

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS – FACE

BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

RAYANNE FERREIRA RODRIGUES ALMEIDA

A RELAÇÃO ENTRE A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E O RETORNO DAS
AÇÕES NO BRASIL

Goiânia
2017

Prof. Dr. Orlando Afonso Valle do Amaral
Reitor da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Luiz Mello de Almeida Neto
Pró-reitor de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Kléber Domingos de Araújo
Coordenador do Curso de Ciências Contábeis

RAYANNE FERREIRA RODRIGUES ALMEIDA

**A RELAÇÃO ENTRE A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E O RETORNO DAS
AÇÕES NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas – FACE, da Universidade Federal de Goiás – UFG, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha

.

Goiânia
2017

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

FERREIRA RODRIGUES ALMEIDA, RAYANNE
A RELAÇÃO ENTRE A DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS E O RETORNO DAS AÇÕES NO
BRASIL [manuscrito] / RAYANNE FERREIRA
RODRIGUES ALMEIDA. - 2017.
XXIII, 25 f.

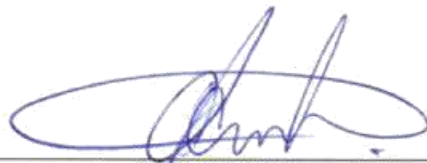
Orientador: Prof. Dr. MOISÉS FERREIRA DA CUNHA.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade
Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis
e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Econômicas, Goiânia, 2017.
Bibliografia. Apêndice.

1. DIVIDENDO MÍNIMO OBRIGATÓRIO. 2.
DIVIDENDO ADICIONAL PROPOSTO. 3. RETORNO
DA AÇÃO. I. FERREIRA DA CUNHA, MOISÉS, orient.
II. Título.

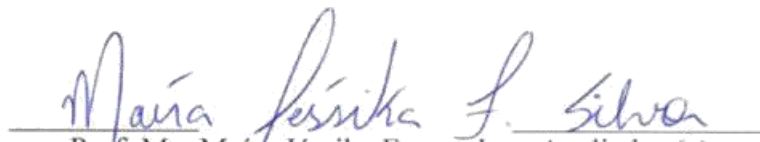
Rayanne Ferreira Rodrigues Almeida

A Relação entre a Distribuição de Dividendos e o Retorno das Ações no Brasil

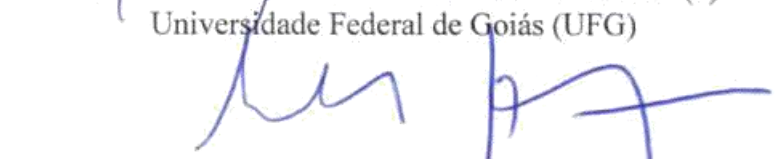
Trabalho de Conclusão de Curso (artigo) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (Face) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha - Orientador (a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Ma. Maira Jéssika Fernandes - Avaliador (a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Carlos Henrique Silva do Carmo - Avaliador (a)
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 04 de Julho de 2017

A RELAÇÃO ENTRE A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E RETORNO DAS AÇÕES NO BRASIL

RAYANNE FERREIRA RODRIGUES ALMEIDA

Graduanda do curso de Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia, UFG

MOISÉS FERREIRA DA CUNHA

Orientador

RESUMO

Baseado na Teoria do “Pássaro na Mão” que tem como argumento principal a aversão do investidor ao risco e sua preferência por dividendos correntes aos incertos ganhos de capital. Inserido dentro do contexto brasileiro de política de distribuição dividendos, no qual é fundamental o conhecimento dos aspectos legais devidos suas peculiaridades. Representadas pela figura do dividendo mínimo obrigatório (DMO) e pela figura do dividendo adicional proposto (DAP), denominado de acordo com o ICPC 08 “Contabilização da Proposta de Pagamento de Dividendos“. Nesse contexto, o objetivo do estudo foi analisar a relação entre o retorno da ação e a distribuição de dividendos das empresas listadas na BM&FBOVESPA no ano de 2015. Apresentando a seguinte hipótese: Existe relação positiva entre a distribuição de dividendos das empresas listadas na BM&FBOVESPA e o retorno da ação. Por meio da análise de regressão linear múltipla e pela segregação dos proventos em obrigatório e adicional, verificou-se que tanto o DMO quanto o DAP não influenciam o retorno da ação, revelando-se uma informação não relevante para explicação do retorno da ação, portanto sem influência positiva ou negativa. O resultado encontrado foge ao esperado e vai de encontro com a Teoria da Irrelevância dos Dividendos.

Palavras-chave: Dividendo mínimo obrigatório. Dividendo adicional proposto. Retorno da ação.

1 INTRODUÇÃO

Uma das principais decisões financeiras tomadas pelas empresas refere-se à definição de uma política de distribuição de dividendos. A empresa cabe à decisão sobre o lucro líquido: retê-lo, para reinvestir em sua própria atividade; ou distribuí-lo aos seus acionistas. Dentro deste *trade of* a empresa deve buscar uma política ótima de dividendos, onde o valor de mercado da ação seja maximizado. De acordo com ASSAF e LIMA (2014, p.605), uma política de dividendos considerada ótima é aquela que conjuga, da melhor forma possível, o volume a ser retido para reinvestimento na empresa e aquele a ser distribuído sob forma de dividendos em dinheiro, a seus acionistas.

Sabe-se que as finanças corporativas se concentram no preço das ações, conforme DAMODARAN (2004, p.39) uma das razões para o enfoque na maximização do preço das ações nas finanças corporativas tradicionais é a de que preços de ações são de todas as medidas, as mais notáveis e podem ser usadas para julgar o desempenho de uma empresa de capital aberto. Diferentemente dos lucros ou vendas, que são atualizados uma vez a cada trimestre ou ano, os preços das ações são atualizados constantemente para transparecer novas informações sobre a empresa. Assim os administradores têm uma ferramenta de resposta imediata, por parte dos investidores, sobre a ação empreendida.

