicados, somente R\$ 97,00 ficarão à sua disposição para acúmulo no fundo.

Já a taxa de administração é cobrada anualmente sobre o valor total da aplicação e varia de 1,5 a 2%. Se ao término do exercício, você tiver R\$ 10.000,00 acumulados, esse valor é reduzido a R\$ 9.800,00, se a taxa for de 2%. No caso de 1,5%, a soma seria de R\$ 9.850,00.

Isso significa que, em um investimento de longo prazo como a aposentadoria, a perda financeira com essas taxas é extremamente alta quando consideramos o intervalo de tempo transcorrido. Ao considerar essa perda e tomar como base a aceitação de um maior risco pelo investidor, é possível avaliar o investimento pessoal em ações como suporte para a aposentadoria.

Fundos de investimento em ações são uma ferramenta para o investidor individual montar uma previdência alternativa. Todavia, esses fundos contam com taxas de administração que minam o investimento ao longo do tempo, com uma tributação direta na fonte. O investidor não se obriga a participar da administração, mas arca com o ônus de não receber proventos, na maioria dos fundos, no caso da compra de papéis

no mercado à vista, o que leva esse estudo a não considerar os fundos de investimento em ações como uma alternativa.

Em suma, a perda de rendimento na aposentadoria é o problema que o presente estudo pretende elucidar, ao comparar o retorno de uma carteira de empresas que pagam dividendos com índices referência de mercado. Portanto, o presente trabalho vislumbra saber **qual o desempenho de carteiras de ações baseadas em dividendos para a composição de um plano de aposentadoria?**

OBJETIVOS

OBJETIVO GERAL

Analisar o desempenho de carteiras de ações de alta liquidez¹ de empresas que pagam os maiores dividendos dentro do Índice Bovespa visando poupança para a aposentadoria.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

No estudo buscar-se-á:

- Analisar o retorno de carteiras de ações que pagam os maiores dividendos.
- Comparar as carteiras com *benchmarks*² de renda fixa e variável .
- Apontar vantagens e desvantagens do pagamento de dividendos para as decisões do investidor individual.

¹ Segundo Bodie, Kane e Marcus (2000) liquidez se refere à velocidade e à facilidade com a qual um ativo pode ser convertido em dinheiro.

² Expressão do inglês que pode ser traduzida por “ponto de referência” ou “termo de comparação”. No vocabulário financeiro, benchmark é um indicador usado para comparar o desempenho de um investimento. Retirado de <http://www.riskoffice.com.br/documentos/glossario/b.asp>, Acesso em 12/03/2009.

1. TIPOS DE PREVIDÊNCIA

1.1 PREVIDÊNCIA SOCIAL

A previdência social vem sendo tema de discussão em diversos países no mundo. No Brasil, o déficit da previdência é cada vez maior. Nessa linha, segundo Thomaz, Canuto e Fernandes (2005) no final de 1999, a União introduziu uma série de mudanças visando o equilíbrio de suas contas previdenciárias. Essas medidas causaram a redução do valor médio dos benefícios e o aumento no tempo de trabalho necessário para a concessão da aposentadoria. As idéias apresentadas pelo governo, sobre a reforma da Previdência Social, giram em torno de três questões básicas: os critérios de concessão da aposentadoria, a forma como a sociedade financiará esses benefícios e a participação das contas de previdência na formação do déficit público.

O efeito prático desta crise é o descrédito do seu público, que pode gerar a migração para os serviços privados. Outro fator que potencializou este mercado foi a estabilidade econômica, conseguida a partir do Plano Real, que trouxe a volta da previsibilidade por parte dos agentes econômicos, sobretudo às famílias que passaram a ter um horizonte de planejamento de suas receitas e despesas (THOMAZ; CANUTO; FERNANDES, 2005).

Arruda (2000) define Seguridade Social como o sistema de garantia de renda prolongada pelo exercício de determinada atividade profissional, ou seja, para se receber o direito de determinada prestação, em troca tem que se ter contribuído com a Previdência Social. A Seguridade Social deve ser entendida como um conjunto de medidas com as quais o Estado, agente da sociedade, procura atender a necessidade que o ser humano tem de segurança e tranqüilidade. E caracteriza-se pelo regime de caixa ou repartição simples, em que não há patrimônio acumulado previamente, de modo que o dinheiro que entra das contribuições é imediatamente utilizado no pagamento das aposentadorias e pensões.

Segundo Thomaz, Canuto e Fernandes (2005) o regime de repartição simples funciona como um orçamento anual, onde os trabalhadores e empregadores de hoje contribuem para possibilitar o pagamento dos trabalhadores de ontem, que agora estão aposentados. Por sua vez, os trabalhadores atualmente em atividade terão, no futuro, quando passarem à inatividade, suas aposentadorias financiadas pelos trabalhadores de então.

Bertussi e Tejada (2003) conceituam o regime de repartição simples como um sistema pelo qual o que se arrecada é imediatamente gasto, sem que haja, obrigatoriamente, um processo de poupança ou acumulação. Regime denominado também como *pay-as-you-go* (Payg), esse modelo funciona como um processo de distribuição entre contribuições e benefícios dentro de gerações diferentes — pacto entre gerações — ou seja, as contribuições previdenciárias pagas pela população ativa (mais jovem) destinam-se a cobrir os gastos com os benefícios dos inativos (mais velhos). Nessa ótica, a relação entre beneficiários e contribuintes pode apresentar grandes desequilíbrios em decorrência de fatores demográficos.

Najberg e Ikeda (1999, p. 264) acerca do modelo de repartição simples complementam:

A previdência brasileira se baseia no modelo de repartição simples, cuja lógica pressupõe um equilíbrio coletivo: as contribuições previdenciárias pagas pelos trabalhadores ativos destinam-se a cobrir os gastos com os benefícios dos inativos. O regime de repartição, em tese, seria sustentável pelo maior número de futuros contribuintes, responsáveis pelas aposentadorias e pensões dos atuais contribuintes. Na prática, o aumento expressivo da produtividade da mão-de-obra faz com que essa premissa esteja incorreta mesmo diante de um quadro de crescimento econômico sustentável, quanto mais diante de períodos de baixo ou nenhum crescimento econômico.

Já no regime de capitalização, o trabalhador de hoje financia a sua própria aposentadoria futura. As suas contribuições mensais vão sendo aplicadas e capitalizadas como se o empregado fosse colocando uma parcela de seu rendimento mensal num fundo financeiro ou em uma poupança, e os seus rendimentos somente serão retirados no momento de sua aposentadoria, de acordo com regras determinadas. Tal regime é utilizado para o financiamento dos sistemas públicos e complementares (THOMAZ; CANUTO; FERNANDES, 2005).

Segundo Bertussi e Tejada (2003) os regimes próprios de previdência social são prerrogativas constitucionais concedidas a Estados e Municípios que podem instituir contribuições de seus servidores para o custeio, em benefício destes, de sistemas de previdência social. Pode-se considerar previdência social como uma poupança forçada, imposta ao cidadão para garantir no futuro, após perda da sua capacidade laboral, uma renda que lhe condicione condições de viver em sociedade.

A Constituição de 1988, no seu artigo 194 (BRASIL, 1988) define que “a seguridade social compreende um conjunto integrado de ações de iniciativa dos poderes públicos e da sociedade, destinadas a assegurar os direitos relativos à saúde, à previdência e à assistência social.”. Assim, Bertussi e Tejada (2003) comentam que devem-se distinguir claramente os conceitos de previdência social, a qual deve ser encarada como um seguro de contribuição mútua para que haja o recebimento pelo segurado no futuro. Já o que não tem contribuição de forma expressa é considerado “assistência social”, pois o governo financiará esses benefícios por meio dos tributos pagos pela sociedade.

Em relação à insegurança sobre a Previdência Social há um agravante no qual Bertussi e Tejada (2003) explicitam que a utilização das reservas previdenciárias para financiamento de obras públicas e o não-recolhimento, durante décadas inteiras, da contribuição previdenciária patronal são fatores que contribuíram para o aumento do passivo. Em diversos casos, ao invés de recolher a contribuição patronal, o ente federado optou por assumir a folha de inativos com receita tributária, gerando, com isso, grande redução na receita previdenciária, pois em vários casos financiava benefícios de pensão.

1.2 PREVIDÊNCIA PRIVADA

A Lei n.º 6.435, de 15 de julho de 1977 (BRASIL, 1977), no seu primeiro artigo define Previdência Privada da seguinte maneira:

Art. 1º Entidades de previdência privada, para os efeitos da presente Lei, são as que têm por objeto instituir planos privados de concessão de pecúlios ou de rendas, de benefícios complementares ou assemelhados aos da Previdência Social, mediante contribuição de seus participantes, dos respectivos empregadores ou de ambos.

Conforme Thomaz, Canuto e Fernandes (2005) a diferença conceitual básica entre a Previdência Privada Aberta e a Previdência Privada Fechada é que a primeira pode ser contratada por todo cidadão que deseja ingressar num desses planos, ao passo que a Previdência Fechada aceita apenas pessoas que integram um determinado grupo, normalmente vinculado a uma empresa ou a um conglomerado.

Os planos são parecidos e se baseiam em fundos compostos pela contribuição de seus integrantes. Vale ressaltar que os planos abertos podem ter a adesão de qualquer pessoa, inclusive funcionários de uma empresa ou conglomerado, que por qualquer motivo opta por não ter um fundo de pensão próprio, e por isso encaminha seus funcionários para um plano aberto. Também existe a situação na qual, durante um período, os funcionários permanecem no plano fechado ligado à empresa, para depois, ocorrendo certas situações pré-estabelecidas, serem transferidos para um plano de previdência privada aberto (THOMAZ; CANUTO; FERNANDES, 2005).

Segundo Piffero (2007) os planos de previdência privada são destinados ao público em geral, tanto para àqueles que não possuem carteira de trabalho assinada, não recolhem encargos para a Previdência Social, mas precisam de um mecanismo de amparo mínimo para sua inatividade futura, como para os que já recolhem uma parcela mensal para a Previdência Social; desejam, porém, complementar sua aposentadoria. Já para funcionários de empresas e organizações públicas e privadas, destinam-se os fundos de pensão, que têm basicamente os mesmos objetivos, mas são restritos a empregados da entidade.

As instituições de previdência privada com seus respectivos fundos de pensão, têm um segundo papel, de grande importância para a economia do país. Têm a função de captação e acumulação de riqueza da sociedade e de disponibilizar essas quantias, para o mercado, com o objetivo de alavancar seus projetos de construção e ampliação de unidades produtivas. Ou seja, os administradores dos planos de previdência privada

têm a incumbência de disponibilizar ao mercado as quantias investidas por seus contribuintes, fazendo-os render para aumentar as suas reservas, e poder, no futuro, melhorar os níveis dos benefícios de quem poupou (PIFFERO, 2007).

Segundo Mallmann (2004) no regime de Previdência Privada a administração dos recursos é feita por entidades particulares que, podem ser classificadas sob o aspecto financeiro como de administração interna ou externa: EFPP(Entidade Fechada de Previdência Privada) ou EAPP(Entidade Aberta de Previdência Privada).

Na distinção entre as duas entidades Invertia (2009) explicita a diferença em:

- Fechada: destinada aos profissionais ligados a empresas, sindicatos ou entidades de classe. O trabalhador contribui com uma parte mensal do salário e a empresa banca o restante, valor que normalmente é dividido em partes iguais. Outras empresas, essas mais raras, arcam com toda a contribuição.

Uma vantagem imediata é a possibilidade de se deduzir 12% da renda bruta na declaração anual do Imposto de Renda. Estima-se que as empresas de previdência complementar possuam cerca de 126 mil participantes que já desfrutam de benefícios de previdência do setor.

- Aberta: oferecida por seguradoras ou por bancos. Um dos principais benefícios dos planos abertos é a sua liquidez, já que os depósitos podem ser sacados a cada dois meses. O número total de participantes de planos abertos é estimado em 5 milhões de pessoas.

Segundo Pinheiro (2007), as entidades de previdência privada são fundos formados pelas agremiações corporativas de segmentos do funcionalismo que se organizam inicialmente em instituições de pecúlio e cooperativas de crédito. Os fundos de pensão também são obrigados a investir em determinados tipos de papel a provisão matemática destinada a pagamentos futuros de planos de aposentadoria e pecúlio; eles são responsáveis por grande parte do montante investido no mercado financeiro. Os principais tipos de fundos de pensão são descritos no quadro abaixo:

Tipos	Descrição Sucinta
Entidades Fechadas de Previdência Privada	São instituições que representam os interesses de um grupo restrito de trabalhadores, mantidas através da contribuição periódica de seus associados e de sua mantenedora. A fim de atender ao objetivo de valorização e proteção de seu patrimônio, elas são orientadas e destinam parte de suas reservas técnicas a investimentos no mercado acionário.
Entidades Abertas de Previdência Privada	São instituições abertas ao público em geral. Em futuro próximo, deverão desempenhar papel muito importante na sociedade civil, em razão de estudos que estão sendo feitos com a finalidade de privatizar parte ou a totalidade da aposentadoria no Brasil.
Fundos de Aposentadoria Programada Individual	Aprovados pelo Congresso Nacional em 8 de julho de 1997, funcionam como uma complementação de renda na hora da aposentadoria, com um prazo de capitalização de dez anos. Este fundo é direcionado especialmente a profissionais liberais e empregados de pequenas e médias empresas que não têm porte econômico para organizar um fundo de pensão próprio.

Quadro 1 – Principais tipos de fundos de pensão
Fonte: Pinheiro (2007).

2. RENDA FIXA

Pinheiro (2006, p. 86) define que “[...] os ativos de renda fixa envolvem uma programação determinada de pagamentos. Por isso, nesses ativos os investidores conhecem antecipadamente os fluxos monetários que vão obter.” Ou seja, a grande diferença entre a Renda Fixa e Variável é o conhecimento dos fluxos monetários.

Infomoney (2009) afirma que “o investimento em renda fixa é, certamente, o mais popular no Brasil. Seja indiretamente através dos fundos de investimento DI ou de renda fixa, ou diretamente através da caderneta de poupança, dos CDBs e de outros instrumentos, o brasileiro evidencia sua preferência pela renda fixa”.

Pinheiro (2006) define os três direitos fundamentais dos detentores de títulos de renda fixa:

- receber juros periódicos predeterminados;

- devolução do principal, uma vez finalizada a vida do produto;
- transmissão do produto.

Ainda nessa linha, Pinheiro (2006) apresenta as principais características para o investidor:

- retorno previamente conhecido;
- pagamento do rendimento e principal nos prazos estabelecidos;
- torna-se credor da instituição emissora.

A tributação da renda fixa é ilustrada na Lei n.º 11.033, de 21 de dezembro de 2004 (Brasil, 2004), é tributada da seguinte forma:

Art. 1º Os rendimentos de que trata o art. 5º da Lei n.º 9.779³, de 19 de janeiro de 1999, relativamente às aplicações e operações realizadas a partir de 1º de janeiro de 2005, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, às seguintes alíquotas:

I - 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;

II - 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias;

III - 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias;

IV - 15% (quinze por cento), em aplicações com prazo acima de 720 (setecentos e vinte) dias.

§ 1º No caso de aplicações existentes em 31 de dezembro de 2004:

I os rendimentos produzidos até essa data serão tributados nos termos da legislação então vigente;

2.1 POUPANÇA

Fortuna (2008) define a poupança como a aplicação mais simples e tradicional, sendo uma das poucas, senão a única, em que se podem aplicar pequenas somas e ter liquidez, apesar da perda de rentabilidade para saques fora da data de aniversário da aplicação.

³ O artigo 5º da Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999 se refere aos rendimentos auferidos em qualquer aplicação ou operação financeira de renda fixa ou de renda variável estão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, mesmo no caso das operações de cobertura (hedge), realizadas por meio de operações de swap e outras, nos mercados de derivativos.

Uma das formas mais utilizadas no Brasil para o acúmulo de reservas, segundo Portal do Investidor (2009) “a caderneta de poupança é um investimento tradicional, conservador e muito popular entre investidores de menor renda.”. Por sua simplicidade a maioria dos bancos comerciais oferecem esse tipo de investimento. No Brasil pode-se abrir uma caderneta de poupança qualquer cidadão, inclusive menores de idade.

Além disso, a caderneta de poupança é um instrumento importante para financiamento de outras áreas como, por exemplo, a habitação. Os bancos devem direcionar 65% de tudo o que captam nas cadernetas de poupança para área de habitação. Por ser um investimento muito popular, os investimentos na caderneta de poupança são garantidos até o limite de 60.000 reais por CPF, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), quando realizados em uma instituição associada ao referido fundo, ou em mais de uma instituição associada ao mencionado fundo, do mesmo conglomerado financeiro (FORTUNA, 2008).

Fortuna (2008) explica o direcionamento, pelas instituições do SBPE(Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo), dos recursos captados em depósitos de poupança que está determinado pelo regulamento anexo da Resolução 3.347/06 e deve estar distribuído da seguinte forma:

- no mínimo 65% em operações de financiamento imobiliário, sendo:
 - no mínimo 80% do percentual acima (cerca de 52%) em operações de financiamento habitacional no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH); e
 - o restante (cerca de 13%) em operações de financiamento imobiliário contratadas a taxas de mercado.
- 20% em encaixe obrigatório no BC;
- os recursos remanescentes em disponibilidades financeiras e em outras operações admitidas nos termos da legislação e da regulamentação e, vigor.

Além disso, não há prazo para resgate, no entanto, os valores mantidos por menos de um mês não recebem nenhuma remuneração.

Hoje, há tributação apenas para Pessoas Jurídicas na ordem Lei n.º 11.033, de 21 de dezembro de 2004 em seu artigo 1º (BRASIL, 2004).