Um ponto bastante questionado no estudo das Finanças Corporativas refere-se à questão se os dividendos são ou não relevantes para os acionistas de uma empresa. Em outras palavras, se a fixação de determinada política de dividendos exerce ou não influências sobre o preço de mercado de uma ação (ASSAF; LIMA, 2014 p.606).

Esta discussão teórica se iniciou quando Modigliani e Miller (1961) propuseram a Teoria da Irrelevância da Política de Dividendos para o preço das ações, onde em hipóteses de mercados perfeitos, os dividendos são irrelevantes para os investidores, pois não são capazes de alterar o valor de mercado da empresa. Enquanto Gordon (1956) e Lintner (1959) com a Teoria do Pássaro na Mão ou Relevância dos Dividendos, primordialmente chegavam a conclusões opostas, considerando que o dividendo não só era relevante, como era desejado pelos investidores visto que é mais interessante para os acionistas receber dividendos do que esperar pelos incertos ganhos de capital.

Uma reportagem divulgada em 22/08/2016 no “Valor Econômico” por Don Clark mostra que as ações da HP acumulam valorização de 22% superando o desempenho do mercado em geral, alta esta que reflete a geração de caixa da empresa e que proporciona pagamentos de dividendos acima da média. Nessa perspectiva, uma política de dividendos

elevados contribui, conforme Ross (2010), para a redução dos custos de agência entre acionistas e administradores e a eliminação da incerteza do recebimento no futuro, além de atender à preferência dos investidores por dividendos correntes.

Os dividendos são importantes porque trazem um conteúdo informacional elevado. Os investidores podem distinguir, entre duas empresas com lucros elevados, qual delas está com lucros mais sólidos ou anormais, por meio da análise de suas políticas de dividendos (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008).

No Brasil para definição de uma política de dividendos adequada é fundamental o conhecimento dos aspectos legais devido a suas particularidades. A legislação atual sobre a distribuição de dividendos está contida, na Lei nº 6.404, de 1976 (Lei das Sociedades por Ações) e na Lei nº 10.303, de 2001, que altera dispositivo da Lei nº 6.404. Esta determina a distribuição de dividendo mínimo obrigatório aos acionistas de 25% sobre o lucro líquido ajustado, exceto se o estatuto da empresa estabelecer outra condição.

O dividendo mínimo obrigatório determinado no estatuto ou contrato social da entidade, ou se omissivo, a predominância da obrigatoriedade de distribuir dividendo nos termos do artigo 202 da Lei nº. 6.404/76 representa um compromisso contratual ou legal perante aos sócios (BRASIL, 1976). Já a parcela da proposta dos órgãos da administração à assembleia de sócios que exceder a esse mínimo obrigatório, denominado de acordo com o ICPC 08 “Contabilização da Proposta de Pagamento de Dividendos” de dividendo adicional proposto (DAP), não se caracteriza como uma obrigação presente. Essa conta deve ser divulgada no patrimônio líquido, cabendo à assembleia decidir sobre sua efetiva distribuição.

Assim as companhias listadas na bolsa brasileira têm a obrigação, e não a opção de distribuir uma parcela preestabelecida de seus lucros. Da mesma forma, há empresas que por influência da vontade de seus acionistas, decidiram estabelecer um valor mínimo a ser pago como dividendos em seus estatutos sociais superior ao estabelecido pela lei. Temos então o legal mínimo e o contratual mínimo. Ambos são uma obrigação e não uma opção no momento de decidir o valor a ser pago como dividendos. Entretanto, encontram-se no mercado de capitais nacional, companhias que optam por distribuir valores acima do valor legal e contratual mínimo. São estas companhias que de fato possuem o desejo de pagar dividendo legal e contratual mínimo (VANCINI; PROCIANNOY, 2015). Estas empresas criaram uma política de dividendos própria não pautada em imposições legais ou contratuais, observa-se então que o DAP trás consigo uma bagagem estratégica que sinalizam ao mercado uma ação positiva (SILVA; NARDI; TONANI, 2016).

A política de dividendos tem sido objeto de vários estudos, pois a forma como as empresas distribuem o lucro para seus acionistas desperta interesse não só de investidores, mas também de pesquisadores que investigam a dinâmica no processo decisório e o impacto do anúncio ao mercado de ações (MELO; FONSECA, 2015). Dentro deste contexto e diante as peculiaridades da legislação brasileira quanto à distribuição de dividendos apresenta-se o seguinte problema de pesquisa: **Qual a relação entre a distribuição de dividendos das empresas listadas na BM&FBOVESPA e o retorno da ação?**

Este estudo tem como objetivo analisar a relação entre o retorno da ação e a distribuição de dividendos das empresas listadas na BM&FBOVESPA no ano de 2015. O ano de 2015 é usado por ser o ano mais atual ao período de desenvolvimento da pesquisa e por se tratar de uma análise Cross-section. A presente pesquisa se justifica quando se pauta no fato exposto por Brugni, Neto, Bastianello e Paris (2012) onde destacam que no Brasil, bem como na maior parte dos países com mercado de capitais pouco desenvolvidos, quando comparados com os Estados Unidos, Austrália e Inglaterra, relativamente são poucos os trabalhos que tem como objetivo estudar o poder explicativo e preditivo das variáveis contábeis, suas relações entre si e com o preço das ações.

No Brasil a grande maioria dos trabalhos (BUENO, 2002; FIRMINO et. al., 2003; NOVIS NETO e SAITO, 2003; KORONUMA; LUCCHESI; FAMÁ, 2004) buscaram uma relação entre o *dividend yield* e o preço das ações da empresa. Entretanto os mesmos não levaram em consideração em suas metodologias de estudos de eventos ou regressão múltipla a figura do dividendo adicional proposto o que deixa uma lacuna a ser investigada, visto que em se tratando de Brasil existe tanto a possibilidade de distribuição do dividendo obrigatório como a do dividendo adicional proposto, que de acordo com Silva; Nardi e Tonani (2015) é *value relevant* para o mercado de capitais, ou seja, o DAP exerce influência sobre o preço das ações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O assunto política de dividendos é um dos mais controvertidos no campo das finanças corporativas, desde que o polêmico estudo de Miller e Modigliani (1961) concluiu ser esta irrelevante, refutando o pensamento conservador predominante, segundo o qual os investidores prefeririam receber dividendo a ganho de capital, fundamentado, principalmente, nos papéis de Lintner (1956) e Gordon (1959). A partir de então, não houve consenso sobre a sua relevância, muito menos sobre qual seria a política mais adequada (MARTINS; FAMÁ,

2012).

2.1 A Teoria de Miller e Modigliani – M&M (1961)

Em seu artigo "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", escrito em 1961, Merton H. Miller e Franco Modigliani estabeleceram um marco importante para a problemática da política de dividendos, propondo a Teoria da Irrelevância dos Dividendos. Esta teoria defende que, em um mundo chamado pelos autores de "perfeito" a Política de Dividendos adotada pela empresa é irrelevante.

O que significa dizer que as decisões tomadas pelos administradores de uma empresa em relação ao valor pago aos acionistas não modifica o valor da ação e em consequência, os acionistas se posicionam de forma indiferente entre receber ou não estes valores. A lógica desta teoria está na seguinte conclusão: o valor da empresa é determinado pela sua capacidade em gerar resultados futuros de caixa, e não pela forma como os lucros são distribuídos (ASSAF; LIMA, 2014 p. 607). Caso os dividendos afetem o valor da empresa, isso ocorre devido ao seu conteúdo informacional, que sinaliza ao investidor expectativas de ganhos futuros, levando ao aumento do preço das ações e ocorrência do efeito clientela que leva os acionistas a receberem os dividendos que esperam, pois há investidores que preferem investimentos previsíveis e estáveis como rendimento (MILLER; MODIGLIANI, 1961).

Miller e Modigliani (1961) descrevem as seguintes hipóteses básicas:

- a) O mercado é perfeito, isto é, nenhum agente é grande o suficiente a ponto de suas transações de compra e venda ser capaz de afetar a cotação da ação.
- b) Não existe incidência de impostos, taxas de corretagem ou outros custos de transação.
- c) Todos investidores tem igual acesso a informação, as informações são simétricas.
- d) Os investimentos são definidos previamente e não são influenciados pelas políticas de dividendos.

O comportamento dos investidores é racional e todos objetivam a maximização da riqueza. Entretanto, quando consideramos as imperfeições do mercado, como impostos, custos de transações nas emissões e negociações com ações, conflitos de agência, as controvérsias surgem. Assaf e Lima (2014, p.607), afirmaram que na prática o pagamento de maiores dividendos tem muitas vezes atraído os investidores e provocado elevações nos preços das ações. Ao contrário, redução na distribuição de lucros aos acionistas determina uma desvalorização da ação.

2.2 A Teoria do “Pássaro na Mão”

Os gestores de uma companhia podem controlar parte dos dividendos pagos, mas não possuem meios para controlar a cotação da ação. Os investidores, que são avessos ao risco, estão mais incertos quanto ao ganho de capital do que em relação aos dividendos, assim sendo, "mais vale um pássaro na mão do que dois voando" (PASUCH, 2006).

A Teoria da Relevância dos Dividendos é atribuída a Myron J. Gordon (1959) e John Lintner (1956), os autores sugerem que os acionistas preferem dividendos correntes e que existe, de fato, uma relação direta entre política de dividendos e o valor de mercado de uma companhia. Esta afirmação deu origem ao termo "Pássaro na Mão" e esta é a Teoria do Pássaro na Mão (Bird-in-the-hand Theory).

Conforme Santana (2003), a proposição fundamental dessa teoria

é o argumento do “Pássaro na Mão” que sugere que os investidores são avessos ao risco e preferem dividendos correntes a dividendos futuros ou ganhos de capital (pois, mais vale um dividendo na mão do que um ganho de capital incerto). Acredita-se que os pagamentos de dividendos correntes reduzam a incerteza dos investidores, elevando conseqüentemente o preço das ações. De outra forma, se os dividendos forem reduzidos ou não pagos, a incerteza dos investidores aumentaria, assim como o retorno exigido, tendo como consequência à queda no preço das ações.

Os principais argumentos favoráveis à relevância dos dividendos conforme Assaf e Lima (2014, p.608) são:

- Investidores com necessidades permanentes de caixa priorizam o pagamento de dividendos. Consideram este fluxo regular como um alicerce importante às suas necessidades de caixa;

Como a retenção dos lucros baseia-se em expectativa futura de maiores dividendos, e a opção de distribuição envolve a certeza de seu recebimento no presente, os acionistas são normalmente levados a atribuir diferentes graus de risco a essas decisões, vindo conseqüentemente, a afetar o valor de mercado das ações. Como forma de eliminação desse maior risco, os acionistas poderão optar por dividendos correntes, em vez de ganhos de capital.

- A preferência por uma política de estabilidade na distribuição de dividendos pode levar a um aumento no valor das ações, isto porque esta prática reduz o risco do acionista.
- Diferentes tributações sobre dividendos e ganhos de capital podem definir preferências sobre a forma de rendimentos.

2.3 Legislação Brasileira Sobre Dividendos

A legislação atual sobre a distribuição de dividendos está contida na Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, conhecida por Lei das Sociedades por Ações (S.A.) e suas alterações. Onde estabelece o direito dos acionistas de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância de metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido: a importância destinada à constituição da reserva legal (art.193); e a importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores.