2.2 CDB E RDB

Fortuna (2008) sobre o Certificado de Depósito Bancário (CDB), e o Recibo de Depósito Bancário (RDB), expõe que eles são os mais antigos e utilizados títulos de captação de recursos, junto às pessoas físicas e jurídicas, pelos bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, bancos múltiplos que tenham uma destas carteiras, e caracterizam um depósito a prazo fixo. No caso específico de RDB, ele também pode ser instrumento de captação de recursos por parte das Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento (Financeiras), e por parte das Cooperativas de Crédito, nesse último caso apenas junto aos seus associados.

O CDB é um título de crédito escritural, e o RDB um recibo. Sua emissão gera a obrigação das instituições emissoras pagar ao aplicador, ao final do prazo contratado, a remuneração prevista — que será sempre superior ao valor aplicado. Os recursos captados pelas instituições através desses instrumentos são normalmente repassados aos clientes na forma de empréstimos (FORTUNA, 2008).

O Portal do investidor (2009) define de maneira explicativa que o CDB e o RDB são títulos de renda fixa, representativos de depósitos a prazo, utilizados pelos bancos comerciais como mecanismos de captação de recursos, envolvendo uma promessa de pagamento futuro do valor investido, acrescido da taxa pactuada no momento da transação.

As taxas podem ser prefixadas, pós-fixadas ou flutuantes e podem ter mais de uma base de remuneração, desde que prevaleça a mais vantajosa para o cliente. A aplicação é garantida até o limite de R\$ 60.000,00 por CPF, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC), quando realizados em uma instituição associada ao referido fundo, ou em mais de uma instituição associada ao mencionado fundo, do mesmo conglomerado financeiro⁴ (PORTAL DO INVESTIDOR, 2009).

⁴ Conforme artigo 3º, parágrafo 1º da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.400, de 06.09.2006.

A tributação é em todas as aplicações na ordem Lei n.º 11.033, de 21 de dezembro de 2004 em seu artigo 1º e feita pelo próprio agente financeiro. Além dessa, para prazos inferiores a 30 dias, incidirá o IOF (Imposto sobre Operações Financeiras), conforme a Tabela Regressiva de IOF⁵.

2.3 TÍTULOS PÚBLICOS

Segundo Portal do Investidor (2009) o governo federal emite títulos públicos com o objetivo de captar recursos para financiar suas atividades e pagar sua dívida mobiliária. Tem como órgão responsável pela emissão e controle dos títulos, e pela administração da dívida mobiliária federal, a Secretaria do Tesouro Nacional.

A CBLC (2009) define títulos públicos como ativos de renda fixa emitidos pelo Tesouro Nacional com a finalidade de captar recursos para o financiamento da dívida pública, bem como para financiar investimentos do governo federal em áreas como educação, saúde e infra-estrutura. Antes do Tesouro Direto, o pequeno investidor só podia comprar títulos públicos por meio da aquisição de cotas de fundos de investimento. Nesse caso, as instituições financeiras atuavam como intermediárias do negócio.

Para adquirir títulos públicos no Tesouro Direto, o investidor deve primeiramente cadastrar-se em um agente de custódia⁶ habilitado (bancos e corretoras), e aguardar o recebimento de senha para realizar as negociações diretamente na internet, sem a necessidade de intermediação (CBLC 2009).

Características dos Títulos Públicos Ofertados são as seguintes (CBLC, 2009):

⁵ Conforme artigo 1º da Portaria do Ministério da Fazenda n.º 264 de 30.06.99.

⁶ São instituições financeiras responsáveis pela guarda dos ativos (ações ou outros títulos) adquiridos pelos investidores.

2.3.1 Títulos prefixados

Rentabilidade definida no momento da compra. Podem ser LTN (Letras do Tesouro Nacional) e NTN-F (Notas do Tesouro Nacional – Série F).

Nesses títulos o investidor sabe exatamente quanto receberá no futuro, se permanecer com o título até o vencimento. São indicados para quem acredita que a taxa do título em análise será maior que a média da taxa de juro básica da economia para o período (TESOURO NACIONAL, 2009).

A diferença entre as NTN-F e as LTN é que as NTN-F são indicadas para o investidor que deseja obter um fluxo de rendimentos periódicos (cupons semestrais) a uma taxa de juros pré-definida. As LTN possuem fluxo simples de pagamento, ou seja, o investidor recebe o valor investido acrescido dos juros apenas na data do vencimento ou de venda do título.

2.3.2 Títulos pós-fixados

Títulos com rentabilidade vinculada à variação de um índice de preço, acrescido de taxa de juros definida no momento da compra, ou à taxa de juro básica da economia.

Podem ser vinculados à taxa Selic⁷, como a LFT (Letras Financeiras do Tesouro) em que o investidor recebe a rentabilidade da taxa de juro básica da economia, com fluxo simples de pagamento no qual o investidor recebe o valor investido acrescido dos juros na data do vencimento ou de venda do título (TESOURO NACIONAL, 2009).

Também podem ser vinculados à inflação, como a NTN-B (Notas do Tesouro Nacional – Série B) que proporciona rentabilidade real, ou seja, o seu rendimento

⁷ Sigla de Sistema Especial de Liquidação e Custódia. É um sistema computadorizado do Banco Central, ao qual apenas as instituições financeiras credenciadas têm acesso. O Selic calcula uma média dos juros que o governo paga aos bancos que lhe emprestaram dinheiro. Essa média, chamada de Taxa Over-Selic, serve de referência para todas as outras taxas de juros do país. Por isso, a Taxa Over-Selic é chamada também de juro básico. <<http://www.riskoffice.com.br/documentos/glossario/s.asp>> Retirado em 13 mai 2009.

supera o IPCA⁸ no final do seu período de vigência. Tem seus pagamentos de cupom de juros feitos semestralmente pelo governo. Nele o investidor que espera alta da inflação e que deseja fazer poupança de médio e longo prazos é o alvo desse ativo.

Título	Volume Financeiro (R\$)	%
Prefixados		48,08%
LTN	35.539.229,64	26,99%
NTN-F	27.772.897,06	21,09%
Indexado à Taxa Selic		13,41%
LFT	17.658.473,46	13,41%
Indexados ao IPCA		38,51%
NTN-B	25.796.906,79	19,59%
NTN-B Principal	24.920.666,98	18,92%
TOTAL	131.688.173,93	100%

Quadro 2 - Participação dos títulos nas vendas em abril/2009
 Fonte: www.tesouro.fazenda.gov.br (2009).

A tributação é em todas as aplicações na ordem Lei n.º 11.033, de 21 de dezembro de 2004 em seu artigo 1º e feita pelo próprio agente financeiro. Além dessa, para prazos inferiores a 30 dias, incidirá o IOF (Imposto sobre Operações Financeiras), conforme a Tabela Regressiva de IOF.

3. FUNDOS DE INVESTIMENTO

Portal do Investidor (2009) define fundo de Investimento como uma comunhão de recursos, captados de pessoas físicas ou jurídicas, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aplicação em títulos e valores mobiliários. Os recursos de todos os investidores de um fundo de investimento são usados para comprar bens (títulos) que são de todos os investidores, na proporção de seus investimentos.

⁸ Segundo CBLC (2009) o IPCA é o índice de inflação calculado mensalmente pelo IBGE, que reflete a variação dos preços das cestas de consumo das famílias com renda mensal de um a 40 salários mínimos, nas regiões metropolitanas de Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba e Porto Alegre, Brasília e Goiânia.

Na mesma linha de pensamento Fortuna (2008, p. 471) explicita:

O segredo dos Fundos de Investimentos é a idéia do condomínio, aplicação e conjunto, ou seja, embora os aplicadores tenham o direito de resgatar suas cotas a qualquer momento, nem todos o fazem ao mesmo tempo, isto é, sempre fica uma grande soma disponível, que pode ser aplicada em títulos mais rentáveis.

Normalmente, os fundos cobram uma taxa pela administração da carteira, que é conhecida como taxa de administração e é cobrada como percentual diário sobre patrimônio do fundo. Podem, entretanto, cobrar uma taxa de ingresso ao fundo ou uma taxa de saída antecipada, de forma a induzir o cliente a permanecer por mais tempo no fundo. Muito utilizada também, quando permitida pelos órgãos reguladores, é a taxa de performance ou *success fee*, na forma de um percentual sobre o ganho que o fundo obtiver acima de um determinado índice previamente pactuado (FORTUNA, 2008).

Sobre a classificação dos fundos de investimento Fortuna (2008) divide os fundos de investimento da seguinte forma:

- Curto Prazo: devem aplicar seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais ou privados, prefixados ou indexados à taxa Selic ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo a decorrer de trezentos e setenta e cinco dias, e prazo médio da carteira inferior a sessenta dias, sendo permitida a utilização de derivativos somente para proteção da carteira e a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.
- Referenciados: devem atender aos seguintes critérios:
 - ter 80%, no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por títulos de emissão do Tesouro Nacional e/ou do Banco Central do Brasil, títulos e valores mobiliários de renda fixa cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no País;

- estipulem que 95%, no mínimo, da carteira seja composta por ativos financeiros de forma a acompanhar, direta ou indiretamente, a variação do indicador de desempenho (*benchmark*) escolhido;
 - restrinjam a respectiva atuação nos mercados de derivativos à realização de operações com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas.
- Renda Fixa: devem possuir, no mínimo, 80% da carteira em ativos relacionados diretamente à variação da taxa de juros doméstica ou de índice de inflação, ou ambos, ou sintetizados via derivativos.
 - Ações: devem possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores.
 - Multimercado: devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial (juros, câmbio e ações) ou em fatores diferentes das demais classes.
 - Cambial: devem possuir, no mínimo, 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, à variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial, ou ambos, ou sintetizados via derivativos.
 - Dívida Externa: devem aplicar, no mínimo, 80% do seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% do patrimônio líquido em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional.

Conforme Fortuna (2008) as instituições financeiras estruturam seus fundos de acordo com algumas variáveis exógenas determinadas pela CVM como, por exemplo, os limites de composição da carteira de cada tipo de fundo que, por sua vez, vão determinar o perfil de liquidez do mesmo. Entretanto, vai ser a variável endógena da escolha da composição risco/retorno desejada pelo gestor do fundo que vai criar a “personalidade” de cada fundo e atrair cada perfil de investidor.

4. RENDA VARIÁVEL

4.1 AÇÕES

Fortuna (2008, p. 581) conceitua que “uma ação representa a menor parcela do capital social de uma sociedade por ações.” As ações podem ser ordinárias, com direito a voto, ou preferenciais, com direito de preferência sobre os lucros a serem distribuídos aos acionistas, seja na forma de dividendos ou juros sobre o capital próprio, sendo que, após o Plano Collor, todas as ações passaram a ser obrigatoriamente emitidas na forma nominativa ou escritural.

Segundo Bovespa (2009) ações ordinárias têm direito a voto e Tag-along, instrumento que promove a extensão do prêmio de controle aos acionistas minoritários. Ou seja, quando uma empresa é vendida, os minoritários detentores de ações ordinárias têm o direito de receber por suas ações, no mínimo, 80% do valor pago aos acionistas controladores da empresa.

Pinheiro (2007) na mesma linha desse autor diz que as ações são títulos de propriedade de uma parte do capital social da empresa que às emitiu. Quem tem ações, portanto, pode-se considerar sócio da empresa emissora.

Fortuna (2008) explicita que as ações preferenciais atribuem a seus titulares certas vantagens que se diferenciam no caso de ações serem ou não negociadas no mercado de valores mobiliários. Formalmente, a nova Lei das S/A, 10.303/02, define as seguintes vantagens efetivas para as ações preferenciais das sociedades anônimas de capital aberto negociadas no mercado de valores mobiliários:

- prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele;
- prioridade no recebimento de dividendos, de acordo com pelo menos um dos seguintes privilégios mínimos, fixados em estatuto.

O mercado de ações pode ser dividido em dois seguimentos: o mercado primário, quando as ações de uma empresa são emitidas diretamente ou através de

uma oferta pública (*underwriting*), e o mercado secundário, no qual as ações são comercializadas através das bolsas de valores (FORTUNA, 2008).

Segundo Pinheiro (2007) basicamente, o acionista tem apenas uma obrigação, desde que tenha subscrito ações de um aumento de capital (a prova é o boletim de subscrição), é obrigado a integralizar sua parte capital (isto é, pagar o valor das ações que subscreveu). Entretanto, no Brasil, a Lei n.º 6.404/76 (BRASIL, 1976), que regulamenta o funcionamento das sociedades anônimas, lhe confere uma série de direitos, que nem o estatuto social nem a assembléia geral lhe podem tirar.

Cabe ressaltar ainda a diferença entre o Mercado Primário e Secundário, sendo aquele, no que tange o lançamento de novas ações no mercado, com aporte de recursos à companhia. Uma vez ocorrendo o lançamento inicial ao mercado, as ações passam a ser negociadas no Mercado Secundário, que compreende as bolsas de valores e os mercados de balcão⁹. Operações como a colocação inicial, junto ao público, de grande lote de ações detido por um acionista podem caracterizar operações de abertura de capital, exigindo registro na CVM. Apesar da semelhança com o mercado primário, os recursos captados vão para o acionista vendedor (e não para a companhia), determinando, portanto, uma distribuição no Mercado Secundário.

4.2 BOVESPA

No contexto histórico, Pinheiro (2007) cita que a Bovespa foi fundada em 23 de agosto de 1890 como entidade oficial corporativa, vinculada às secretárias de finanças do governo estadual e composta por corretores nomeados pelo poder público, a Bovespa só assumiu a característica institucional que mantém até hoje com as reformas do sistema financeiro nacional e do mercado de capitais implementados em 1965-1966. Ou seja, uma associação civil sem fins lucrativos, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial.

⁹ Segundo Bovespa (2009) são mercados onde são negociadas ações e outros ativos, geralmente de empresas de menor porte e não sujeitas aos procedimentos especiais de negociação.

Atualmente, a Bovespa é o maior centro de negociação com ações da América Latina, destaque que culminou com o acordo histórico para integração de todas as bolsas brasileiras em torno de um mercado de valores (PINHEIRO, 2007).

Visando uma adequação internacional no mercado bursátil a Bovespa lançou o Novo Mercado definido por Fortuna (2008) como um segmento de listagem de títulos da Bovespa destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de boas práticas de governança corporativa e *disclosure*¹⁰ adicional, em relação ao que é normalmente exigido pela legislação.

Cabe evidenciar a iniciativa da Bovespa de criar o Novo Mercado e o índice de governança corporativa, níveis 1 e 2. Empresas listadas nesse segmento oferecem aos seus acionistas melhorias nas práticas de governança corporativa que aumentam os direitos societários dos acionistas minoritários e ampliam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance. Para ingressar no Novo Mercado, é exigido que a companhia tenha exclusivamente ações ordinárias e conceda a todos os acionistas a opção de vender suas ações nas mesmas condições obtidas pelos controladores (BOVESPA, 2009).

Já para ingressar no nível 2 da governança corporativa, além de cumprir o nível 1, a companhia precisa atribuir idêntica opção aos detentores de ações ordinárias e também aos detentores de ações preferenciais, só que, neste caso, por preço equivalente a 70% do preço pago aos controladores.

O papel da bolsa de valores é muito importante para economia, pois é através dela que as empresas podem captar recursos para financiar seus investimentos vindouros e é uma oportunidade para todos terem a chance de investir suas economias num mercado que cresce ano após ano. A Bolsa tem como premissa trazer a transparência na formação dos preços, além de fiscalizar e liquidar as operações.

¹⁰ Divulgação de informações por parte de uma empresa, que possibilita uma tomada de decisão consciente pelo investidor e aumenta sua proteção. Retirado de <<http://www.riskoffice.com.br/documentos/glossario/d.asp>> Acesso em 13 mai 2009.

Cabe ressaltar que no Brasil, a participação de pessoas físicas no mercado bursátil já é muito relevante, conforme o quadro abaixo:

Tipos de Investidores	A Vista		Termo		Opções		Exercício		Outros		Total	
	C(%)	V(%)	C(%)	V(%)	C(%)	V(%)	C(%)	V(%)	C(%)	V(%)	C(%)	V(%)
Pessoa Física	14,36	15,53	23,65	0,56	33,15	34,07	3,62	11,78	37,02	0,00	14,90	15,95
- Inv Individuais	12,86	13,95	20,46	0,23	32,12	33,04	2,97	10,23	37,02	0,00	13,42	14,42
- Clubes de Inv	1,50	1,58	3,18	0,33	1,04	1,03	0,65	1,55	0,00	0,00	1,48	1,54
Institucional	11,89	12,25	13,92	42,33	8,23	8,36	15,30	17,95	0,00	0,00	11,90	12,79
Inves. Estrangeiro	19,89	18,34	6,38	0,00	5,20	3,99	21,47	11,76	0,00	0,00	19,09	17,14
Emp. Priv/Publ.	0,99	0,93	3,22	0,00	0,83	1,18	0,91	1,42	10,25	1,34	1,02	0,95
Instit. Financeiras	2,85	2,94	2,34	6,96	2,57	2,38	8,70	7,05	0,00	0,00	3,07	3,14
Outros	0,01	0,02	0,50	0,14	0,02	0,02	0,00	0,04	2,73	48,66	0,02	0,02
TOTAL	89,90	(a)	1,59	(a)	4,40	(a)	4,11	(a)	0,00	(a)	100	(a)

Obs:

1 - Considerada a soma dos volumes de compra e venda.

2 - C (%) Participação percentual das compras de cada tipo de investidor no volume total do respectivo mercado.

3 - V (%) Participação percentual das vendas de cada tipo de investidor no volume total do respectivo mercado.

Quadro 3 – Participação de investidores na Bovespa – abril de 2009
Fonte: Bovespa.