Vale ressaltar que existe a possibilidade de não pagamento do dividendo mínimo obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. Nesses casos, o conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de cinco dias da realização da assembleia geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembleia. Os lucros que deixarem de ser distribuídos serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia. (BRASIL, 1976).

As companhias listadas na bolsa brasileira tem a obrigação, e não a opção, de distribuir uma parcela preestabelecida de seus lucros, o que não permite que esta decisão flua livremente por meio de decisões da administração da empresa e seus acionistas. Observa-se no mercado de capitais nacional, entretanto, que algumas companhias através da decisão de seus acionistas - optam por distribuir valores acima do valor legal e contratual mínimo, representando um diferencial importante (VANCINY; PROCIANOY, 2015).

Este diferencial é reconhecido como Dividendo Adicional Proposto (DAP). De acordo com o ICPC 08 “Contabilização da Proposta de Pagamento de Dividendos” a parcela da proposta dos órgãos da administração à assembleia de sócios que exceder ao dividendo mínimo obrigatório deve ser mantida no patrimônio líquido, em conta específica, do tipo “dividendo adicional proposto”, até a deliberação definitiva que vier a ser tomada pelos sócios. Afinal, esse dividendo adicional ao mínimo obrigatório não se caracteriza como obrigação presente na data do balanço, já que a assembleia dos sócios ou outro órgão

competente poderá, não havendo restrição estatutária ou contratual, decidir ou não pelo seu pagamento ou por pagamento por valor diferente do proposto.

Outro aspecto a ser ressaltado sobre a distribuição de dividendos no Brasil é a tributação. Diferentemente dos demais países como os Estados Unidos, os dividendos não são tributados no Brasil. Em 26-12-1995 foi promulgada a Lei nº 9.249, que alterou a legislação do Imposto de Renda das pessoas jurídicas. Os lucros ou dividendos calculados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não estão sujeitos à incidência do Imposto de Renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do Imposto de Renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no país ou no exterior. Ou seja, desde 1996 os dividendos não sofrem tributação no Brasil (ASSAF; LIMA, 2014, p. 635).

O que aumenta sua relevância em termos de remuneração, por exemplo, se comparado com ganhos de capital, que tem como tributação o Imposto de Renda sobre ganho de capital (BRASIL, 2016). O investidor sofre uma tributação de 15% sobre ganhos de capital até 5.000.000,00 e assim sucessivamente conforme Tabela 1.

Tabela 1: Percentuais do Imposto de Renda aplicados sobre os ganhos de capital

Alíquotas	Ganho de Capital (R\$)
15%	Até 5.000.000,00
17,50%	De 5.000.000,01 até 10.000.000,00
20%	De 10.000.000,01 até 30.000.000,00
22,50%	Acima de 30.000.000,00

Fonte: Elaborada pelos autores.

3 EVIDÊNCIAS EMPIRICAS NO BRASIL

Diante das particularidades existentes na legislação brasileira sobre a distribuição de dividendos, como a determinação de distribuição de dividendo obrigatório, existência do dividendo adicional proposto além da isenção fiscal sobre a distribuição de dividendos, este trabalho limita-se a trabalhar apenas com evidências empíricas brasileiras.

Amaral e Correia (2002) tiveram como o propósito central em seu estudo analisar o efeito da política de dividendos sobre o valor de mercado das ações de companhias brasileiras negociadas na BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo – no período de 1994 a 2000, tentando verificar se o retorno de mercado das ações poderia ser explicado não apenas pelo fator risco sistemático, como pressupõe o CAPM, mas também por uma variável de política de dividendos. Os autores concluíram que tanto o risco sistemático quanto o

rendimento em dividendos são fatores que explicam a rentabilidade de mercado das ações, fortalecendo assim, a hipótese de que a política de dividendos é relevante.

Bueno (2002) estudou a relação entre *dividend yield* e as taxas de retornos das ações, bem como a viabilidade de uma estratégia baseada em *dividend yields* históricos de “bater” o mercado. Foram construídas durante o período que vai do Plano Real em julho de 1994 a dezembro de 1999, três diferentes carteiras (alto, baixo e zero). Os testes estatísticos não conseguiram detectar diferenças nas médias das taxas de retorno, nem entre 7 as carteiras nem entre elas e o Índice Bovespa. Assim usando o método empírico aplicado, a pesquisa não foi capaz de revelar uma clara associação entre *dividend yield* e taxas de retorno das ações.

Novis Neto e Saito (2003) analisaram, empiricamente, os efeitos do pagamento de dividendos nos preços das ações brasileiras sem foco nas imperfeições do mercado. A amostra contemplou 163 eventos, incluindo as ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no período de 1998 a 2000. Concluíram que existe uma relação direta entre o *dividend yield* e o retorno anormal acumulado dessas ações no período pós-pagamento de dividendos, ou seja, quanto maior o *dividend yield* maior o retorno acumulado, o que levou a dividir a amostra em três subamostras em função do *dividend yield*. Obtendo um retorno anormal acumulado de 21,97% nos 90 dias após o evento para as empresas que pagaram dividendos mais altos, de 5,16% para as companhias que pagaram dividendos intermediários e de - 15,50% para as empresas que pagaram dividendos mais baixos.

Firmino et al. (2003) analisaram o efeito do anúncio da distribuição de dividendos sobre os preços de uma amostra de ações de empresas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no ano de 2002. A amostra foi subdivida em relação à rentabilidade dos dividendos. Os autores concluíram sobre a inexistência de retornos anormais em torno da data do anúncio dos dividendos. Porém, os resultados igualmente indicaram a presença de retornos cumulativos anormais positivos de forma persistente, fato acentuado na amostra formada pelas ações que apresentaram *dividend yield* superior à média – o que indica a relevância da política de dividendos no Brasil, com ações com maior *dividend yield* apresentando rentabilidades superiores.