4.2.1 IBOVESPA

Segundo Bovespa (2009) o Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na Bovespa e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968.

Segundo Fortuna (2008) o Ibovespa é o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02/01/1968 (valor-base: 100 pontos), a partir

de uma aplicação hipotética¹¹. Supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando-se somente os ajustes efetuados em decorrência da distribuição de proventos pelas empresas emissoras (tais como reversão de dividendos recebidos e do valor apurado com a venda de direitos de subscrição, e manutenção em carteira das ações recebidas em bonificação). Dessa forma, o índice reflete não apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes.

A finalidade principal do Ibovespa é a de servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para isso, sua composição busca acercar-se o mais próximo possível da verdadeira configuração das negociações à vista na Bovespa.

Em termos de liquidez, segundo Bovespa (2009) as ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista a Bovespa. As empresas emissoras das ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa são responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociáveis na Bolsa de São Paulo.

A Bovespa calcula seu índice em tempo real, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado à vista (lote-padrão) com ações componentes de sua carteira. Sua divulgação é feita pela rede de difusão da Bovespa e também retransmitida por uma série de *vendors*, sendo possível, dessa forma, acompanhar *online* seu comportamento em qualquer parte do Brasil ou do mundo (BOVESPA, 2009).

Fortuna (2008) demonstra como a Bovespa calcula o índice em tempo real, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado à vista (lote-padrão) com ações componentes de sua carteira, sendo possível acompanhar *online* seu comportamento em qualquer parte do Brasil ou do mundo. Pode ser apurado da seguinte maneira:

¹¹ O Índice sofreu, unicamente para efeito de divulgação e sem prejuízo de sua metodologia de cálculo.

$$Ibovespa_t = \sum_{i=1}^n P_{i,t} * Q_{i,t}$$

em que:

Ibovespa t = Índice Bovespa no instante “t”

n = número total de ações componentes da carteira teórica

P_{i,t} = último preço da ação “i” no instante “t”

Q_{i,t} = quantidade teórica da ação “i” na carteira no instante “t”

5. RISCO E RETORNO

Segundo Brigham e Ehrhardt (2006), o risco de um ativo pode ser analisado de duas formas: em uma base isolada, em que o ativo é considerado isoladamente, e em uma base de carteira, na qual ele é mantido como um dos vários ativos em uma carteira. Assim, o risco isolado de um ativo é o risco em que um investidor incorre caso mantenha apenas esse único ativo. Obviamente, a maioria dos ativos é mantida em carteiras, mas é necessário entender o risco isolado de forma a compreender o risco em um contexto de carteira.

Os ativos arriscados raramente produzem as taxas de retorno esperadas e, geralmente, obtêm mais ou menos do que era esperado originalmente. Na verdade, se os ativos sempre produzissem suas taxas de retorno esperadas, eles não seriam arriscados. O risco de investimento, então, está relacionado à probabilidade de realmente se obter um retorno baixo ou negativo, quanto maior for a chance de retorno baixo ou negativo, mais arriscado será o investimento (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006).

Em uma visão interessante sobre o risco do ponto de vista do investidor Robichek e Myers (1971) afirmam que o risco é a função crescente da dispersão da distribuição de probabilidades subjetivas dos dividendos previstos, sendo maior a dispersão, maior o risco. Enumeram ainda, mais duas funções para o risco de uma ação: a forma da distribuição dos dividendos e a medida em que o comportamento

aleatório dos dividendos correlaciona-se com as variações dos retornos de outras oportunidades de investimento.

Brigham e Ehrhardt (2006) assumem que a parte do risco de uma ação que pode ser eliminada é denominada risco diversificável, enquanto a parte que não pode ser eliminada é chamada risco de mercado. O fato de que uma grande parte do risco de uma ação individual possa ser eliminada é de vital importância, porque os investidores racionais vão eliminá-la e assim torná-la irrelevante.

O risco diversificável (não sistemático) é causado por eventos aleatórios como processos judiciais, greves, programas de marketing bem ou malsucedidos, ganha ou perda tem um grande contrato e outros eventos específicos de uma empresa em particular. Como esses eventos são aleatórios, seus efeitos sobre uma carteira podem ser eliminados pela diversificação — os maus eventos de uma empresa serão compensados pelos bons eventos de outras. O risco de mercado (sistemático) no entanto, advém, de fatores que sistematicamente afetam a maioria das empresas: guerra, inflação, recessão e taxas de juros altas. Como a maioria das ações é negativamente afetada por esses fatores, o risco de mercado não pode ser eliminado pela diversificação (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006).

Já o retorno para Bodie, Kane e Marcus (2000) depende do aumento ou diminuição no preço da ação sobre o período de investimento, assim como em qualquer renda de dividendo que a ação tenha fornecido. A taxa de retorno é definida como ganho ou perda de capital mais dividendo recebidos por capital investido.

6. DIVIDENDOS

Um dos meios de distribuição ao acionista dos ganhos de uma empresa, os dividendos tem função fundamental na escolha entre reinvestimento dos recursos ou tornar palpável o retorno ao investidor em ações. Uma decisão aparentemente simples, na verdade é uma questão estratégica fundamental e nesse sentido Damodaram (2002) explica que as empresas modificam os dividendos para que casem com mudanças

sustentáveis e de longo prazo nos lucros. Contudo elas aumentam os dividendos apenas se perceberem que elas podem mantê-los elevados. Como consequência da preocupação de ter que cortar dividendos, estes acompanham os lucros e têm uma rota muito mais uniforme. Ou seja, há que se preocupar na manutenção de um pagamento constante sem mudanças bruscas, porém, alinhada à proposição de crescimento da empresa.

No Brasil, Fortuna (2008) explicita que os dividendos a serem pagos são incluídos no lucro tributável, e, portanto não são deduzidos do imposto de renda, e da contribuição sindical sobre o lucro líquido a serem pagos pelas empresas. Os acionistas, desde 1996, estão isentos do IR de 15% na fonte sobre o valor recebido.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2008 p. 590) “[...] parece óbvio que uma empresa sempre queira dar o máximo possível de retorno a seus acionistas pagando dividendos. Pareceria igualmente óbvio, porém, que uma empresa sempre poderia investir o dinheiro de seus acionistas em vez de pagá-lo.” Nesse sentido está *trade-off* entre o pagamento em dinheiro ao acionista ou o reinvestimento na própria empresa. A decisão do gestor em distribuir os lucros para o acionista ou reinvestir na empresa traz o seguinte paradoxo: trazer um retorno palpável ao acionista sobre o seu investimento societário melhorando o marketing acionário, ou reinvestir o lucro em outros projetos de crescimento.

Ainda nessa linha Ross, Westerfield e Jaffe (2008) complementa que a questão da política de dividendos é muito parecida com a questão da estrutura de capital. Os elementos não são difíceis de identificar, mas as interações entre eles são complexas e não existe uma resposta fácil. Daí a dificuldade e a complexidade dessas decisões.

A política de distribuição de dividendos sofre variações de regras nos diferentes países. No Brasil tem se como guia a lei a Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976), a qual dispõe sobre as sociedades por ações (S.A.'s), em seu artigo 202 prevê o pagamento de dividendo obrigatório, em cada exercício, não podendo ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado a não ser quando adotada uma política de redução do mesmo, a qual deve ser aprovada por todos os acionistas em assembléia.

Para o investidor individual é importante o conhecimento do funcionamento do pagamento dos dividendos. A data ex-dividendos significa que desde esse dia o investidor que comprar as ações deixa de ter direito a receber o respectivo dividendo. Neste dia, em teoria, a ação deve corrigir logo na abertura, o valor do dividendo bruto a distribuir. O dia útil prontamente anterior ao dia ex-dividendo é chamado "último dia com" ou "dia Com" ou "data Com". Esse é o último dia que a ação pode ser comprada ainda com direito a dividendos.

6.1. POLÍTICAS DE DIVIDENDOS

Muito relacionado ao efeito clientela, alguns motivos pelos quais empresas priorizam o pagamento maior de dividendos são o desejo de renda atual e uma solução da incerteza. Sobre os fatores que favorecem um pagamento alto de dividendos Ross, Westerfield e Jaffe (2008 p. 600) considera:

O argumento da renda atual pode ser relevante no mundo real. A venda de ações com dividendos baixos envolveria taxas de corretagem e outros custos de transação. Essas despesas diretas em dinheiro poderiam ser evitadas por um investimento em títulos com dividendos altos. Além disso, os gastos com o tempo do próprio acionista para vender os títulos e o medo natural (embora não necessariamente racional) de consumir o principal poderiam levar também muitos investidores a comprar títulos com dividendos altos.

6.1.1 TEORIA DO “PÁSSARO NA MÃO”

Argumenta-se que a lógica da qual os dividendos são melhores do que ganhos de capital se dá porque o primeiro é certo e o segundo não. Damodaram (2002, p. 378) explicita que “[...] na “falácia do pássaro na mão” esta é a razão porque os investidores avessos ao risco, preferem dividendos.”.

Segundo Damodaram (2002) a escolha não é entre dividendos certos hoje e ganhos de capital incertos em algum ponto não especificado no futuro, mas entre dividendos hoje e um montante quase equivalente em aumento de preço hoje.

Brigham e Ehrhardt (2006) argumentam que uma das mais importantes conclusões retiradas da teoria argumentada por Modigliani e Miller¹² é de que a política de dividendos não afeta a taxa de retorno requerida sobre o patrimônio (K_s). Essa conclusão tem sido bastante discutida; em particular, Gordon e Lintner¹³ argumentaram que K_s diminui conforme aumenta a distribuição de dividendos, porque os investidores têm menos certeza de receber os ganhos de capital, supostamente resultantes dos lucros acumulados, do que de receber os pagamentos dos dividendos. Os dividendos representam dinheiro no momento de seu recebimento e, portanto, menor risco, sendo seu recebimento preferível à expectativa futura de ganhos de capital. Assim, os acionistas preferirão receber os dividendos a eventuais ganhos de capital no futuro. Modigliani e Miller chamaram esse argumento de Gordon-Lintner de falácia do “pássaro na mão”, porque, na visão deles, a maioria dos investidores planeja reinvestir seus dividendos em ações da mesma empresa ou de outras similares e, em qualquer caso, o risco dos fluxos de caixa da empresa para os dividendos de longo prazo é determinado pelo risco dos fluxos de caixa operacionais, e não pela política de distribuição de dividendos.

6.1.2 EFEITO CLIENTELA

Em linha com o tema principal deste trabalho, o efeito clientela enaltece que, conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2008, p. 603) “é fato observável de que ações atraem grupos em particular com base no rendimento dos dividendos e nos efeitos fiscais resultantes.”. Grupos de investidores individuais ou corporativos que são

¹² MILLER, Merton; MODIGLIANI, Franco. Dividend Policy, Growth, and Valuation of Shares. **Journal of Business**, out/1961.

¹³ GORDON, Myron, Optimal Investment and Financing Policy, **Journal of Finance** maio 1963 e LINTNER, John. Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and Supply of Capital to Corporations. **Review of Economics and Statistics**, ago. 1963.

incentivadas a buscar empresas que pagam altos ou baixos dividendos são chamados de clientela. Nesse sentido Ross, Westerfield e Jaffe (2008) complementa que o argumento do efeito clientela é que diferentes grupos de investidores desejam ter níveis diferentes de dividendos. Quando uma empresa escolhe uma determinada política de dividendos, o único efeito é atrair determinada clientela. Se uma empresa muda sua política de dividendos, então ela atrai apenas uma clientela diferente.

Em momentos de crise, a busca pela liquidez dos ativos atrai empresas que pagam altos dividendos, por exemplo. Fazendo com que a procura por esses papéis seja maior valorizando a ação. Nesse sentido Damodaram (2002) conceitua o efeito clientela nos dividendos como a tendência dos investidores em comprar ações em empresas que têm políticas de dividendos que casam com suas preferências por dividendos altos, baixos ou nulos. Com isso sugere-se que, tendo em vista a política de dividendos, as empresas atraem investidores afinados com ela, e a partir disso, há uma dificuldade maior em cambiar sua política de dividendos, mesmo que seja fundamental a mudança.

Para Pasuch (2006) há investidores que evitam as ações que pagam grandes quantias de dividendos em razão dos descontos de impostos. Para estes, é preferível manterem-se posicionados em ações com baixos dividendos e elevados ganhos de capital. Tal comportamento é evidenciado nos Estados Unidos; no Brasil, entretanto, ocorre exatamente o inverso, uma vez que, a partir de 1996 os dividendos são isentos de tributação e o ganho de capital é tributado.

6.2 DIVIDEND YIELD

Segundo a ANBID (2009) *dividend yield* é o rendimento gerado ao proprietário de uma ação com o pagamento de dividendo. Neste caso, entende-se dividendo como sendo a somatória dos pagamentos de dividendos e de juros sobre capital próprio. O *dividend yield* é o dividendo pago por ação de uma empresa, dividido pelo preço da

ação. Quanto maior o *dividend yield*, maior está sendo o resultado da empresa, ou melhor, está sendo sua política de distribuição de lucros.

O *dividend yield* é o resultado de uma fração, é necessário cuidado na hora de avaliar esse indicador. Como o preço da ação está no denominador, o *dividend yield* pode parecer alto se a cotação (preço da ação) do papel for muito baixa. O que na realidade pode estar refletindo é algum tipo de problema com a empresa e não uma boa política de pagamento de dividendos.

O *dividend yield* histórico pode ser calculado da seguinte maneira (ANBID, 2009):

$$\frac{\text{Dividendo de um exercício}}{\text{Preço da ação no início do exercício}} = \text{Dividend yield histórico}$$

6.3 POLÍTICAS DE DIVIDENDOS NO BRASIL

A lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001 (BRASIL, 2001) que “Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.” Em seu artigo 202 estabelece que:

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

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

a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e

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

II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado,

desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197);

III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subseqüentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.

§ 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembléia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo.

§ 3º A assembléia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades:

I - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações;

II - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I.

§ 6º Os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos."

Conforme se pode observar, a política de dividendos é, segundo Loss e Neto (2006), objeto de restrições legais, sejam elas de natureza societária ou fiscal, não sendo essa realidade algo singular ao mercado brasileiro. O comportamento da política de dividendos de companhias que operam nos diversos mercados diferencia-se de país para país devido ao ambiente regulatório. Em suma, a lei é um dos instrumentos que serve de proteção aos acionistas minoritários contra as práticas abusivas de controladores e gerentes e, inevitavelmente, essa lei se diferenciará conforme a cultura e a forma de legislar de cada país.

7. MÉTODO DE PESQUISA

Uma vez que não há ocorrência de um modelo metodológico mais satisfatório para a realização do presente trabalho, primou-se pelos silogismos e coerência dissertativa. Roesch (1999) ensina que, caso o projeto suscite medir relações entre

variáveis, ou avaliar resultados, a utilização do método da pesquisa quantitativa é a mais verossímil. Portanto, o delineamento de pesquisa quantitativa que será utilizada neste trabalho será a pesquisa exploratória. Roesch (1999) recomenda também a pesquisa exploratória para averiguar temas poucos estudados, ou para esclarecer idéias já trabalhadas. Com base nesta conjuntura, a análise e montagem das carteiras serão baseadas na sua relação pagamento de dividendo e retorno total, para que o investidor individual tenha em suas mãos opções reais para formulação de uma carteira baseando-se em seus dividendos.

7.1 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A fim de atingir os objetivos propostos e viabilizar a realização deste trabalho, realizou-se um estudo exploratório, o qual buscou reunir, organizar, calcular e analisar os dados relevantes à pesquisa proposta. Para tanto, utilizou-se do uso de dados secundários.

Esta seção explicita de que maneira se deu o desenvolvimento deste projeto, buscando evidenciar a origem dos dados e a metodologia utilizada, bem como restrições e critérios impostos à amostra e à análise.

7.2 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Serão estudados os retornos desde 1994 — data da implantação do Plano Real — ano em que os dividendos começaram a se tornar uma importante ferramenta de escolha de ativos para o investidor. Antes disso, não podiam ser considerados, pois a inflação descontrolada fazia com que os rendimentos fossem desconsiderados.

Serão analisados cinco períodos para esta pesquisa: abril de 1994 a abril de 1997; abril de 1997 a abril de 2000; abril de 2000 a abril de 2003; abril de 2003 a abril de 2006; abril de 2006 a abril de 2009.

O primeiro passo, ao iniciar a coleta de dados para a realização deste trabalho, foi definir quais os critérios de inclusão a serem utilizados para a amostra. A partir desses critérios seguiu-se uma pesquisa junto ao banco de dados da Económica Sistemas. Os critérios definidos para uma ação fazer parte da amostra foram:

- Fazer parte do Ibovespa nas datas das coletas dos dados das ações, buscando a maior liquidez possível para o investidor. Já que, conforme Bovespa (2009), “as ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista BOVESPA.”.
- Apresentar os maiores *dividend yields* em seu período de pesquisa listados por ordem decrescente da média dos últimos três anos deste indicador. Além disso, o período de três anos é trazido à tona, pois, caso ocorra alguma mudança na política de dividendos de alguma das empresas, ela possa ser reavaliada na carteira de ações pelo seu indicador de dividendos.
- Por se tratar de um plano de aposentadoria, com uma estratégia *buy and hold*¹⁴, a carteira será rebalanceada a cada três anos e, a fim de buscar uma maior liquidez, estas ações têm como critério base a listagem no Índice Bovespa. Sempre serão rebalanceadas no mês de abril, pois nesse mês já se tem as informações do último exercício. Visto que “somente três empresas¹⁵ fazem parte da carteira de ações do Ibovespa desde o seu lançamento.” (Bovespa 2009), é necessária essa realocação na carteira.

¹⁴ Segundo Paschoarelli (2008), comprar e segurar no português, essa estratégia consiste em focar a compra de papéis de empresas sólidas ou em fase de crescimento e que tenham grande potencial de geração de lucros em um horizonte longo de tempo.

¹⁵ AmBev, a Souza Cruz e a Vale.

Para o cálculo do CDI no período pesquisado utilizou-se o site da Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP).

7.3 INDICADORES DE RENTABILIDADE

Visto que o objetivo deste trabalho é analisar as carteiras de ações que pagam os maiores dividendos do Ibovespa, foram escolhidos alguns indicadores de rentabilidade bem aceitos pelo mercado para a análise do questionamento:

- *Dividend Yield*;
- Retorno Total em termos percentuais ajustado para proventos.

Todos eles foram calculados e analisados levando em conta os dados disponíveis para os anos de 1994 a 2009, o que representa quinze exercícios completos, um longo período quando se trata de aposentadoria. As oscilações no valor das ações foram ajustadas para proventos, ou seja, considera-se que todo provento e demais benefícios decorrentes da posse das ações da empresa são convertidos em uma quantidade fracionária de ações pelo valor de fechamento do dia imediatamente anterior ao benefício. O cálculo é utilizado para obtenção do valor ajustado da ação.

7.4 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

A seguir, foram juntados os dados da pesquisa por ordem decrescente do seu *dividend yield*, lembrando que todas as ações mostradas faziam parte do Ibovespa em suas respectivas épocas, garantindo a liquidez dos papéis.

As dez ações com os maiores *dividend yield* foram grifadas e selecionadas para composição de duas carteiras com pesos diferentes, uma com pesos igualmente

divididos e outra com peso diretamente proporcional ao *dividend yield*. Foram selecionadas ações que tiveram pelo menos dois pagamentos de dividendos, dos três exercícios pesquisados; além disso, só será aceito um tipo ação de cada empresa, caso não atenda esse critério será excluída da carteira.

Tabela 1 - Composição do Ibovespa em 01/04/1995 organizado por ordem decrescente do *dividend yield* em 12 meses. Grifados as 10 maiores médias de DY.

Continua

Empresa	Classe	Dividend Yield em 01 Abril 95 12 meses anteriores em %	Oscilação(%) em 3 anos (de 01Abril 95 até 01Abril 98)
Paranapanema	PN	22,04	-43,1
Copene(Braskem)	PNA	20,31	151,7
Banespa	PN	18,11	2036,6
Usiminas	PNA	6,82	13,8
Souza Cruz	ON	5,97	219,9
Ipiranga Pet	PN	5,32	57,6
Metalúrgica Bárbara(S Gobain vidros)	ON	5,32	-38,9
Aracruz	PNB	4,99	10,1
Petrobras Distrib	PN	4,82	27,5
Acesita(Am Inox Br)	PN	4,72	-70,4
Alpargatas	PN	4,36	-60,4
Sid Riogran	PN	3,7	130,6
Sid Tubarão	PN	3,67	16,8
Itaunibanco	PN	3,56	290,3
White Martins	ON	3,54	20,4
Bradesco	PN	3,44	250,3
Sadia S/A	PN	3,31	23,1
Brasmotor	PN	3,05	-9,6
Estrela	PN	3,04	-64
Ericsson	PN	2,77	893,8
Itausa	PN	2,75	155,2
Metal Leve	PN	1,74	-78,2
Petrobras	PN	1,7	375,8
Duratex	PN	1,51	35,3
Ceval (Bunge Alimentos)	PN	1,4	-39,6
Caemi Metal	PN	1,35	-23,4
Bombril	PN	1,09	-64,4
Cim Itaú	PN	1,03	7,6
Vale R Doce	PNA	1,03	92,1
Cofap	PN	0,8	-43,3
Brahma (Ambev)	PN	0,75	389
Refripar (Electrolux)	PN	0,7	31,2
Unipar	PNB	0,66	-57,9
Cemig	PN	0,65	235,1
Papel Simão (V C P)	PN	0,64	-26,2
Belgo Mineira (Arcelor BR)	PN	0,61	-18
Belgo Mineira (Arcelor BR)	ON	0,57	-17,8
Telebrás	ON	0,44	441,1
Telebrás	PN	0,38	517,3
Telepar (Brasil Telec)	PN	0,37	264,3
Klabin S/A	PN	0,33	7,9
Eletrobrás	PNB	0,32	274,6

Tabela 1 - Composição do Ibovespa em 01/04/1995 organizado por ordem decrescente do *dividend yield* em 12 meses. Grifados as 10 maiores médias de DY.

Continuação

Empresa	Classe	Dividend Yield em 01 Abril 95 12 meses anteriores em %	Oscilação(%) em 3 anos (de 01Abril 95 até 01Abril 98)
Eletróbrás	ON	0,31	213,8
Telesp	PN	0,21	355
Telesp	ON	0,19	169,4
Suzano (Suzano Papel)	PNA	0,14	-64,7
Light S/A	ON	0,02	84,8
Acos Villares PN	ON	0	-33,3
Brasil	ON	0	10,2
Brasil	PN	0	53
Cesp	PNA	0	62,3
Banco Nacional	PN	0	33,4
Paul F Luz	ON	0	294
Sharp	PN	0	-39
Sid Nacional	ON	0	96,1

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Tabela 2 - Composição do Ibovespa em 01/04/1998 organizado por ordem decrescente da média de 3 anos do *dividend yield*. Grifados as 10 maiores médias de DY.

Continua

Empresa	Classe	Dividend Yield 01 Abril 96 – 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 97 – 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 98 – 12 meses (em %)	Média Dividend Yield 96 - 98	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 98 até 01 Abril 01)
Copesul	ON	14,75	12,41	25,27	17,48	177,1
Souza Cruz	ON	12,97	18,29	10,19	13,82	119,5
Copene (Braskem)	PNA	13,11	11,03	12,4	12,18	166,6
Banespa ¹⁶	PN	0	0	31,92	10,64	29,7
Cosipa	ON	6,93	6,48	12,74	8,71	35
Usiminas	PNA	6,73	5,62	10,12	7,49	22,7
Sid Tubarão	PN	10,48	4,83	5,76	7,02	33,1
Unipar	PNB	14,65	4,3	0	6,32	784,3
Sid Nacional	ON	4,64	2,28	11,49	6,13	180,3
Petrobras Distrib	PN	5,44	6,19	5,71	5,78	97,9
Brahma (Ambev)	PN	13,56	2,3	1,08	5,65	215,2
Ipiranga Pet	PN	4,15	3,88	7,44	5,16	31,2
Paranapanema	PN	14,93	0	0	4,98	-52,9

¹⁶ Esta ação não será considerada para análise das carteiras, pois não efetuou pagamento de dividendos em dois dos três períodos analisados.

Tabela 2 - Composição do Ibovespa em 01/04/1998 organizado por ordem decrescente da média de 3 anos do *dividend yield*. Grifados as 10 maiores médias de DY.

Continuação

Empresa	Classe	Dividend Yield 01 Abril 96 – 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 97 – 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 98 – 12 meses (em %)	Média Dividend Yield 96 - 98	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 98 até 01 Abril 01)
Inepar	PN	4,62	2,97	6,55	4,71	-89,8
Sadia Concórdia	PN	4	5,44	4,61	4,69	77,2
Bradesco	PN	3,98	3,64	5,72	4,45	70,6
Telepar (Brasil Telec)	PN	2,65	2,59	6,55	3,93	32,2
Brasmotor	PN	2,06	4,18	4,75	3,66	26
Telesp	PN	1,31	3,17	6,1	3,53	-25,5
Light S/A	ON	1,83	2,39	6,29	3,5	-44,3
Electrolux	PN	2,89	0	6,87	3,25	-44,9
Petrobras	PN	4,33	2,92	2,28	3,17	91,7
Itaunibanco	PN	2,69	2,37	4,1	3,05	154,5
Eletróbrás	PNB	1,6	3,82	3,64	3,02	-3,1
Telerj (Telemar N L)	PNB	0	0	9,03	3,01	-39,4
Belgo Mineira (Arcelor BR)	PN	3,56	2,12	3,06	2,91	251,5
Itausa	PN	2,21	2,22	3,93	2,78	124,3
Belgo Mineira (Arcelor BR)	ON	3,25	1,95	2,86	2,69	141,8
Klabin S/A	PN	3,1	3,01	1,86	2,66	32,5
V C P	PN	4,69	0,45	2,8	2,65	160,6
Aracruz	PNB	6,09	0,32	1,18	2,53	78,3
Ceval (Bunge Alimentos)	PN	2,45	1,74	3,2	2,46	-29,5
Cesp	PNA	0	0	7,12	2,37	113,1
White Martins	ON	1,05	3,32	2,37	2,24	-26,3
Cemig	ON	0	2,22	3,94	2,05	11,4
Vale R Doce	PNA	1,5	1,54	3,05	2,03	154,5
Duratex	PN	0,93	2,2	2,86	2	14
Ericsson	PN	1,32	1,69	2,64	1,88	75,7
Cemig	PN	0	2,29	2,89	1,72	-23,3
Eletróbras	ON	1,68	0,52	1,81	1,34	-5,2
Telebras	PN	0,57	1,43	1,31	1,1	-25,6
Acesita (Am Inox Br)	PN	2,4	0	0,55	0,98	-46,9
Telebras	ON	0,72	0,37	1,67	0,92	-17,8
Celesc	ON	0	0	1,91	0,64	-23,8
Telesp	ON	1,51	0	0	0,5	5,3
Paul F Luz	ON	0,17	0	1,18	0,45	-11,9
Brasil	ON	0	0	1,09	0,36	-18,1
Brasil	PN	0	0	0,88	0,29	-33,1
Light Participações (Eletropar)	ON	0	0	0,48	0,16	291,6
Eletropaulo	PNA	0	0	0	0	-25,8
Sharp	PN	0	0	0	0	-91,9

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Tabela 3 - Composição do Ibovespa em 01/04/2001 organizado por ordem decrescente da média de 3 anos do *dividend yield*. Grifados as 10 maiores médias de DY.

Continua

Empresa	Classe	Dividend Yield 01 Abril 99 - 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 00 - 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 01 - 12 meses (em%)	Média Dividend Yield 99 -01	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 01até 01 Abril 04)
Sid Nacional	ON	13,67	5,5	57,02	25,39	583,3
Souza Cruz	ON	15,25	21,66	23,04	19,98	312,1
Copene (Braskem)	PNA	20,29	8,05	11,47	13,27	168,9
Usiminas	PNA	23,87	4,51	5,34	11,24	435,2
Cemig	ON	15,9	10,25	4,53	10,23	69,8
Eletróbrás	PNB	7,89	13,29	6,77	9,32	17,3
Cesp	PNA	9,45	4,98	12,71	9,05	-49,8
Sabesp	ON	17,08	0	10,03	9,04	6,7
Vale R Doce	PNA	11,51	4,8	6,28	7,53	208,9
Sid Tubarao	PN	8,24	0	14,11	7,45	597,3
Cemig	PN	9,83	7,33	4,29	7,15	115,8
Light S/A	ON	19,61	0	0	6,54	-65,2
Ipiranga Pet	PN	13,54	3,31	2,6	6,48	0,2
Itausa	PN	7,71	5,03	6,44	6,39	142,5
Bradesco	PN	7,81	6,1	5,21	6,37	49
Embraer	ON	12,48	3,16	3,45	6,36	48,4
Telesp	PN	5,57	7,32	5,97	6,29	151,9
Eletropaulo	PNA	0	3,05	14,13	5,73	0,2
Brasil	ON	6,57	5,15	4,81	5,51	279,1
Gerdau	PN	6,13	3,92	5,99	5,35	482,5
Eletróbrás	ON	8,47	4,03	2,97	5,16	-0,1
Brasil Telec	PN	0	2,5	12,92	5,14	22,4
Inepar	PN	10,13	4,34	0	4,82	-80
Brasil	PN	5,37	3,98	4,63	4,66	253,5
Embraer	PN	6,96	3,86	2,8	4,54	38,2
Petrobras Distrib	PN	8,42	0	4,93	4,45	42,1
Aracruz	PNB	2,02	0	8,84	3,62	344,5
Tele Centroeste Cel	PN	8,18	1,47	0,92	3,52	124,7
Copel	PNB	4,04	2,86	3,49	3,46	-34,9
Itaunibanco	PN	3,31	3,32	3,24	3,29	88
Petrobras	PN	2,71	1,73	4,77	3,07	118,9
Petrobras	ON	2,45	1,85	4,35	2,89	122,4
V C P	PN	1	0	7,29	2,76	296,6
Ambev	PN	3,89	1,94	1,43	2,42	23,8
Klabin S/A	PN	0,87	0,66	5,27	2,27	352
Tele Leste Celular	PN	6,6	0	0	2,2	-55
Tele Nordeste Celul	PN	3,9	0,66	0,79	1,78	49,9

Tabela 3 - Composição do Ibovespa em 01/04/2001 organizado por ordem decrescente da média de 3 anos do *dividend yield*. Grifados as 10 maiores médias de DY.

Continuação

Empresa	Classe	Dividend Yield 01 Abril 99 - 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 00 - 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 01 - 12 meses (em%)	Média Dividend Yield 99 -01	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 01até 01 Abril 04)
Tele Ci Sul (Tim Part S/A)	ON	3,55	1,01	0,25	1,60	32,8
Telemar	ON	0	2,3	2,15	1,48	38,2
Embratel Part	PN	0	1,88	2,42	1,43	-54,6
Embratel Part	ON	0	1,47	2,61	1,36	-31,4
Telesp Celular Participações S/A (Vivo)	PN	2,22	0,28	1,05	1,18	-11,4
Tele Ci Sul (Tim Part S/A)	PN	2,67	0,66	0,19	1,17	17,5
Telemar	PN	0	1,48	1,73	1,07	31
Brasil T Par	PN	0	2,85	0,03	0,96	33,9
Tran Paulist	PN	0	0	2,85	0,95	127,2
Brasil T Par	ON	0	2,43	0,03	0,82	25,5
Celesc	PNB	1,97	0,2	0,08	0,75	71,4
Banespa	PN	1,79	0	0,33	0,71	374,8
Gerasul (Tractebel)	PNA	1,7	0	0	0,57	77,7
AcesitaAm Inox Br	PN	1,59	0	0	0,53	120
Telemig Part	PN	0	0,8	0	0,27	37
Bradespar	PN	0	0	0	0	37,2
CRT Celular	PNA	0	0	0	0	-25,6
Globo Cabo (Net)	PN	0	0	0	0	-93,8
Telerj (Telemar N L)	PNB	0	0	0	0	9,6

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Tabela 4 - Composição do Ibovespa em 01/04/2004 organizado por ordem decrescente da média de 3 anos do *dividend yield*. Grifados as 10 maiores médias de DY.

Continua

Empresa	Classe	Dividend Yield 01 Abril 02 - 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 03 - 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 04 - 12 meses (em %)	Média Dividend Yield 02 - 04	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 04 até 01 Abril 07)
Sid Nacional	ON	26,92	3,06	5,55	11,84	151,5
Souza Cruz	ON	13,76	12,9	8,44	11,7	69,9
Tran Paulist	PN	4,81	18,97	9,12	10,97	192,4
Sabesp	ON	13,41	4,5	12,81	10,24	115,1
Telesp	PN	6,05	6,77	16,12	9,65	65,6
Telemar N L	PNA	2,24	9,95	9,49	7,23	-2,1
Sid Tubarao	PN	5,12	6,84	9,2	7,05	52,9
Telemar	ON	2,46	10,26	6,53	6,42	89,3
Gerdau	PN	5,3	9,88	3,66	6,28	190,7
Tractebel	ON	7,94	3,58	6,7	6,07	146
Itausa	PN	2,98	9,11	5,57	5,89	283,4
Petrobras	PN	5,49	5,5	6,14	5,71	146,1
Eletropaulo	PNA	0	16,86	0	5,62	24,5
Bradesco	PN	4,23	5,93	6,24	5,47	305,2
Cemig	ON	2,03	10,03	4,09	5,38	254,3
Brasil Telec	PN	3,36	7,37	5,19	5,31	6,1
Petrobras	ON	5,19	5,01	5,43	5,21	141,1
Telemar	PN	2,22	7,4	5,95	5,19	-13,7
Eletrabras	PNB	8,67	0	6,49	5,05	45,4
Brasil	ON	3,06	7,55	4,42	5,01	238,4
Vale R Doce	PNA	7,5	3,05	3,65	4,73	210,3
Vale R Doce	ON	7,33	2,93	3,15	4,47	219,1
Tele Centroeste Cel	PN	5,84	4,42	3,13	4,46	-12,7
Brasil T Par	ON	2,21	6,91	4,21	4,45	159,9
Braskem	PNA	8,01	4,56	0	4,19	-9,3
Cemig	PN	1,81	7,71	2,99	4,17	145,9
Klabin S/A	PN	4,92	0	7,53	4,15	63,9
Embraer	ON	5,78	4,08	2,13	4	42,4
Brasil T Par	PN	2,13	5,4	3,97	3,83	20,3
Itaunibanco	PN	3,85	4,14	3,49	3,83	181,4
Embraer	PN	5,41	3,8	1,83	3,68	-10,1
Usiminas	PNA	6,16	0	4,31	3,49	212,9
Ipiranga Pet	PN	2,57	0	7,02	3,2	339,2
Ambev	PN	1,94	2,38	4,78	3,03	157,7
CRT Celular	PNA	1,69	4,31	2,98	3	7,8
Eletrabras	ON	6,82	0	1,46	2,76	25,5
Tele Nordeste Celul	PN	1,17	6,4	0	2,53	-1
Tele CI Sul (Tim Part S/A)	ON	3,23	3,29	0,92	2,48	212,5

Tabela 4 - Composição do Ibovespa em 01/04/2004 organizado por ordem decrescente da média de 3 anos do *dividend yield*. Grifados as 10 maiores médias de DY.