Koronuma; Lucchesi e Famá (2004) analisaram a relação entre o *dividend yield* e o retorno anormal acumulado (CAR) no período pós-pagamento de dividendos em uma amostra de 22 empresas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo

(Bovespa) entre os anos de 2000 e 2003. Os resultados apontaram evidências de um relacionamento positivo entre o *dividend yield* e o retorno anormal acumulado das ações nos 60 pregões após o pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio para as ações com *dividend yield* acima da mediana. O resultado vai de encontro com o estudo realizado por Novis Neto e Saito (2003), ou seja, quanto maior o *dividend yield*, maior o retorno anormal acumulado da ação.

Corso; Kassai e Lima (2009) utilizando a abordagem empírico-analítica procuraram verificar se existe relação entre a distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio com a valorização do preço das ações. Concluíram que a distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio apresenta uma relação inversa com o retorno das ações. Assim ações com maior distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio apresentam menor retorno.

Nagem e Amaral (2012) utilizando o método de estudo de eventos, similar à Novis Neto & Saito (2003), concluiu que a diferença dos retornos anormais entre os grupos com alto e baixo *dividend yield* é estatisticamente insignificante para todos os testes realizados no artigo, considerando os eventos das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo ocorridos entre maio de 2009 e dezembro de 2011.

Brugni et al.(2012), utilizando regressão linear múltipla de dados em painel para análise de uma amostra de 229 empresas com ações negociadas na Bovespa através de 969 observações, obtiveram evidências de que os dividendos contribuem positivamente para a informatividade do lucro como variável explicativa do retorno das ações.

Silva, Nardi e Tonani (2013) analisaram o impacto que informação contábil, no caso do dividendo adicional proposto divulgado nas demonstrações de 2010, exerce no preço das ações. Com base nos testes realizados, constatou-se que a divulgação da informação da conta “dividendo adicional proposto”, pelas empresas de capital aberto, é value relevant para o mercado de capitais.

Melo e Fonseca (2015) analisaram qual forma de distribuição de proventos realizados pelas empresas que negociam ações na BM&FBOVESPA apresentam retornos anormais maiores nos preços das ações. Os autores concluíram através dos indícios apresentados por meio dos testes estatísticos que houve uma reação positiva do mercado, principalmente aos anúncios de distribuição de dividendos, quando comparado com a distribuição de juros sobre o capital próprio.

Assim, com base nos estudos de Amaral e Correia (2002), Novis Neto e Saito

(2003), Firmino et al. (2003), Koronuma; Lucchesi e Famá (2004), Bruggi et al. (2012), Silva, Nardi e Tonani (2013) que encontraram uma relação positiva entre distribuição de dividendos e o retorno da ação e tendo como influência a “Teoria do Pássaro na Mão” sobre a relevância da política de distribuição de dividendos, pode-se definir a hipótese de pesquisa:

H₁: Existe relação positiva entre a distribuição de dividendos das empresas listadas na BM&FBOVESPA e o retorno da ação.

4 METODOLOGIA

Com a finalidade de responder ao problema-pesquisa, qual a relação entre a distribuição de dividendos das empresas listadas na BM&FBOVESPA e o retorno da ação, será utilizada a abordagem empírico-analítica, que faz uso de técnica de coleta, tratamento e análise de dados quantitativos, tomando como base mais especificamente os trabalhos de Corso, Kassai e Lima (2009) e Castro e Freire (2003).

Com relação aos objetivos a pesquisa se classifica como pesquisa descritiva, visto que, o estudo busca verificar a relação essencialmente entre duas variáveis: o retorno da ação, assumido como variável dependente no modelo de regressão proposto e dividendos (dividendo mínimo obrigatório por ação e dividendo adicional por ação), assumidos como variável independente.

A amostra foi composta por empresas brasileiras de capital aberto, listadas na BM&FBOVESPA, cujas atas de assembleias geral ordinária realizadas no mês de abril de 2016 referem-se ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2015 onde aprovaram a proposta de distribuição de dividendos. Foram excluídas da amostra as empresas que não distribuíram dividendos referentes ao exercício social de 31 de dezembro de 2015 e excluídas as empresas que não apresentaram alguma das informações (ROA, liquidez corrente, cotação da ação), resultando na amostra evidenciada na Tabela 2:

Tabela 2: Amostra de Empresas Listadas na BM&FBOVESPA em 2015

Amostra de Empresas Listadas na BM&Fbovespa	
	Quantidade de Empresas
Amostra inicial	416
Empresas que não distribuíram dividendos por prejuízo	(144)
Empresas que tiveram lucro, mas não distribuíram dividendos	(17)
Empresas que não apresentaram alguma das informações	(144)
Amostra Final	111

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os dados referentes às cotações dos preços das ações foram obtidos no banco de dados do software de análise de investimento em ações Economatica. O retorno da ação será calculado conforme trabalho de Corso, Kassai e Lima (2009), pela seguinte expressão:

$$Retorno = \frac{\text{Último Preço de Fechamento no mês de abril de 2016}}{\text{Último Preço de Fechamento no Ano 2015}} - 1 \times 100\%$$

Para analisar a distribuição de dividendos obrigatórios e dividendos adicionais foram recolhidas informações divulgadas e aprovadas nas atas de assembleias de cada empresa, realizadas no mês de abril de 2016, referentes à distribuição do lucro líquido ajustado do exercício de 31 de dezembro de 2015. Os valores aprovados para distribuição sob a forma de juros sobre capital próprio foram imputados ao dividendo líquido do Imposto de Renda, em um valor uniforme de 15%. Conjuntamente foi verificado nos estatutos das respectivas empresas da amostra o percentual sobre o lucro líquido ajustado estabelecido como pagamento do dividendo mínimo obrigatório, valores pagos a mais que o percentual estabelecido em estatuto foram considerados como dividendos adicionais. As variáveis relacionadas à política de dividendos podem ser expressas através das seguintes expressões:

$$DMO = \frac{\text{Dividendo Mínimo Obrigatório para o Ano 2015}}{\text{Número Total de Ações}}$$

$$DAP = \frac{\text{Dividendo Adicional Proposto para o Ano 2015}}{\text{Número Total de Ações}}$$

No entanto tendo como espelho Cerqueira, Soares e David (2009) é uma premissa muito grande assumir que o retorno da ação seria explicado apenas pelos dividendos. Considerar apenas essas duas variáveis no modelo acarretaria em uma relação, ou em uma

estimação, no mínimo distorcida.

Serão consideradas adicionalmente no modelo algumas variáveis de controle que, assim como os dividendos poderiam afetar o retorno da ação. Assim, as variáveis independentes de controle consideradas inicialmente no modelo, obtidas no banco de dados do software Economática, exceto a variável relacionada a idade, obtida no formulário de referencia do site da Bovespa, conforme pode ser observado no Quadro 1 a seguir :

Quadro 1: Descrição das variáveis independentes de controle

Variável	Relação Esperada	Referência	Descrição	Expressão
Idade	(+)	A idade está ligada com produtos e processos mais consolidados e até mesmo com acionistas com buscas mais claras pela distribuição do fluxo de caixa (FORTI; PEIXOTO E ALVE, 2013)	Idade da Empresa	$I = \text{Ano de análise dos dados} - \text{Data de fundação da empresa}$
Liquidez	(+)	Empresas mais líquidas tendem a ter menos restrições ao comprometimento com pagamento de dividendos (JUNIOR et.al., 2010)	Liquidez Corrente	$LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
ROA	(+)	Espera-se que as empresas mais rentáveis paguem mais dividendos do que as demais (FORTI; PEIXOTO E ALVE, 2013)	Retorno sobre o Ativo	$ROA = \frac{\text{Lucro Operacional (antes Desp.Financeiras)}}{\text{Ativo Total}}$

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para se explorar a relação entre a distribuição de dividendos com a valorização do preço das ações, foi utilizada a análise de equação linear de regressão múltipla, por meio da utilização do software estatístico PASW Statistics18. Utiliza-se análise de regressão nesta pesquisa para a busca de evidências pela aplicação de um modelo matemático que reflita a relação existente entre as variáveis (CASTRO; FREIRE, 2003).

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1 Estatística Descritiva

Na tabela 3 apresenta-se a estatística descritiva das variáveis usadas nos modelos.

Tabela 3: Estatística Descritiva

	Retorno	DMO	DAP	LiqCor	ROA	Idade
Média	0,15	0,23	0,06	1,50	4,40	38,00
Desvio Padrão	0,32	0,38	0,35	1,15	4,41	32,43
Mínimo	-0,47	0,01	0,00	0,40	-0,60	1,00
Máximo	2,29	2,66	2,20	8,50	26,70	207,00

Nota: Retorno foi calculado com as datas de 29/04/2016 e 30/12/2015, Liquidez Corrente em 12/2015, ROA em 12/2015, DAP por ação em 31/12/2015, DMO por ação em 31/12/2015, Idade da empresa em 2015. Observação: a variável DAP/ação tem como referência o trabalho de Silva, Nardi e Tonani (2016).

Para a distribuição de dividendo adicional proposto percebe-se um desvio padrão significativo, o que pode ser explicado pela abrangência da amostra. Que incluiu desde empresas que distribuíram apenas o dividendo mínimo obrigatório a empresas que distribuíram dividendo obrigatório mais o adicional. A MULTIPLUS S.A. foi a empresa que apresentou maior distribuição de dividendo adicional por ação e teve um retorno de apenas 5%. A empresa CIA SIDERURGICA NACIONAL apresentou maior retorno e não distribuiu dividendo adicional, apenas o obrigatório. O total de 32 empresas distribuíram apenas o dividendo obrigatório, dentre elas estão ESTACIO PARTICIPACOES S.A., TIM PARTICIPACOES S.A. e GAFISA S.A.

Tabela 4: Estatística das variáveis usadas na regressão linear múltipla

Modelo	Coefficientes Não Padronizados		Coefficientes Padronizados	T	Sig.	Estatística de Colinearidade	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	0,12	0,08		1,49	0,1		
DMO	0,06	0,1	0,07	0,57	0,5	0,7	1,44
DAP	-0,02	0,1	-0,02	-0,21	0,8	0,8	1,26
LiqCor	0	0,03	0,01	0,05	0,9	0,92	1,08
ROA	0	0,01	0,03	0,27	0,7	0,67	1,49
Idade	0	0	0,04	0,32	0,7	0,76	1,32

Fonte: Elaborada pelos autores.

A variável DAP, que representa o efeito da distribuição do dividendo adicional sobre o retorno da ação, obteve coeficiente negativo de -0,02. Por meio da interpretação do coeficiente angular da equação é possível observar, portanto, que existe uma relação inversa entre o retorno da ação e a distribuição do dividendo adicional, ou seja, quanto maior o retorno da ação menor a distribuição do dividendo adicional. Era esperada uma relação positiva, destaca-se que além de apresentar uma relação inversa a distribuição do dividendo

adicional também não foi significativa.

O dividendo mínimo obrigatório apresentou um Beta positivo, além de apresentar maior peso para a explicação do retorno da ação quando comparado aos coeficientes das variáveis, liquidez corrente, retorno sobre o ativo, idade e dividendo adicional. Essa evidencia pode ser explicada pelo direito do acionista brasileiro de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto, ou se este for omissivo, a importância determinada conforme Lei 6.404 em seu artigo 202. Dentro desta análise vale destacar que assim como o dividendo adicional, o dividendo mínimo obrigatório também não se mostrou significativo, com valor de Sig. acima de 0,05.