Continuação

Empresa	Classe	Dividend Yield 01 Abril 02 - 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 03 - 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 04 - 12 meses (em %)	Média Dividend Yield 02 - 04	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 04 até 01 Abril 07)
Tele CI Sul (Tim Part S/A)	PN	2,94	3,6	0,78	2,44	66,8
Embratel Part	PN	2,34	0	4,69	2,34	-17,8
Telemig Part	PN	1,16	4,84	0	2	-21,4
Copel	PNB	1,73	4,1	0	1,94	132,9
Aracruz	PNB	0	2,74	2,86	1,87	14,1
Comgas	PNA	1,18	2,75	1,25	1,73	164,4
Celesc	PNB	0,24	0	3,84	1,36	99,4
V C P	PN	0	2,02	1,52	1,18	9,3
Bradespar	PN	2,51	0	0	0,84	290,5
Telesp Celular (Vivo)	PN	2,26	0	0	0,75	-71
Embratel Part	ON	2,03	0	0	0,68	-32,9
Acesita (Am Inox Br)	PN	0	0	0	0	315,3
Cesp	PNA	0	0	0	0	84,1
Light S/A	ON	0	0	0	0	-9
Net	PN	0	0	0	0	201,9
Tele Leste Celular	PN	0	0	0	0	1,8

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Tabela 5 - Composição do Ibovespa em 01/04/2007 organizado por ordem decrescente da média de 3 anos do *dividend yield*. Grifados as 10 maiores médias de DY.

Continua

Empresa	Classe	Dividend Yield 01 Abril 05 - 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 06 - 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 07 - 12 meses (em %)	Média Dividend Yield 05 - 07	Oscilação (%) em 2 anos (de 01 Abril 07até 01 Abril 09)
Telesp	PN	12,74	8,87	15,35	12,32	17,8
Brasil T Par	PN	2,79	16,18	8,96	9,31	2,2
Sid Nacional	ON	4,07	17,43	4,96	8,82	37,3
Brasil Telec	PN	3,52	11,34	10,09	8,32	36,9
Telemar N L	PNA	3,83	14,53	5,51	7,96	76,2
Ipiranga Pet	PN	8,3	7,93	4,6	6,94	-3,6
Souza Cruz	ON	7,2	6,93	6,5	6,88	24,9
Cemig	PN	5,69	10,52	4,32	6,84	21,7
Usiminas	PNA	8,84	6,64	4,11	6,53	-23,4
Eletrobrás	PNB	6,82	5,69	6,04	6,19	30,3
Gerdau Met	PN	7,69	5	4,67	5,79	-21,5
Comgas	PNA	0,83	8,97	7,29	5,7	-15,5
V C P	PN	4,94	7,68	4,36	5,66	-69,7
Telemar	PN	0	8,92	8,03	5,65	49,5
Brasil T Par	ON	1,87	10,85	4	5,57	55,4
Tran Paulist	PN	2,88	6,48	6,99	5,45	117,8
Aracruz	PNB	6,6	4,96	4,22	5,26	-83,9
Acesita (Am Inox Br)	PN	1,97	9,61	3,62	5,07	40,8
Celesc	PNB	7,1	3,16	4,69	4,98	0,5
Brasil	ON	4,25	3,46	6,47	4,73	-10,9
Submarino (B2W Varejo)	ON	0	0,19	13,83	4,67	-68,2
Telemig Part	PN	2,81	4,39	6,61	4,6	28,4
Gerdau	PN	5,86	3,7	3,58	4,38	-24,4
Sabesp	ON	3,03	6,4	3,44	4,29	-19,8
Sadia S/A	PN	5,05	6,41	1,3	4,26	-58,1
Klabin S/A	PN	4,12	4,04	4,59	4,25	-46,4
CCR Rodovias	ON	3,88	3,7	4,11	3,9	-14
Petrobras	PN	4,49	2,32	4,5	3,77	36,5
Itausa	PN	4,37	3	3,56	3,64	-6,8
Unibanco	UnN1	3,71	3,16	3,81	3,56	-12
Telemar	ON	0	6,71	3,84	3,52	-17,2
Petrobras	ON	3,92	2,15	4,01	3,36	50
Natura	ON	3,45	2,93	3,63	3,33	9,3
Arcelor BR	ON	2,86	4,96	1,89	3,24	13,9
Embraer	ON	4,94	2,25	2,14	3,11	-63,8
Bradesco	PN	3,74	2,61	2,77	3,04	-9,3
Ambev	PN	3,36	2,92	2,75	3,01	5,9
Braskem	PNA	2,02	4,63	2,06	2,9	-66,2

Tabela 5 - Composição do Ibovespa em 01/04/2007 organizado por ordem decrescente da média de 3 anos do *dividend yield*. Grifados as 10 maiores médias de DY.

Continuação

Empresa	Classe	Dividend Yield 01 Abril 05 - 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 06 - 12 meses (em %)	Dividend Yield 01 Abril 07 - 12 meses (em %)	Média Dividend Yield 05 - 07	Oscilação (%) em 2 anos (de 01 Abril 07até 01 Abril 09)
Itaunibanco	PN	2,83	2,67	2,64	2,71	-2,9
Perdigao S/A	ON	3,86	3,43	0,77	2,69	6,4
Vale R Doce	ON	3,53	2,54	1,5	2,53	-13,4
Vale R Doce	PNA	2,73	2,87	1,78	2,46	-11,3
Bradespar	PN	1,86	1,62	3,21	2,23	-20,7
Tim Part S/A	ON	4,68	1,76	0	2,15	-43,7
Tim Part S/A	PN	4,55	1,88	0	2,14	-55,5
Copel	PNB	1,25	1,69	1,96	1,64	11,7
Gol	PN	0	1,55	1,82	1,12	-89,2
P.Acucar-CBD	PN	0,9	0,91	0,95	0,92	7,7
Cyrela Realty	ON	0	0,99	1,18	0,72	-41,6
Eletrobras	ON	0,8	0,59	0,77	0,72	18,9
TAM S/A	PN	0	0,5	1,67	0,72	-76,1
ALL Amer Lat	UNT N2	0	0,68	0,52	0,4	-57,8
Vivo	PN	0	0	0,26	0,09	12,2
Cesp	PNB	0	0	0	0	-50
Cosan	ON	0	0	0	0	-72
Eletropaulo	PNB	0	0	0	0	79,9
Light S/A	ON	0	0	0	0	26,8
Net	PN	0	0	0	0	-39,2

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

7.5 APLICAÇÃO DO MODELO

A construção do portfólio será subdividida em cinco subperíodos, em que serão analisados os resultados parciais. Foram feitas duas carteiras de ações com pesos diferentes. A primeira foi dividida em pesos iguais (10% por ação), denominada carteira D1. Já a segunda, foi dividida proporcionalmente ao *dividend yield*, ou seja, quanto maior esse índice, entre os dez papéis selecionados, maior o peso da ação na carteira, considerando o somatório dele no período analisado, e será denominada carteira D2.

Para se ter parâmetros de renda fixa e variável, usou-se os índices mais tradicionais de *benchmark*: Ibovespa, CDI e a Poupança. Para esta simulação foi dado ao investidor um capital inicial de R\$100.000,00 e que serão, ao longo das mudanças dos papéis no portfólio, mantidas em suas respectivas aplicações, não ocorrendo retiradas de capital. Serão apresentadas as variações nos subperíodos da pesquisa.

Período 1

No primeiro período, a vigência do portfólio foi de 1 de abril de 1995 à 1 de abril de 1998. A alteração principal deste período em relação aos demais é que será considerado apenas o *dividend yield* de 1 de abril de 1994 até a mesma data de 1995, e não a média dos três anos como será apresentada nos próximos períodos. De conhecimento desses dados obtidos no Economática Sistemas e do site da CETIP (2009) para a oscilação do CDI, utilizando o aplicativo Microsoft Excel para tabulação, o portfólio foi distribuído.

Tabela 6 - Carteira D1 – Período 1

Empresa	Classe	Dividend Yield(%) em 01 abril 95 dos 12 meses anteriores	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 abril 95 até 01 abril 98)	Proporção 1 em 01 de abril de 1995	Valor final em 01 de abril de 1998
Paranapanema	PN	22,04	-43,1	R\$ 10.000,00	R\$ 5.690,00
Copene (Braskem)	PNA	20,31	151,7	R\$ 10.000,00	R\$ 25.170,00
Banespa	PN	18,11	2036,6	R\$ 10.000,00	R\$ 213.660,00
Usiminas	PNA	6,82	13,8	R\$ 10.000,00	R\$ 11.380,00
Souza Cruz	ON	5,97	219,9	R\$ 10.000,00	R\$ 31.990,00
Ipiranga Pet	PN	5,32	57,6	R\$ 10.000,00	R\$ 15.760,00
Metalúrgica Bárbara (S Gobain vidros)	ON	5,32	-38,9	R\$ 10.000,00	R\$ 6.110,00
Aracruz	PNB	4,99	10,1	R\$ 10.000,00	R\$ 11.010,00
Petrobras Distrib	PN	4,82	27,5	R\$ 10.000,00	R\$ 12.750,00
Acesita (Am Inox Br)	PN	4,72	-70,4	R\$ 10.000,00	R\$ 2.960,00
TOTAL			236,5	R\$ 100.000,00	R\$ 336.480,00

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Tabela 7 - Carteira D2 – Período 1

Empresa	Classe	Dividend Yield(%) em 01 abril 95 dos 12 meses anteriores	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 abril 95 até 01 abril 98)	Proporção 2 em 01 de abril de 1995	Valor Final em 01 de abril de 1998
Paranapanema PN	PN	22,04	-43,1	R\$ 22.393,82	R\$ 12.742,08
Copene (Braskem)	PNA	20,31	151,7	R\$ 20.636,05	R\$ 51.940,94
Banespa	PN	18,11	2036,6	R\$ 18.400,73	R\$393.150,03
Usiminas	PNA	6,82	13,8	R\$ 6.929,49	R\$ 7.885,75
Souza Cruz	ON	5,97	219,9	R\$ 6.065,84	R\$ 19.404,62
Ipiranga Pet	PN	5,32	57,6	R\$ 5.405,41	R\$ 8.518,92
Metalúrgica Bárbara (S Gobain vidros)	ON	5,32	-38,9	R\$ 5.405,41	R\$ 3.302,70
Aracruz	PNB	4,99	10,1	R\$ 5.070,11	R\$ 5.582,19
Petrobras Distrib	PN	4,82	27,5	R\$ 4.897,38	R\$ 6.244,16
Acesita (Am Inox Br)	PN	4,72	-70,4	R\$ 4.795,77	R\$ 1.419,55
TOTAL			410,2	R\$100.000,00	R\$510.190,95

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Índice	Valor Inicial	Oscilação em %	Valor final
Ibovespa	R\$ 100.000,00	297,33	R\$ 397.330,00
CDI	R\$ 100.000,00	132,8	R\$ 232.800,00
Poupança	R\$ 100.000,00	84,2	R\$ 184.200,00

Quadro 4- Indicadores

Fonte: Economatica e Cetip, elaborado pelo autor.

É possível verificar que, em relação ao Índice Bovespa, apenas a carteira D2 apresentou um retorno maior que o Ibovespa. Entretanto as duas carteiras ultrapassaram as aplicações de renda fixa.

Período 2

Neste período, em que a vigência da carteira será de 01 de abril de 1998 até 01 de abril de 2001, foram utilizadas as médias de três anos de dividendos e ajustados os pesos igualmente ao período anterior.

Tabela 8 - Carteira D1 – Período 2

Empresa	Classe	Média Dividend Yield 1995 - 1998	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 abril 98 até 01 abril 01)	Proporção 1 em 01 de abril de 1998	Valor Final em 01 de abril de 2001
Copesul	ON	17,48	177,1	R\$ 33.648,00	R\$ 93.238,61
Souza Cruz	ON	13,82	119,5	R\$ 33.648,00	R\$ 73.857,36
Copene (Braskem)	PNA	12,18	166,6	R\$ 33.648,00	R\$ 89.705,57
Cosipa	ON	8,71	35	R\$ 33.648,00	R\$ 45.424,80
Usiminas	PNA	7,49	22,7	R\$ 33.648,00	R\$ 41.286,10
Sid Tubarão	PN	7,02	33,1	R\$ 33.648,00	R\$ 44.785,49
Unipar	PNB	6,32	784,3	R\$ 33.648,00	R\$ 297.549,26
Sid Nacional	ON	6,13	180,3	R\$ 33.648,00	R\$ 94.315,34
Petrobras Distrib	PN	5,78	97,9	R\$ 33.648,00	R\$ 66.589,39
Brahma (Ambev)	PN	5,65	215,2	R\$ 33.648,00	R\$ 106.058,50
TOTAL			183,2	R\$336.480,00	R\$ 952.810,42

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Tabela 9 - Carteira D2 – Período 2

Empresa	Classe	Média Dividend Yield 1995 - 1998	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 abril 98 até 01 abril 01)	Proporção 2 em 01 de abril de 1998	Valor Final em 01 de abril de 2001
Copesul	ON	17,48	177,1	R\$ 98.455,93	R\$ 272.821,37
Souza Cruz	ON	13,82	119,5	R\$ 77.841,01	R\$ 170.861,02
Copene (Braskem)	PNA	12,18	166,6	R\$ 68.603,73	R\$ 182.897,54
Cosipa	ON	8,71	35	R\$ 49.058,99	R\$ 66.229,63
Usiminas	PNA	7,49	22,7	R\$ 42.187,35	R\$ 51.763,88
Sid Tubarão	PN	7,02	33,1	R\$ 39.540,08	R\$ 52.627,85
Unipar	PNB	6,32	784,3	R\$ 35.597,34	R\$ 314.787,25
Sid Nacional	ON	6,13	180,3	R\$ 34.527,16	R\$ 96.779,64
Petrobras Distrib	PN	5,78	97,9	R\$ 32.555,79	R\$ 64.427,91
Brahma (Ambev)	PN	5,65	215,2	R\$ 31.823,57	R\$ 100.307,89
TOTAL			169,2	R\$510.190,95	R\$1.373.503,98

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Índice	Valor Inicial	Oscilação em %	Valor final
Ibovespa	R\$397.300,00	21,98	R\$ 484.663,13
CDI	R\$232.800,00	82,48	R\$ 424.813,44
Poupança	R\$184.200,00	36,9	R\$ 318.703,20

Quadro 5- Indicadores

Fonte: Economatica e Cetip, elaborado pelo autor.

Neste período cabe ressaltar que as duas carteiras ultrapassaram todos os *benchmarks*. Além disso, por esse período já utilizar a média de dividendos dos três anos anteriores, temos apenas variações positivas na oscilação. As ações da Copene, Souza Cruz e Usiminas se mantiveram no portfólio.

É nesse período em que a superação dos índices parâmetros faz com que o crescimento de capital nas duas carteiras tenha uma alta significância, pois tem-se altos valores obtidos pelas duas carteiras. Evidencia-se o alto retorno total proporcionado pela ação preferencial da Unipar como um impulsionador do ganho de capital das duas carteiras.

Período 3

Neste período, em que a vigência da carteira será de 01 de abril de 2001 até 01 de abril de 2004, foram utilizadas as médias de três anos de dividendos e ajustados os pesos igualmente ao período anterior.

Tabela 10 - Carteira D1 – Período 3

Empresa	Classe	Média Dividend Yield 1998-2001	Oscilacao (%) em 3 anos (de 01 abril 01 até 01 abril 04)	Proporção 1 em 01 de abril de 2001	Valor Final em 01 de abril de 2004
Sid Nacional	ON	25,39	583,3	R\$ 95.281,04	R\$ 651.055,36
Souza Cruz	ON	19,98	312,1	R\$ 95.281,04	R\$ 392.653,17
Copene (Braskem)	PNA	13,27	168,9	R\$ 95.281,04	R\$ 256.210,72
Usiminas	PNA	11,24	435,2	R\$ 95.281,04	R\$ 509.944,13
Cemig	ON	10,23	69,8	R\$ 95.281,04	R\$ 161.787,21
Eletrobrás	PNB	9,32	17,3	R\$ 95.281,04	R\$ 111.764,66
Cesp	PNA	9,05	-49,8	R\$ 95.281,04	R\$ 47.831,08
Sabesp	ON	9,04	6,7	R\$ 95.281,04	R\$ 101.664,87
Vale R Doce	PNA	7,53	208,9	R\$ 95.281,04	R\$ 294.323,14
Sid Tubarão	PN	7,45	597,3	R\$ 95.281,04	R\$ 664.394,70
TOTAL			234,97	R\$952.810,42	R\$3.191.629,05

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Tabela 11 - Carteira D2 – Período 3

Empresa	Classe	Média Dividend Yield 1998 - 2001	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 abril 01 até 01 abril 04)	Proporção 2 em 01 de abril de 2001	Valor Final em 01 de abril de 2004
Sid Nacional	ON	25,39	583,3	R\$ 284.679,72	R\$1.945.216,55
Souza Cruz	ON	19,98	312,1	R\$ 224.021,30	R\$ 923.191,79
Copene (Braskem)	PNA	13,27	168,9	R\$ 148.786,92	R\$ 400.088,03
Usiminas	PNA	11,24	435,2	R\$ 126.026,00	R\$ 674.491,14
Cemig	ON	10,23	69,8	R\$ 114.701,60	R\$ 194.763,31
Eletrobrás	PNB	9,32	17,3	R\$ 104.498,43	R\$ 122.576,65
Cesp	PNA	9,05	-49,8	R\$ 101.471,11	R\$ 50.938,50
Sabesp	ON	9,04	6,7	R\$ 101.358,99	R\$ 108.150,04
Vale R Doce	PNA	7,53	208,9	R\$ 84.428,45	R\$ 260.799,48
Sid Tubarão	PN	7,45	597,3	R\$ 83.531,47	R\$ 582.464,92
TOTAL			283,2	R\$1.373.503,98	R\$5.262.680,42

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Índice	Valor Inicial	Oscilação (em %)	Valor final
Ibovespa	R\$ 484.706,00	56,86	R\$ 760.242,59
CDI	R\$ 424.813,44	72,51	R\$ 732.845,67
Poupança	R\$ 318.703,20	32	R\$ 420.688,22

Quadro 6- Indicadores

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Assim como no período anterior, os dois portfólios tiveram retorno muito maior que os *benchmarks*, tanto de renda fixa, quanto variável. Cabe salientar que, neste período, o capital em reais das duas carteiras obtiveram um crescimento substancial, principalmente a carteira D2, em que apresenta um patrimônio muito superior aos demais. Num período em que o índice Bovespa não superou o CDI, a oscilação superior das carteiras em relação aos seus *benchmarks* é muito válida.