Resultado este que vai de encontro com a Teoria de Irrelevância dos Dividendos, proposta por Miller e Modigliani, pois os dividendos representados pelo dividendo adicional e dividendo mínimo obrigatório, não foram relevantes para modificar o retorno da ação. Confirmando o estudo de Bueno (2002) e Nagem e Amaral (2012) de que a distribuição de dividendos é estatisticamente insignificante para explicação das taxas de retorno das ações.

Com relação as variáveis de controle, Liquidez Corrente, Idade e ROA, conforme esperado de acordo com o Quadro 1, encontrou-se uma relação positiva com o retorno da ação, destacando-se que mesmo apresentando um coeficiente positivo nenhuma destas variáveis se mostraram significativas. Não foram detectados problemas de multicolinearidade, observado pelos valores de VIF abaixo de 10.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A definição de uma política de distribuição de dividendos é destaque quando se trata de decisões financeiras a serem tomadas dentro de uma empresa. Segundo Assaf e Lima (2014) um dos grandes questionamentos das Finanças Corporativas é se fixação de determinada política de dividendos influencia ou não no preço de mercado de uma ação.

O objetivo geral desta pesquisa foi analisar a relação entre o retorno da ação e a distribuição de dividendos, respondendo ao seguinte problema de pesquisa: Qual a relação entre a distribuição de dividendos das empresas listadas na BM&FBOVESPA e o retorno da ação?

Para responder o problema de pesquisa, procurou-se analisar a relação das variáveis retorno da ação e política de distribuição de dividendos. Através da análise dos coeficientes da equação de regressão linear múltipla, observou-se que existe relação positiva entre a distribuição do dividendo mínimo obrigatório e o retorno da ação e relação negativa entre o dividendo adicional e o retorno da ação, o que do ponto de vista do dividendo adicional, vai de encontro com o estudo de Corso, Kassai e Lima (2009) de que a distribuição de dividendos apresenta uma relação inversa com o retorno das ações. Assim ações com maior distribuição de dividendos apresentam menor retorno.

O resultado mais relevante encontrado nesta pesquisa é que não existe relação entre a distribuição do dividendo adicional com o retorno da ação, ou seja, para as companhias que optam por distribuir valores acima do valor legal e contratual mínimo, empresas estas que criaram uma política de dividendos própria não pautada em imposições legais ou contratuais, observa-se que não sinalizam ao mercado uma ação positiva, portanto não agregam valor ao preço da ação. É irrelevante.

Conclui-se com base nos testes realizados a insignificância da distribuição de dividendos no Brasil, tanto para o dividendo adicional quanto para o dividendo mínimo obrigatório, coerente com os estudos de Bueno (2002), Corso, Kassai e Lima (2009) e Nagem e Amaral (2012) que apontam a não associação entre distribuição de dividendos e retorno das ações das empresas negociadas na BM&FBOVESPA. O que vai de encontro com a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, proposta por Miller e Modigliani, onde conforme Assaf e Lima (2014) o valor da empresa é definido pela sua capacidade em gerar resultados futuros caixa, e não pela forma como os lucros são distribuídos. Desta forma rejeita-se a hipótese de pesquisa de que, existe relação positiva entre a distribuição de dividendos das empresas listadas na BM&FBOVESPA e o retorno da ação.

Apesar dos achados mostrarem relevantes, deve-se atentar as limitações desta pesquisa. As conclusões aqui observadas ficam restritas à amostra e ao modelo de regressão desenvolvido, podendo como sugestão para novas pesquisas, se utilizar de outras técnicas estatísticas, outros modelos e variáveis.

REFERÊNCIAS

AMARAL, H. F.; CORREIA, L. F. **O Impacto da Política de Dividendos sobre a Rentabilidade de Títulos Negociados na Bovespa no Período de 1994 a 2000.** In:

Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, 26., 2002, Salvador. Anais...Salvador: 2003.

BRASIL. Presidência da República. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as sociedades por ações.** Planalto, 1976. Disponível em:<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 04 dez. 2016.

BRASIL. Presidência da República. Lei nº 13.259, de 16 de março de 2016. **Dispõe sobre incidência de imposto sobre a renda na hipótese de ganho de capital.** Planalto, 2016. Disponível em:<https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13259.htm>. Acesso em: 07 dez. 2016.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **PRINCÍPIOS DE FINANÇAS CORPORATIVAS.** SÃO PAULO: BOOKMAN, 2013. 879p. Disponível em:<https://play.google.com/books/reader?id=Bfo4AgAAQBAJ&printsec=frontcover&output=re ader&hl=pt_BR&pg=GBS.PR3>. Acesso em: 04 dez. 2016.

BRUGNI, T. V.; SARLO NETO, A.; BASTIANELLO, R. F.; PARIS, P. K. S. Influência de dividendos sobre a informatividade dos lucros: evidências empíricas na BM&F BOVESPA. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 3, p. 82-99, 2012.

BRUNI, A. L.; FIRMINO, Adilson; GAMA, Alex; FAMÁ, R. **O Anúncio Da Distribuição De Dividendos E Seu Efeito Sobre Os Preços Das Ações: Um Estudo Empírico No Brasil.** In: III Congresso USP de Controladoria e Contabilidade (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo), 2003, São Paulo - SP. Anais do III Congresso USP de Controladoria e Contabilidade (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo). , 2003. v.1. p.1 – 20

BUENO, Arthur Franco. Os Dividendos Como Estratégias de Investimentos em Ações. **Revista de Contabilidade & Finanças-USP**, São Paulo, .28, p.39-55, JAN / ABR 2002

CASTRO, M. L. de; FREIRE, H. V. de L. **A relação entre lucros anormais e dividendos: um estudo empírico das empresas com ações listadas na BOVESPA.** ANAIS CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5, 2005, São Paulo. Anais...São Paulo: USP, 2005.