Através da ordem decrescente da média de pagamento de dividendos, 5 ações permaneceram nas carteiras analisadas: Souza Cruz, Copene, Usiminas, Siderúrgica Tubarão, e Siderúrgica Nacional.

Período 4

Neste período, em que a vigência da carteira será de 01 de abril de 2004 até 01 de abril de 2007, foram utilizadas as médias de três anos de dividendos e ajustados os pesos igualmente ao período anterior.

Tabela 12 - Carteira D1 – Período 4

Empresa	Classe	Média Dividend Yield 2001 - 2004	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 abril 04 até 01 abril 07)	Proporção 1 em 01 de abril de 2004	Valor Final em 01 de abril de 2007
Sid Nacional	ON	11,84	151,5	R\$ 319.162,91	R\$ 802.694,71
Souza Cruz	ON	11,7	69,9	R\$ 319.162,91	R\$ 542.257,78
Tran Paulist	PN	10,97	192,4	R\$ 319.162,91	R\$ 933.232,33
Sabesp	ON	10,24	115,1	R\$ 319.162,91	R\$ 686.519,41
Telesp	PN	9,65	65,6	R\$ 319.162,91	R\$ 528.533,77
Telemar N L	PNA	7,23	-2,1	R\$ 319.162,91	R\$ 312.460,48
Sid Tubarão	PN	7,05	52,9	R\$ 319.162,91	R\$ 488.000,08
Telemar	ON	6,42	89,3	R\$ 319.162,91	R\$ 604.175,38
Gerdau	PN	6,28	190,7	R\$ 319.162,91	R\$ 927.806,56
Tractebel	ON	6,07	146	R\$ 319.162,91	R\$ 785.140,75
TOTAL			107,1	R\$ 3.191.629,05	R\$ 6.610.821,25

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Tabela 13 - Carteira D2 – Período 4

Empresa	Classe	Média Dividend Yield 2001 - 2004	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 abril 04 até 01 abril 07)	Proporção 2 em 01 de abril de 2004	Valor Final em 01 de abril de 2007
Sid Nacional	ON	11,84	151,5	R\$ 712.523,00	R\$ 1.791.995,34
Souza Cruz	ON	11,7	69,9	R\$ 704.097,89	R\$ 1.196.262,32
Tran Paulist	PN	10,97	192,4	R\$ 660.167,00	R\$ 1.930.328,31
Sabesp	ON	10,24	115,1	R\$ 616.236,11	R\$ 1.325.523,86
Telesp	PN	9,65	65,6	R\$ 580.730,31	R\$ 961.689,40
Telemar N L	PNA	7,23	-2,1	R\$ 435.096,39	R\$ 425.959,37
Sid Tubarão	PN	7,05	52,9	R\$ 424.264,12	R\$ 648.699,83
Telemar	ON	6,42	89,3	R\$ 386.351,15	R\$ 731.362,73
Gerdau	PN	6,28	190,7	R\$ 377.926,05	R\$ 1.098.631,03
Tractebel	ON	6,07	146	R\$ 365.288,40	R\$ 898.609,45
TOTAL			109,2	R\$5.262.680,42	R\$ 11.009.061,65

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Índice	Valor Inicial	Oscilação (em %)	Valor final
Ibovespa	R\$ 760.503,71	102,25	R\$ 1.537.590,64
CDI	R\$ 732.845,67	57,9	R\$ 1.157.163,31
Poupança	R\$ 420.688,22	28,2	R\$ 539.322,30

Quadro 7- Indicadores

Fonte: Economatica e Cetip, elaborado pelo autor.

Verifica-se que, assim como nos demais períodos estudados, as duas carteiras renderam mais do que os *benchmarks* analisados; numa amplitude, porém, menor. Numa época em que o Ibovespa superou em muito a taxa livre de risco (CDI)¹⁷ e a poupança, as carteiras baseadas em dividendos tiveram uma rentabilidade também maior.

Mantiveram-se no portfólio as seguintes ações: Siderúrgica Nacional e Souza Cruz mantendo, nos dois períodos, as duas primeiras posições em dividendos, além Sabesp e Siderúrgica Tubarão.

Período 5

Neste período, em que a vigência da carteira será de apenas dois anos, abrangendo as datas de 01 de abril de 2007 até 01 de abril de 2009, foram utilizadas as médias de três anos de dividendos e ajustados os pesos igualmente ao período anterior.

¹⁷ Silveira, Barros e Fama (2002), em seu estudo, afirmam que o Certificado de Depósito Interbancário (CDI), mostra-se condizente com a conceituação teórica de uma taxa pura de juros livre de risco.

Tabela 14 - Carteira D1 – Período 5

Empresa	Classe	Média Dividend Yield 2004 - 2007	Oscilação (%) em 2 anos (de 01 abril 07 até 01 abril 09)	Proporção 1 em 01 de abril de 2007	Valor Final em 01 de abril de 2009
Telesp	PN	12,32	17,8	R\$661.082,13	R\$ 778.754,74
Brasil T Par	PN	9,31	2,2	R\$661.082,13	R\$ 675.625,93
Sid Nacional	ON	8,82	37,3	R\$661.082,13	R\$ 907.665,76
Brasil Telec	PN	8,32	36,9	R\$661.082,13	R\$ 905.021,43
Telemar N L	PNA	7,96	76,2	R\$661.082,13	R\$1.164.826,70
Ipiranga Pet ¹⁸	PN	6,94	-3,6	R\$661.082,13	R\$ 637.283,17
Souza Cruz	ON	6,88	24,9	R\$661.082,13	R\$ 825.691,57
Cemig	PN	6,84	21,7	R\$661.082,13	R\$ 804.536,95
Usiminas	PNA	6,53	-23,4	R\$661.082,13	R\$ 506.388,91
Eletrobras	PNB	6,19	30,3	R\$661.082,13	R\$ 861.390,01
TOTAL			22,03	R\$6.610.821,25	R\$ 8.067.185,17

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

Tabela 15 - Carteira D2 – Período 5

Empresa	Classe	Média Dividend Yield 2004 - 2007	Oscilação (%) em 2 anos (de 01 abril 07 até 01 abril 09)	Proporção 2 em 01 de abril de 2007	Valor Final em 01 de abril de 2009
Telesp	PN	12,32	17,8	R\$ 1.693.067,53	R\$ 1.994.433,55
Brasil T Par	PN	9,31	2,2	R\$ 1.279.420,35	R\$ 1.307.567,59
Sid Nacional	ON	8,82	37,3	R\$ 1.212.082,43	R\$ 1.664.189,18
Brasil Telec	PN	8,32	36,9	R\$ 1.143.370,28	R\$ 1.565.273,91
Telemar N L	PNA	7,96	76,2	R\$ 1.093.897,52	R\$ 1.927.447,44
Ipiranga Pet	PN	6,94	-3,6	R\$ 953.724,73	R\$ 919.390,64
Souza Cruz	ON	6,88	24,9	R\$ 945.479,27	R\$ 1.180.903,61
Cemig	PN	6,84	21,7	R\$ 939.982,30	R\$ 1.143.958,45
Usiminas	PNA	6,53	-23,4	R\$ 897.380,76	R\$ 687.393,66
Eletrobras	PNB	6,19	30,3	R\$ 850.656,49	R\$ 1.108.405,41
TOTAL			22,62	R\$ 11.009.061,65	R\$ 13.498.963,44

Fonte: Economatica, elaborado pelo autor.

¹⁸ A partir do pregão de 23 de janeiro de 2008, as ações da Ipiranga Petróleo foram substituídas pelas ações da Ultrapar (UGPA4).

Índice	Valor Inicial	Oscilação (em %)	Valor final
Ibovespa	R\$ 1.538.499,01	-8,36	R\$ 1.409.048,06
CDI	R\$ 1.157.163,31	25,49	R\$ 1.452.124,23
Poupança	R\$ 539.322,30	16,2	R\$ 626.692,52

Quadro 8 - Indicadores

Fonte: Economatica e Cetip, elaborado pelo autor.

Em um momento que o Ibovespa perde em rentabilidade para a Renda Fixa, sendo ela negativa, as carteiras baseadas em dividendos tiveram uma valorização. Ou seja, ainda que tenha ganhado menos do que o CDI, o investidor dessas carteiras ainda obtém ganho de capital, ao contrário do Índice Bovespa.

Mantiveram-se no portfólio as seguintes ações: Siderúrgica Nacional, Souza Cruz, Telesp e Telemar NL.

8. ANÁLISE DOS RESULTADOS - PERÍODO TOTAL

Verificou-se que os portfólios criados tiveram uma variação positiva muito superior a todos os *benchmarks* analisados. Cabe exaltar uma ação que apareceu em todos os períodos e carteiras avaliadas, a Souza Cruz, sempre com oscilações positivas e entre os maiores pagamentos anuais de dividendos. Além dessa companhia fumageira, a Companhia Siderúrgica Nacional figurou em quatro dos cinco períodos analisados e, a partir de 1996 sempre distribuiu dividendos regulares. Salienta-se ainda que Souza Cruz e Companhia Siderúrgica Nacional no período analisado (1 de abril de 1995 a 1 de abril de 2009) tiveram rentabilidades, ajustadas para proventos, de 6036,8% e 12.868,0% respectivamente.

Índice	Valor Inicial	Oscilação (em %)	Valor final
Carteira 2	R\$ 100.000,00	13398,96	R\$ 13.498.963,44
Carteira 1	R\$ 100.000,00	7967,19	R\$ 8.067.185,17
Ibovespa	R\$ 100.000,00	1309,05	R\$ 1.409.048,06
CDI	R\$ 100.000,00	1352,12	R\$ 1.452.124,23
Poupança	R\$ 100.000,00	526,69	R\$ 626.692,52

Quadro 9 – Indicadores , valor final

Fonte: Economática e Cetip, elaborado pelo autor.

Ressalta-se ainda que, o portfólio de ações que foi distribuído proporcionalmente ao maior pagamento de dividendo (D2) teve uma variação muito superior à carteira arranjada de maneira igualitária. Observa-se que as duas carteiras tiveram um rendimento muito expressivo em relação aos seus índices e que, considerando o valor aportado no início do período estudado, é um valor expressivo para a poupança de aposentadoria. Colaboraram para esse expressivo ganho de capital os grandes retornos nos primeiros períodos de ações com os maiores dividendos.

Há que frisar a diferença de acumulação de capital entre as carteiras que reinvestiram os proventos recebidos pelas ações e as carteiras que não aplicaram esses recursos, estas não tiveram um retorno tão expressivo quanto aquelas (vide Anexo D).

Nos dois gráficos a seguir é possível uma melhor visualização do aumento de capital ao longo do período estudado e a variação em porcentagem dos índices pesquisados.

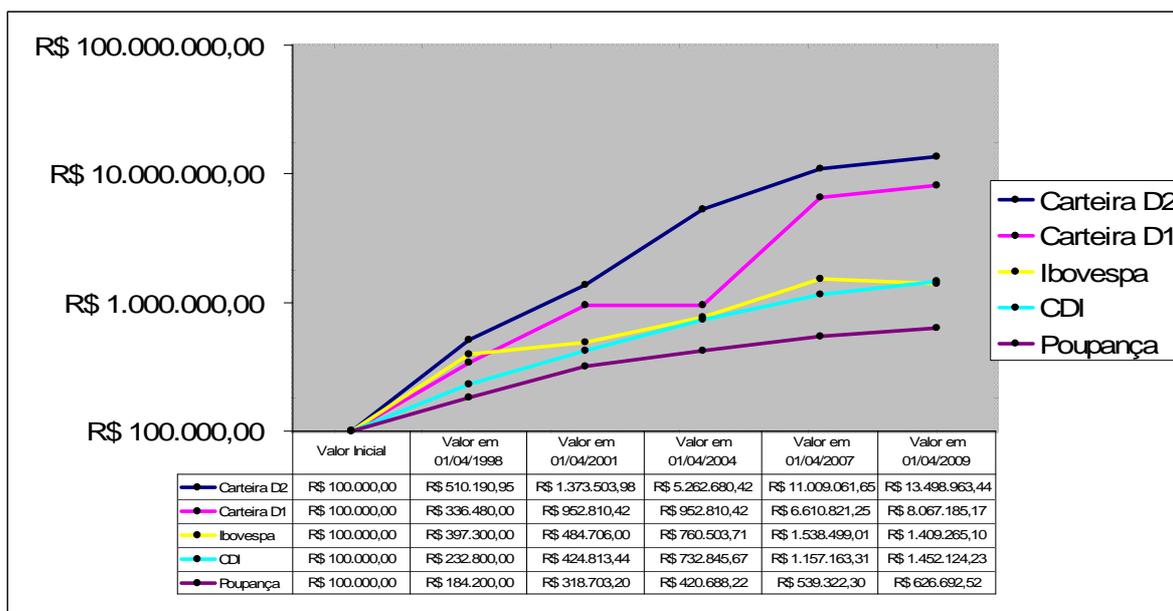


Gráfico 1 – Crescimento de Capital

Em termos absolutos, é bastante significativa a diferença entre as carteiras pesquisadas e o Ibovespa. Para um longo prazo, é visto que o fator juros/tempo traz ao poupador grandes vantagens na manutenção de um portfólio baseado em dividendos, enquanto o Índice Bolsa não supera o CDI bruto no mesmo período.

A expressão dos ganhos de capital ao longo do tempo sugere que a obtenção de rentabilidades das carteiras, sempre maiores que o Índice Bolsa, levaram a uma valorização de mais de %13.000 e %7.900 em um período de 14 anos, seja um grande atrativo ao público poupador.

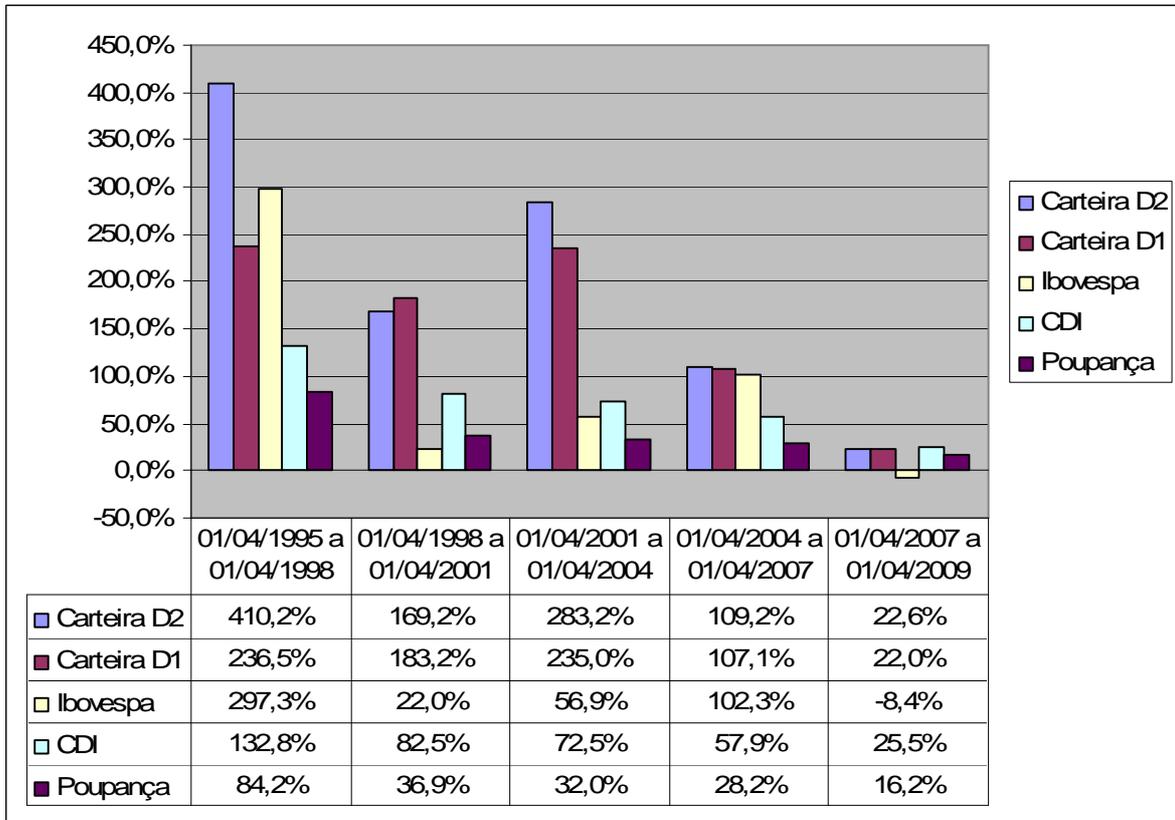


Gráfico 2 – Variação em %

Levando em consideração um período longo, como o da presente pesquisa, identificou-se que as duas carteiras elaboradas ultrapassam o Ibovespa em todos os períodos analisados, salvo o primeiro período, em que apenas uma das carteiras obteve um resultado melhor. A maior valia desses dados é referente aos períodos em que o Índice Bolsa não superou o ativo livre de risco brasileiro, o CDI. Porém, sempre observando que os ativos de renda fixa são tributados na fonte, fazendo com que os rendimentos sejam alterados, já no mercado de ações, caso o montante de vendas não ultrapasse R\$20.000 no mês não há incidência de Imposto de Renda. Os portfólios, excetuando o último período avaliado, superaram todos os seus parâmetros, mostrando que os dividendos podem ser uma ferramenta importante na tomada de decisão na escolha de um portfólio de poupança para aposentadoria.

É de fundamental importância a observação das variações nos períodos 2 e 3 (01 de abril de 1998 a 01 de abril de 2004), pois é neles que ocorre um crescimento

substancial do capital investido. Nesses períodos o Ibovespa obtém uma variação baixa em relação aos portfólios compostos baseados em dividendos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho foram apresentados os instrumentos que o investidor individual dispõe para a formação de poupança para a aposentadoria. Muito comum em países desenvolvidos, a compra de ações, visando a uma acumulação de capital para uma aposentadoria mais confortável, vem se tornando cada vez mais comum no Brasil. A popularização da Bolsa de Valores aliada a um maior cuidado com as finanças pessoais, graças ao aumento da renda, trouxe à tona o assunto chave desse trabalho.

No Brasil, após a implantação do Plano Real, com uma inflação podendo ser controlada, a busca por um rendimento maior para os investimentos da pessoa física tornou-se um tema importante no mercado financeiro. A educação financeira trouxe uma maior consciência de o que fazer com o dinheiro e onde o aplicar.

Além disso, as incertezas cada vez maiores em relação à Previdência Social fazem com que o brasileiro tenha uma procura maior por instrumentos de poupança. Como visto anteriormente, as opções de acumulação de poupança existentes no mercado têm altos custos que, em um longo prazo, trazem perdas consideráveis com taxas de administração e performance, por exemplo. Incitar o investidor para que ele mesmo possa montar seu portfólio de ações com uma base sólida em dividendos, como demonstrado no presente trabalho, é um instrumento muito significativo para que, doravante, tenha uma aposentadoria cômoda sem a dependência da Previdência Oficial.

A vantagem da compra de ações em relação a outros tipos de investimento é o seu custo. Na compra de papéis, o investidor desembolsa uma corretagem fixa e, como visto anteriormente, para vendas no mês abaixo de R\$ 20.000, não há incidência de Imposto de Renda, diferentemente de outras aplicações, como fundos de investimento ou previdência privada, por exemplo. Esses custos ao longo do tempo trazem uma diminuição da rentabilidade muito significativa, pois se fala em relação juros/tempo. Apesar de despende tempo para gestão de seu próprio portfólio, o investidor economiza com altas taxas de gerenciamento financeiro e, com a utilização dos

dividendos como base para uma carteira de ações, e sua conseqüente reaplicação na carteira, proporciona retornos consideráveis ao poupador.

Partindo desse conceito, buscou-se analisar se os maiores *dividend yields* do Ibovespa aliada a sua constância de pagamento nos exercícios pesquisados, podem ser ferramentas na escolha de um portfólio de poupança para aposentadoria. A escolha de ações que fazem parte do Ibovespa traz a segurança da liquidez para o poupador, justificando as permutas das carteiras nos períodos verificados. Sendo que a possibilidade de venda rápida de um ativo líquido é um atrativo a mais para composição de portfólios de poupadores individuais.

Dentre as escolhas mais palpáveis para o investidor, foi observado que as carteiras baseadas em dividendos obtiveram retornos muito acima dos *benchmarks* de renda fixa e variável. A dissolução da incerteza em relação à renda futura trazida pelo pagamento de dividendos, traz ao investidor uma motivação maior para a compra de papéis de empresas que pagam os maiores proventos, sempre, aliada a vantagem tributária proporcionada ao acionista de receber dividendos no Brasil. Sendo que só se terá dividendos no caso de, obviamente, a empresa ter obtido lucro no exercício, empresas com pagamento constante retratam sua solidez e, ao buscá-las, o poupador tem uma maior certeza de sua idoneidade e, por conseguinte, essas ações têm uma diferenciação na rentabilidade.

Após a análise de dados pode-se concluir que os objetivos alvitados neste trabalho foram alcançados e que as conclusões e resultados apurados são de extrema valia. Como mostrado no presente estudo, os dividendos podem ser um instrumento interessante para amparar o poupador na escolha de seu portfólio de aposentadoria. No Brasil, ainda está sendo aperfeiçoada a entrada de pequenos e médios investidores no mercado de ações.

Através de ações promovidas pela própria Bovespa para trazer mais investidores e a estabilidade econômica conseguida ao longo do período estudado mostram que o investidor deve buscar alternativas mais vantajosas para composição de uma poupança aliando o mercado de ações e previdenciário. A composição de uma carteira de ações baseadas em dividendos teve uma rentabilidade considerável em relação aos índices

de mercado. Conclui-se, portanto, que o esteio no *dividend yield* pode ser uma escolha atrativa aos poupadores de aposentadoria.

A questão dos dividendos se tornou uma questão importante a partir do controle da inflação. Em países desenvolvidos no mercado de ações temos muitos estudos acerca do tema deste trabalho, porém como dito anteriormente, o mercado brasileiro, não tendo tantas pesquisas sobre dividendos, já pode ser mais avaliado através de estudos nessa área. A combinação de poupança de aposentadoria com a compra de papéis de empresas sólidas e pagadoras de dividendos são possibilidades de estudo para um material legitimamente brasileiro.

BIBLIOGRAFIA

ANBID, **Como Investir**. Disponível em <<http://www.comoinvestir.com.br/anbid/CalendarRedirect/?temp=5&proj=anbid&pub=T&comp=Acoes&db=&docid=711D25FA2333F22D83257102006B33B0>> acesso em: 14 abr. 2009.

ARRUDA, Maria da Glória Chagas. **A Previdência Privada Aberta como relação de consumo**. 2000. 329p. Tese (Mestrado em Direito Previdenciário). Pontifícia Universidade de São Paulo. São Paulo.

BERTUSSI, Luís Antônio Sleimann; TEJADA, César A. O.. Conceito, estrutura e evolução da previdência social no Brasil. **Teoria e Evidência Econômica**, Passo Fundo, v.11, n.20, maio 2003.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Fundamentos de investimentos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000

BOVESPA. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 01 nov. 2008

BOVESPA. **Ibovespa 40 anos**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 03 mai. 2009.

BRASIL, **Constituição (1988)**. Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília. Senado Federal, 1988.

BRASIL, **Lei n.º 6404** de 15 de dezembro de 1976, Brasília. Senado Federal, 1976.

BRASIL, **Lei n.º 6.435**, de 15 de julho de 1977, Brasília. Casa Civil, 1977.

BRASIL, **Lei n.º 10.303** de 31 de outubro de 2001, Brasília. Casa Civil, 2001

BRASIL, **Lei n.º 11.033** de 21 de dezembro de 2004, Brasília. Casa Civil, 2004

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. **O que são títulos Públicos?**. Disponível em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro_dir_eto/titulos_publicos.asp> .Disponível em: 04 abr. 2009.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C.. **Administração financeira : teoria e prática**. São Paulo: Thomson, 2006.

CBLC (Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia). **Tesouro Direto**. Disponível em: <<http://www.cblic.com.br/cblic/ProdutosServicos/TitulosPublicos.asp?tit=10>> Acesso em 14 abr. 2009.

CETIP (Câmara de Custódia e Liquidação). **Acumule DI entre datas**. Disponível em <www.cetip.com.br>. Acesso em 01 mai. 2009.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas : manual do usuário**. Porto Alegre: Bookman, 2002.

FENAPREVI (Federação Nacional de Previdência Privada e Vida). **Publicações de estudos e artigos**. Disponível em: www.fenaprevi.org.br Acesso em: 17 abr. 2009.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro : produtos e serviços**. 17. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

INFOMONEY. **Renda Fixa**. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=577666&path=/investimentos/rendafixa/>> em 09 mai. 2009.

INVERTIA. **Previdência Privada**. Disponível em: <<http://invertia.terra.com.br/previdencia/interna/0,,OI147053-EI1807,00.html>>. Acesso em: 15 mai. 2009.

LOSS ,Lenita; NETO , Alfredo Sarlo. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**, USP, São Paulo, n. 40, p. 52 – 66, Jan./Abr. 2006

MALLMAN, Gaspar Calisto. **Estudo sobre a percepção da previdência social e sua influência na decisão de aderir a planos de previdência complementar aberta**. Trabalho de conclusão de curso de mestrado em Engenharia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. 2004

ELTON, Edwin J. et al. **Moderna teoria de carteiras e análise de investimentos**. São Paulo: Atlas, 2004.

NAJBERG, Sheila; IKEDA, Marcelo. **Previdência no Brasil: Desafios e Tendências. A economia brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

PASCHOARELLI, Rafael. **Como ganhar dinheiro no Mercado Financeiro: encontre o perfil de investidor adequado a sua personaliade**. 2ª edição, Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

PASUCH, Diogo F. **Política de dividendos e tributação no Brasil**. 2006. 135f. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale dos Sinos, São Leopoldo. 2006.

PIFFERO, Liriane Piffero de. **Avaliação da expectativa de ganho de planos de previdência privada disponíveis no mercado brasileiro**. Trabalho de Conclusão de Curso da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. 2007.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais : fundamentos e técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

PORTAL DO INVESTIDOR. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br>>. Acesso em: 21 mar 2009.

ROBICHEK, Alexander A.; MYERS, Stewart C. **Otimização das decisões financeiras**. São Paulo: Atlas, 1971

ROESCH, Sylvia M. A. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Princípios de administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SILVEIRA, Héber. P.; BARROS, Lucas A.; FAMA, Rubens. . **Conceito de Taxa Livre de Risco e sua Aplicação no Capital Asset Pricing Model - Um Estudo Exploratório para o Mercado Brasileiro**. In: 2º Encontro Brasileiro de Finanças, 2002, Rio de Janeiro. 2º Encontro Brasileiro de Finanças, 2002.

THOMAZ, J.C.; CANUTO, A.M.; FERNANDES, M. F. O. O crescimento da previdência privada aberta face à crise da previdência social. **Revista Eletrônica Jovens Pesquisadores**. São Paulo, v. 2, 2005. Disponível em: <www.mackenzie.com.br/jovenspesquisadores/2.2/2_2_09.pdf>. Acesso em: 12 abr.2009.

ANEXO A – COMPOSIÇÃO DO IBOVESPA NOS PERÍODOS DA PESQUISA.

COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA TEÓRICA (JANEIRO A ABRIL/95)			
CÓDIGO	AÇÃO	TIPO	PART.(%)
ACE4	ACESITA	PN * INT	0,58
AVI4	AÇOS VILLARES	PN * INT	0,10
ALP4	ALPARGATAS	PN *	0,14
ARC6	ARACRUZ	PNB *	0,22
BES4	BANESPA	PN *	0,61
BEL3	BELGO MINEIRA	ON *	0,17
BEL4	BELGO MINEIRA	PN *	0,16
BOB4	BOMBRIL	PN *	0,16
BBD4	BRADESCO	PN * ED	1,97
BRH4	BRAHMA	PN *	0,65
BB 3	BRASIL	ON *	0,22
BB 4	BRASIL	PN *	2,10
BMT4	BRASMOTOR	PN *	0,48
CME4	CAEMI METAL	PN *	0,18
CMI4	CEMIG	PN *	3,66
CES4	CESP	PN *	1,20
CEV4	CEVAL	PN *	0,42
ICP4	CIM ITAÚ	PN *	0,18
FAP4	COFAP	PN *	0,22
CPN5	COPENE	PNA *	0,65
DUR4	DURATEX	PN *	0,23
ELE3	ELETRÓBRÁS	ON * INT	6,12
ELE6	ELETRÓBRÁS	PNB * INT	9,34
ERI4	ERICSSON	PN *	0,22
EST4	ESTRELA	PN *	0,23
PTI4	IPIRANGA PET	PN *	0,57
ITA4	ITAUBANCO	PN *	0,60
ITS4	ITAÚSA	PN * ED	0,21
KLA4	KLABIN	PN *	0,21
LIG3	LIGHT	ON *	1,08
BAR4	MET BARBARÁ	PN *	0,11
LEV4	METAL LEVE	PN *	0,12
BNA4	NACIONAL	PN *	0,36
PSI4	PAPEL SIMÃO	PN *	0,26
PMA4	PARANAPANEMA	PN *	0,69
PAL3	PAUL F LUZ	ON *	0,44
PET4	PETROBRÁS	PN *	10,89
BRD4	PETROBRÁS BR	PN *	1,68
REP4	REFRIPAR	PN *	0,45
SCO4	SADIA CONCÓRDIA	PN *	0,56
SHA4	SHARP	PN *	0,53
CSN3	SID NACIONAL	ON *	2,04
RIO4	SID. RIOGRANDENSE	PN *	0,15
CST6	SID TUBARÃO	PNB *	1,33
CRU3	SOUZA CRUZ	ON	0,30
SUZ4	SUZANO	PN	0,10
TEL3	TELEBRÁS	ON * I94	2,65
TEL4	TELEBRÁS	PN * I94	31,25
TEP4	TELEPAR	PN *	0,35
TLS3	TELESP	ON * EB	0,32
TLS4	TELESP	PN * EB	2,21
UNI6	UNIPAR	PNB *	0,40
USI4	USIMINAS	PN *	3,68
VAL4	VALE R DOCE	PN *	5,72
WHM3	WHITE MARTINS	ON *	0,51
			100,00

COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA TEÓRICA (JANEIRO A ABRIL/1998)			
CÓDIGO	AÇÃO	TIPO	PART.(%)
ACE4	ACESITA	PN*	0,26
ARC6	ARACRUZ	PNB	0,31
BES4	BANESPA	PN*	1,85
BEL3	BELGO MINEIR	ON*	0,08
BEL4	BELGO MINEIR	PN*	0,12
BBD4	BRADESCO	PN*	2,44
BRH4	BRAHMA	PN*	1,20
BB 3	BRASIL	ON*	0,11
BB 4	BRASIL	PN	1,30
BMT4	BRASMOTOR	PN*	0,43
CLS8	CELESC	PNB	0,70
CMI3	CEMIG	ON*	0,43
CMI4	CEMIG	PN*	3,32
CES4	CESP	PN*	1,65
CEV4	CEVAL	PN*	0,16
CPN5	COPENE	PNA*	0,19
CPS3	COPEL	ON*	0,09
CSI6	COSIPA	PNB	0,31
DUR4	DURATEX	PN*	0,13
REP4	ELECTROLUX	PN*	0,24
ELE3	ELETRONBRAS	ON*	5,18
ELE6	ELETRONBRAS	PNB*	4,96
ELP4	ELETROPOL	PN*	0,76
ERI4	ERICSSON	PN*	1,33
INE4	INEPAR	PN*	1,14
PTI4	IPIRANGA PET	PN*	0,26
ITA4	ITAUBANCO	PN*	0,85
ITS4	ITAUSA	PN	0,43
KLA4	KLABIN	PN	0,21
LIG3	LIGHT	ON*	0,95
LIP3	LIGHTPAR	ON*	0,68
PMA4	PARANAPANEMA	PN*	0,10
PAL3	PAUL F LUZ	ON*	0,62
PET4	PETROBRAS	PN*	7,71
BRD4	PETROBRAS BR	PN*	0,45
SCO4	SADIA CONCOR	PN	0,33
SHA4	SHARP	PN*	0,35
CSN3	SID NACIONAL	ON*	0,67
CST6	SID TUBARAO	PNB*	0,42
CRU3	SOUZA CRUZ	ON	0,23
TEL3	TELEBRAS	ON*	5,25
TEL4	TELEBRAS	PN*	40,34
TEP4	TELEPAR	PN*	0,37
TER4	TELERJ	PN*	0,78
TLS3	TELESP	ON*	0,71
TLS4	TELESP	PN*	3,80
UNI6	UNIPAR	PNB	0,17
USI4	USIMINAS	PN	1,60
PSI4	V C P	PN*	0,17
VAL4	VALE R DOCE	PN	3,46
WHM3	WHIT MARTINS	ON	0,40
			100,00