CERQUEIRA, J. E. A.; SOARES, T. M.; DAVID, M.V. Novas evidências sobre a relação entre a geração de valor ao acionista e o valor de mercado das ações: uma análise em painel comparando o EVA® e o MVA® no mercado brasileiro. **Revista Eletrônica Pesquisa Operacional para o Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, maio/ago. 2009.

CORSO, R.M; KASSAI, J.R; LIMA, G.A.F.S. Distribuição de Dividendos e de Juros Sobre o Capital Próprio Versus Retorno das Ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, 6:154-169, 2012.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas: Teoria e Prática.** SÃO PAULO: BOOKMAN, 2004. 781 p.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L. da; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para a tomada de decisão.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FERREIRA, W. O.; MARTIN JUNIOR, D. M. L.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. **Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa**. FACEF Pesquisa, v. 13, n. 2, p. 190-203, 2010.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D.L.; Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. In: 14º Encontro Brasileiro de Finanças, 2014, Recife. .Anais...Recife: 2014.

INTERPRETAÇÃO TÉCNICA ICPC 08 (R1): Contabilização da Proposta de Pagamento de Dividendos (BV 2011). BRASIL: [s.n.], 2012. 6 p. Disponível em:<http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/90_ICPC08%20_R1_%2001062012_sem_anexo_2_limpo.pdf>. Acesso em: 04 dez. 2016.

KURONUMA, A. M; LUCCHESI, E. P; FAMÁ, R. Retornos anormais acumulados no período pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 4, 2004, São Paulo. Anais eletrônicos. São Paulo: USP, 2004. Disponível em: <http://www.congressousp.fipecafi.org>. Acesso em 16.9.2010.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.

MELO, F. J.; FONSECA, M. W. Política de dividendos no Brasil: uma análise na reação do mercado a anúncios de distribuição de proventos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v.12, n.27, p 137-164, 2015.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco; **Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares**. The Journal of Business, v.34, p.411-433, out.1961 in VAN HORNE (loc.cit.).

NAGEM, L. M. AMARAL, H.F. Retornos Anormais das Ações Pós-Pagamento de Dividendos: um Estudo Empírico no Mercado Brasileiro a Partir de 2009. RC&C. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, 5: 61-73, 2013.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração da USP**. São Paulo, v. 38, nº 2, p. 135-143, abr/maio/jun. 2003.

NETO, Alexandre Assaf; LIMA, Fabiano Guasti. **Curso de administração financeira**. 3.ed.São Paulo: Atlas, 2014.

PASUCH, D. F. **Política de dividendos e tributação no Brasil**. 2006. 136 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos. São Leopoldo, 2006.

ROSS, S. A. **Administração financeira**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SANTANA, L. **Relação entre dividend yield e retorno das ações abordando aspectos determinantes da política de dividendos: um estudo empírico em empresas com ações negociadas na BOVESPA**. 2006. 82 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2006.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; TONANI, R. A relevância do dividendo adicional proposto. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 13, n. 29, p. 179-202, 2016.

VANCIN, D.; PROCIANOY, J. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, p. 89–123, 2016.

Apêndice

Quadro 2 – Amostra Final

BCO ABC BRASIL S.A.	CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS – CEMIG	ETERNIT S.A.
BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.	CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	EUCATEX S.A. INDÚSTRIA E COMERCIO.
ALIANSCE SHOPPING CENTERS S.A.	CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.
ALPARGATAS S.A.	CIELO S.A.	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.
ALUPAR INVESTIMENTO S/A	CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA
BCO AMAZONIA S.A.	CIA GAS DE SAO PAULO – COMGAS	FIBRIA CELULOSE S.A.
AMBEV S.A.	CIA PARANAENSE DE ENERGIA – COPEL	FLEURY S.A.
GAEC EDUCAÇÃO S.A.	COSAN LIMITED	FRAS-LE S.A.
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	CPFL ENERGIA S.A.	GAFISA S.A.
BCO PAN S.A.	CSU CARDSYSTEM S.A.	GRAZZIOTIN S.A.
BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE	CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.
BANESTES S.A. - BCO EST ESPÍRITO SANTO	DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	HYPERMARCAS S.A.
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A

BCO BRASIL S.A.	ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	IOCHPE MAXION S.A.
BRASKEM S.A.	EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.	ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.
BRF S.A.	EMBRAER S.A.	JBS S.A.
CCR S.A.	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	KEPLER WEBER S.A.
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	EQUATORIAL ENERGIA S.A.	KROTON EDUCACIONAL S.A.
CELULOSE IRANI S.A.	ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	LIGHT S.A.
LINX S.A.	CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR	TUPY S.A.
CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.
LOJAS AMERICANAS S.A.	SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.
LOJAS RENNER S.A.	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	UNIPAR CARBOCLORO S.A.
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	SCHULZ S.A.	VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.
MAHLE-METAL LEVE S.A.	SENIOR SOLUTION S.A.	VIA VAREJO S.A.
METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	SER EDUCACIONAL S.A.	WEG S.A.
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	CIA SIDERURGICA NACIONAL	WHIRLPOOL S.A.
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	SONAE SIERRA BRASIL S.A.	WILSON SONS LTD.
MULTIPLUS S.A.	SLC AGRICOLA S.A.	WLM - INDÚSTRIA E COMERCIO S.A.
NATURA COSMETICOS S.A.	SMILES S.A.	RENOVA ENERGIA S.A.
OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPACOES S.A.	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	TRISUL S.A.
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	TECNISA S.A.	
PARANA BCO S.A.	TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	
PARANAPANEMA S.A.	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	
PBG S/A	TIM PARTICIPACOES S.A.	
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	TOTVS S.A.	
QUALICORP S.A.	CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	