CARTEIRA DEFINITIVA DO IBOVESPA PARA JANEIRO A ABRIL/2001			
CÓD.	AÇÃO	TIPO	PART. %
ACES4	ACESITA	PN *	1,172
AMBV4	AMBEV	PN *	1,016
ARCZ6	ARACRUZ	PNB	0,882
BESP4	BANESPA	PN *	2,511
BBDC4	BRADESCO	PN *	3,733
BRAP4	BRADESPAR	PN *	2,124
BBAS3	BRASIL	ON *	0,181
BBAS4	BRASIL	PN *	0,792
TCSP3	BRASIL T PAR	ON *	1,377
TCSP4	BRASIL T PAR	PN *	4,331
TEPR4	BRASIL TELECOM	PN *	2,193
CLSC6	CELESC	PNB	0,715
CMIG3	CEMIG	ON *	0,150
CMIG4	CEMIG	PN *	3,181
CESP4	CESP	PN *	1,128
CPL6	COPEL	PNB*	0,976
CPNE5	COPENE	PNA*	0,313
CRTP5	CRT CELULAR	PNA*	0,684
ELET3	ELETROBRAS	ON *	2,074
ELET6	ELETROBRAS	PNB*	3,048
ELPL4	ELETROPAULO	PN *	0,605
EMBR3	EMBRAER	ON	0,908
EMBR4	EMBRAER	PN	0,920
EBTP3	EMBRATEL PAR	ON *	1,962
EBTP4	EMBRATEL PAR	PN *	4,584
GRSU3	GERASUL	ON *	0,204
COGU4	GERDAU	PN *	0,783
PLIM4	GLOBO CABO	PN	8,386
INEP4	INEPAR	PN *	0,545
PTIP4	IPIRANGA PET	PN *	0,270
ITAU4	ITAUBANCO	PN *	1,803
ITSA4	ITAUSA	PN	1,618
KLAB4	KLABIN	PN	0,375
LIGH3	LIGHT	ON *	0,602
PETR3	PETROBRAS	ON	3,357
PETR4	PETROBRAS	PN	8,922
BRDT4	PETROBRAS BR	PN *	0,477
S BSP3	SABESP	ON *	0,873
CSNA3	SID NACIONAL	ON *	1,057
CSTB4	SID TUBARAO	PN *	0,627
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON	0,457
TC SL3	TELE CL SUL	ON *	0,594
TC SL4	TELE CL SUL	PN *	1,409
TCOC4	TELE CTR OES	PN *	1,405
TLCP4	TELE LEST CL	PN *	0,803
TNEP4	TELE NORD CL	PN *	1,016
TNLP3	TELEMAR	ON *	1,649
TNLP4	TELEMAR	PN *	9,755
TMCP4	TELEMIG PART	PN *	0,880
TERJ4	TELERJ	PN *	0,587
TLPP4	TELESP	PN *	0,710
TSPP4	TELESP CL PA	PN *	3,770
TRPL4	TRAN PAULIST	PN *	0,647
USIM5	USIMINAS	PNA	1,078
VCPA4	V C P	PN *	0,463
VALE5	VALE R DOCE	PNA	3,320
			100,000

CARTEIRA TEÓRICA DO IBOVESPA PARA JANEIRO A ABRIL/2004			
CÓD.	AÇÃO	TIPO	PART. %
ACES4	ACESITA	PN *	1,063
AMBV4	AMBEV	PN *	1,979
ARCZ6	ARACRUZ	PNB	0,788
BBDC4	BRADESCO	PN *	4,715
BRAP4	BRADESPAR	PN *	0,492
BBAS3	BRASIL	ON *	1,111
BRTP3	BRASIL T PAR	ON *	0,419
BRTP4	BRASIL T PAR	PN *	2,010
BRT04	BRASIL TELEC	PN *	2,475
BRKM5	BRASKEM	PNA*	0,581
CLSC6	CELESC	PNB EJ	0,606
CMIG3	CEMIG	ON *EJ	0,124
CMIG4	CEMIG	PN *EJ	3,092
CESP4	CESP	PN *	0,493
CGAS5	COMGAS	PNA*	0,411
CPLE6	COPEL	PNB*	1,968
CRTP5	CRT CELULAR	PNA*EJ	0,707
ELET3	ELETOBRAS	ON *	1,089
ELET6	ELETOBRAS	PNB*	3,225
ELPL4	ELETOPAULO	PN *	0,911
EMBR3	EMBRAER	ON EJ	0,745
EMBR4	EMBRAER	PN EJ	2,482
EBTP3	EMBRATEL PAR	ON *	1,172
EBTP4	EMBRATEL PAR	PN *	5,911
GGBR4	GERDAU	PN EJ	1,907
PTIP4	IPIRANGA PET	PN *	0,302
ITAU4	ITAUBANCO	PN *EJ	2,947
ITSA4	ITAUSA	PN	1,221
KLBN4	KLABIN S/A	PN	0,479
LIGH3	LIGHT	ON *	0,242
PLIM4	NET	PN	1,651
PETR3	PETROBRAS	ON	2,432
PETR4	PETROBRAS	PN	8,581
BSP3	SABESP	ON *	1,337
CSNA3	SID NACIONAL	ON *	2,367
CSTB4	SID TUBARAO	PN *EJ	1,061
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON EJ	0,682
TCSL3	TELE CL SUL	ON *EJ	0,378
TCSL4	TELE CL SUL	PN *EJ	1,085
TCOC4	TELE CTR OES	PN *	1,707
TLCP4	TELE LEST CL	PN *	0,323
TNEP4	TELE NORD CL	PN *	0,911
TNLP3	TELEMAR	ON *EJ	1,127
TNLP4	TELEMAR	PN *EJ	13,792
TMAR5	TELEMAR N L	PNA*EJ	1,959
TMCP4	TELEMIG PART	PN *	1,099
TLPP4	TELESP	PN *EJ	0,791
TSPP4	TELESP CL PA	PN *	4,534
TBLE3	TRACTEBEL	ON *	0,255
TRPL4	TRAN PAULIST	PN *	0,400
USIM5	USIMINAS	PNA EJ	2,412
VCPA4	V C P	PN *	0,952
VALE3	VALE R DOCE	ON	1,218
VALE5	VALE R DOCE	PNA	3,279
			100,000

CARTEIRA DO IBOVESPA PARA JANEIRO A ABRIL/2007			
CÓD.	AÇÃO	TIPO	PART. %
ACES4	ACESITA	PN EJ	0,261
ALLL11	ALL AMER LAT	UNT	1,149
AMBV4	AMBEV	PN*EJ	1,309
ARCZ6	ARACRUZ	PNB EJ	0,892
ARCE3	ARCELOR BR	ON EJ	1,622
BBDC4	BRADESCO	PN	4,537
BRAP4	BRADESPAR	PN EJ	1,409
BBAS3	BRASIL	ON EJ	1,597
BRTP3	BRASIL T PAR	ON *EJ	0,473
BRTP4	BRASIL T PAR	PN *EJ	0,674
BRTO4	BRASIL TELEC	PN *EJ	1,108
BRKM5	BRASKEM	PNA	1,847
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON	1,131
CLSC6	CELESC	PNB	0,507
CMIG4	CEMIG	PN *	2,109
CESP6	CESP	PNB*	0,625
CGAS5	COMGAS	PNA*	0,301
CPL6	COPEL	PNB*	1,273
CSAN3	COSAN	ON	1,750
CYRE3	CYRELA REALT	ON	0,725
ELET3	ELETROBRAS	ON *	1,403
ELET6	ELETROBRAS	PNB*	1,864
ELPL6	ELETROPAULO	PNB*	0,516
EMBR3	EMBRAER	ON EJ	1,123
GGBR4	GERDAU	PN	2,653
GOAU4	GERDAU MET	PN	1,082
GOLL4	GOL	PN EJ	1,050
PTIP4	IPIRANGA PET	PN	0,424
ITAU4	ITAUBANCO	PN EJ	3,312
ITSA4	ITAUSA	PN EJ	1,763
KLBN4	KLABIN S/A	PN	0,559
LIGT3	LIGHT S/A	ON *	0,722
NATU3	NATURA	ON	1,026
NETC4	NET	PN	1,906
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN *	0,819
PRGA3	PERDIGAO S/A	ON EJ	1,040
PETR3	PETROBRAS	ON EJ	2,473
PETR4	PETROBRAS	PN EJ	13,798
SBSP3	SABESP	ON *EJ	0,751
SDIA4	SADIA S/A	PN EJ	1,111
CSNA3	SID NACIONAL	ON	2,523
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON EJ	0,543
SUBA3	SUBMARINO	ON	0,903
TAMM4	TAM S/A	PN	1,313
TNLP3	TELEMAR	ON EJ	1,643
TNLP4	TELEMAR	PN EJ	3,581
TMAR5	TELEMAR N L	PNA	0,671
TMCP4	TELEMIG PART	PN *	0,467
TLPP4	TELESP	PN EJ	0,363
TCSL3	TIM PART S/A	ON *	0,490
TCSL4	TIM PART S/A	PN *	1,186
TRPL4	TRAN PAULIST	PN *	0,421
UBBR11	UNIBANCO	UNT EJ	1,923
USIM5	USIMINAS	PNA EJ	4,121
VCPA4	V C P	PN EJ	0,860
VALE3	VALE R DOCE	ON	2,447
VALE5	VALE R DOCE	PNA	9,955
VIVO4	VIVO	PN	1,894
			100,000

ANEXO B – COTAÇÕES DAS AÇÕES DAS CARTEIRAS SELECIONADAS

Empresa	Classe	Cotação de Fechamento (01 Abr 95) ajuste p/ proventos	Cotação de Fechamento (01 Abr 98) ajuste p/ proventos
Parapanema	PN	R\$ 9,5745	R\$ 5,4432
Copene(Braskem)	PNB	R\$ 0,8899	R\$ 2,2431
Banespa	PN	R\$ 0,0012	R\$ 0,0255
Usiminas	PNA	R\$ 1,6738	R\$ 1,9047
Souza Cruz	ON	R\$ 0,7170	R\$ 2,2934
Ipiranga Pet	PN	R\$ 2,7643	R\$ 4,3570
Met Barbará(S Gobain vidros)	ON	R\$ 2,8541	R\$ 1,7429
Aracruz	PNB	R\$ 0,9997	R\$ 1,1003
Petrobras Distrib	PN	R\$ 0,0117	R\$ 0,0149
Acesita(Am Inox Br)	PN	R\$ 46,8223	R\$ 13,8700

Empresa	Classe	Cotação de Fechamento (01 Abr 98) ajuste p/ proventos	Cotação de Fechamento (01 Abr 01) ajuste p/ proventos
Copesul	ON	R\$ 1,5693	R\$ 4,3480
Souza Cruz	ON	R\$ 2,2934	R\$ 5,0336
Copene(Braskem)	PNA	R\$ 2,2431	R\$ 5,9790
Brahma(Ambev)	PN	R\$ 10,4670	R\$ 32,9933
Cosipa	ON	R\$ 1,3500	R\$ 1,8224
Usiminas	PNA	R\$ 1,9047	R\$ 2,3378
Sid Tubarão	PN	R\$ 0,0104	R\$ 0,0139
Unipar	PNB	R\$ 0,0310	R\$ 0,2746
Sid Nacional	ON	R\$ 0,5320	R\$ 1,4910
Petrobras Distrib	PN	R\$ 0,0149	R\$ 0,0296

Empresa	Classe	Cotação de Fechamento (01 Abr 01) ajuste p/ proventos	Cotação de Fechamento (01 Abr 04) ajuste p/ proventos
Sid Nacional	ON	R\$ 1,49	R\$ 10,19
Souza Cruz	ON	R\$ 5,03	R\$ 20,74
Copene(Braskem)	PNA	R\$ 5,98	R\$ 16,08
Usiminas	PNA	R\$ 2,34	R\$ 12,51
Cemig	ON	R\$ 3,59	R\$ 6,10
Eletrobras	PNB	R\$ 10,88	R\$ 12,77
Cesp	PNA	R\$ 18,15	R\$ 9,11
Sabesp	ON	R\$ 13,79	R\$ 14,71
Vale R Doce	PNA	R\$ 3,13	R\$ 9,66
Sid Tubarao	PN	R\$ 0,0139	R\$ 0,0966

Empresa	Classe	Cotação de Fechamento (01 Abr 04) ajuste p/ proventos	Cotação de Fechamento (01 Abr 07) ajuste p/ proventos
Sid Nacional	ON	R\$ 10,19	R\$ 25,63
Souza Cruz	ON	R\$ 20,74	R\$ 35,23
Tran Paulist	PN	R\$ 7,50	R\$ 21,93
Sabesp	ON	R\$ 14,71	R\$ 31,65
Telesp	PN	R\$ 24,30	R\$ 40,24
Telemar N L	PNA	R\$ 30,65	R\$ 30,01
Sid Tubarão	PN	R\$ 0,10	R\$ 0,15
Telemar	ON	R\$ 25,23	R\$ 47,76
Gerdau	PN	R\$ 6,11	R\$ 17,75
Tractebel	ON	R\$ 6,26	R\$ 15,39

Empresa	Classe	Cotação de Fechamento (01 Abr 07) ajuste p/ proventos	Cotação de Fechamento (01 Abr 09) ajuste p/ proventos
Telesp	PN	R\$ 40,24	R\$ 47,39
Brasil T Par	PN	R\$ 16,74	R\$ 17,11
Sid Nacional	ON	R\$ 25,63	R\$ 35,19
Brasil Telec	PN	R\$ 9,78	R\$ 13,39
Telemar N L	PNA	R\$ 30,01	R\$ 52,90
Ipiranga Pet	PN	R\$ 25,15	R\$ 24,24
Souza Cruz	ON	R\$ 35,23	R\$ 44,00
Cemig	PN	R\$ 22,19	R\$ 27,00
Usiminas	PNA	R\$ 39,14	R\$ 29,99
Eletrobrás	PNB	R\$ 18,56	R\$ 24,19

ANEXO C – COMPARAÇÃO ENTRE OSCILAÇÃO AJUSTADA E NÃO AJUSTADA PARA PROVENTOS.

Empresa	Classe	Oscilação (%) (de 01 Abr 95 até 01 Abr 09) ajuste p/ proventos	Oscilação (%) (de 01 Abr 95 até 01 Abr 09) não ajustado p/ proventos
Ambev	PN	5108,6	2964,1
Aracruz	PNB	60,1	-3
Bradesco	PN	3172,5	1450,8
Brasil	ON	930,8	461,6
Brasil Telec	PN	755,9	269,5
Braskem	PNA	67,9	-37,8
Celesc	PNB	288,9	191,7
Cemig	PN	1559	657
Duratex	PN	482,3	262
Elektrobras	ON	343,2	222,7
Elektrobras	PNB	706,9	222,5
Embraer	ON	123,7	42,4
Gerdau	PN	6479,8	2892,3
Gerdau Met	PN	7181,7	2102,9
Itausa	PN	4858,3	2256,8
ItauUnibanco	PN	5005,8	2943,1
Klabin S/A	PN	468	250
Light S/A	ON	-58,7	-75,6
Lojas Americ	PN	2900,9	1461,2
Lojas Renner	ON	3068,5	2118
Petrobras	ON	9327,3	5756
Petrobras	PN	6606,8	3663,2
Sadia S/A	PN	770,5	292,5
Sid Nacional	ON	12868	1929,5
Souza Cruz	ON	6036,8	846,2
Telesp	PN	1565,6	306,9
Usiminas	ON	1149,1	343,2
Usiminas	PNA	1691,7	555,1
V C P	PN	152,4	69,1
Vale R Doce	ON	2967,9	1419,6
Vale R Doce	PNA	4057,8	2037,3
Ibovespa		1309,1	1309,1

ANEXO D - COMPARAÇÃO ENTRE OSCILAÇÃO AJUSTADA E NÃO AJUSTADA PARA PROVENTOS DAS CARTEIRAS ANALISADAS.

Empresa	Classe	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 95 até 01 Abril 98). Ajuste para proventos	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 95 até 01 Abril 98). Sem ajuste para proventos
Paranapanema	PN	-43,15	-50,2
Copene (Braskem)	PNB	151,71	53,85
Banespa	PN	2036,56	1315,09
Usiminas	PNA	13,79	-11,26
Souza Cruz	ON	219,87	104,3
Ipiranga Pet	PN	57,62	33,55
Met. Bárbara (S Gobain Vidro)	ON	-38,93	-44,88
Aracruz	PNB	10,07	3,03
Petrobras Distrib	PN	27,47	8,79
Acesita (Am Inox BR)	PN	-70,38	-71,19

Empresa	Classe	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 98 até 01 Abril 01). Ajuste para proventos	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 98 até 01 Abril 01). Sem ajuste para proventos
Copesul	ON	177,07	87,82
Souza Cruz	ON	119,48	17,89
Copene (Braskem)	PNA	166,56	71,43
Brahma (Ambev)	PN	215,21	186,94
Cosipa	ON	34,99	0,76
Usiminas	PNA	22,74	-6,02
Sid Tubarao	PN	33,13	12,3
Unipar	PNB	784,34	474
Sid Nacional	ON	180,25	40,39
Petrobras Distrib	PN	97,89	72,22

Empresa	Classe	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 01 até 01 Abril 04). Ajuste para proventos	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 01 até 01 Abril 04). Sem ajuste para proventos
Sid Nacional	ON	583,32	328,34
Souza Cruz	ON	312,08	172,14
Copene (Braskem)	PNA	168,9	141,63
Usiminas	PNA	435,21	366,82
Cemig	ON	69,79	47,84
Eletobras	PNB	17,35	-4,48
Cesp	PNA	-49,8	-49,8
Sabesp	ON	6,66	-21,16
Vale R Doce	PNA	208,95	160,75
Sid Tubarao	PN	597,31	416,67

Empresa	Classe	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 04 até 01 Abril 07). Ajuste para proventos	Oscilação (%) em 3 anos (de 01 Abril 04 até 01 Abril 07). Sem ajuste para proventos
Sid Nacional	ON	151,55	76,95
Souza Cruz	ON	69,86	36,15
Tran Paulist	PN	192,42	142,55
Sabesp	ON	115,09	85,57
Telesp	PN	65,56	3,39
Telemar N L	PNA	-2,08	-22,6
Sid Tubarao	PN	52,86	36,12
Telemar	ON	89,27	70,64
Gerdau	PN	190,74	148,06
Tractebel	ON	145,96	88,09

Empresa	Classe	Oscilação (%) em 2 anos (de 01 Abril 07 até 01 Abril 09). Ajuste para proventos	Oscilação (%) em 2 anos (de 01 Abril 07 até 01 Abril 09). Sem ajuste para proventos
Telesp	PN	17,78	-4,95
Brasil T Par	PN	2,21	-7,51
Sid Nacional	ON	37,3	19,86
Brasil Telec	PN	36,88	24,56
Telemar N L	PNA	76,25	25,06
Ipiranga Pet	PN	-3,6	-2,4
Souza Cruz	ON	24,88	6,02
Cemig	PN	21,69	8,09
Usiminas	PNA	-23,39	-32,37
Eletrobras	PNB	30,31	14,73

