

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS  
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**A INFLUÊNCIA DA DISTRIBUIÇÃO  
DE DIVIDENDOS NO VALOR DAS AÇÕES**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO**

**Elizete Brutti  
Morgana Munhós do Nascimento**

**Santa Maria, RS, Brasil**

**2006**

# **A INFLUÊNCIA DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO VALOR DAS AÇÕES**

**por**

**Elizete Brutti  
Morgana Munhós do Nascimento**

**Trabalho de Graduação apresentado ao Curso de Ciências Contábeis, do  
Centro de Ciências Sociais e Humanas, da Universidade Federal de Santa  
Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para obtenção do grau de  
Bacharel em Ciências Contábeis.**

**Orientadora: Prof<sup>ª</sup>. Ana Ester Farias**

**Santa Maria, RS, Brasil  
2006**

**Universidade Federal de Santa Maria  
Centro de Ciências Sociais e Humanas  
Curso de Ciências Contábeis**

A Professora Orientadora, abaixo assinada,  
aprova o Trabalho de Conclusão

**A INFLUÊNCIA DA DISTRIBUIÇÃO  
DE DIVIDENDOS NO VALOR DA AÇÃO**

elaborada por  
**Elizete Brutti**  
**Morgana Munhós do Nascimento**

como requisito parcial para obtenção do grau de  
**Bacharel em Ciências Contábeis**

**ORIENTADORA:**

*Ana Ester Farias*  
**Ana Ester Farias**  
(Professora Orientadora)

Santa Maria, agosto de 2006.

## AGRADECIMENTOS

Existem pessoas especiais que nos dão força para que sempre continuemos a nossa caminhada, mesmo nos momentos mais difíceis de nossas vidas, através do amor, compreensão, estímulos e muito apoio. Por isso, estas pessoas merecem este agradecimento especial, sejam elas pais, marido, familiares ou amigos.

À professora Ana Ester Farias, por incentivar a buscar a pesquisa, o estudo e o entendimento do assunto, possibilitando-nos a concretização deste trabalho.

A todos os mestres, desde o nossos primeiros aprendizados, até este momento, pelo conhecimento, apoio e amizade que nos foram dados.

Ao escritório Super Visão Empresarial Ltda, pela compreensão e por ter entendido nossa necessidade dando o apoio necessário para que este trabalho pudesse realizar-se.

Enfim, a todas as pessoas que, direta ou indiretamente, nos auxiliaram e colaboraram para a elaboração deste trabalho de graduação,

Obrigada!

**"Aquele que nunca descansa,  
aquele cujo pensamento almeja  
de corpo e alma ao impossível,  
esse é o vencedor"**

**(Beethoven)**

## **RESUMO**

Trabalho de Graduação  
Curso de Ciências Contábeis  
Universidade Federal de Santa Maria

### **A INFLUÊNCIA DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO VALOR DAS AÇÕES**

**AUTORAS: ELIZETE BRUTTI E MORGANA MUNHÓS DO NASCIMENTO**

**ORIENTADORA: ANA ESTER FARIAS**

**Data e Local da Defesa: Santa Maria, agosto de 2006.**

O mercado de capitais, no Brasil, tem apresentado uma evolução no que diz respeito a investidores pessoas físicas. Tal crescimento, tem sido objeto de desejo de empresas que possuem seu capital aberto, ou pretendem colocar suas ações no mercado. Pensando nisso, e analisando as oscilações das ações, foi realizado este estudo com o objetivo de responder se a política de distribuição de dividendos influencia no valor da ação. Este estudo consiste em uma pesquisa descritiva, com coleta direta, análise e cruzamento de dados referentes ao comportamento das empresas, sua distribuição de dividendos e o valor de negociação de suas ações no mercado de capitais. Através da correlação, que é um meio estatístico de relacionar dois ou mais dados, foram obtidos índices que nos permitiram avaliar se o valor de negociação das ações variam conforme a distribuição de dividendos efetuadas pelas empresas. Feito isso, encontrou-se como resposta que a distribuição de dividendos pode interferir no valor da ação, mas não é relevante em todas as empresas, pois de um lado, em mais da metade dos casos apresentou-se praticamente 100% (cem por cento) correlacionado, e por outro a correlação é pequena e, muitas vezes, negativa. Assim, concluiu-se que a distribuição de dividendos não é o único ponto relevante no preço de negociação de um ação. Outros fatores também interferem na determinação deste. Fatores estes que não eram objeto deste estudo.

**Palavras-chaves: Política de dividendos, Dividendos, Preço da ação.**

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura Funcional do Sistema Financeiro Nacional.....	23
Figura 2 – Modelo do Diagrama de Dispersão para uma Correlação Perfeita Positiva.....	60
Figura 3 - Modelo do Diagrama de Dispersão para uma Correlação Perfeita Negativa.....	60

## LISTA DE APÊNDICES

APÊNDICE A – Lista de empresas.....	78
APÊNDICE B – Planilha de coleta de dados das empresas.....	79
APÊNDICE C – Planilha de coleta de dados para Correlação.....	80
APÊNDICE D – Modelo de cálculo de Correlação.....	81
APÊNDICE E – Planilha resumo de resultados da Correlação por setor...	82
APÊNDICE F – Gráficos de resultados da Correlação por setor.....	83
APÊNDICE G – Planilha resumo de resultados Correlação por empresa.	89
APÊNDICE H – Gráficos de resultado da Correlação por empresa.....	90
APÊNDICE I.1 – Planilha resumo de dados coletados 2000.....	91
APÊNDICE I.2 – Planilha resumo de dados coletados 2001.....	92
APÊNDICE I.3 – Planilha resumo de dados coletados 2002.....	93
APÊNDICE I.4 – Planilha resumo de dados coletados 2003.....	94
APÊNDICE I.5 – Planilha resumo de dados coletados 2004.....	95
APÊNDICE I.6 – Planilha resumo de dados coletados 2005.....	96



## **LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS**

**BOVESPA – Bolsa de Valores do estado de São Paulo**

**CMN – Conselho Monetário Nacional**

**BC – Banco Central**

**CVM – Comissão de Valores Mobiliários**

**BACEN – Banco Central do Brasil**

**S.A. – Sociedade Anônima**

**FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço**

**SFN – Sistema Financeiro Nacional**

**SBPE – Sociedade Brasileira de Poupança e Empréstimo**

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Resumo de Resultados da Correlação no Subsetor de Siderurgia.....	65
TABELA 2 – Resumo de Resultados da Correlação no Subsetor de Mineração.....	65
TABELA 3 – Resumo de Resultados da Correlação no Subsetor de Ferro e Aço.....	66
TABELA 4 – Resumo de Resultados da Correlação no Subsetor de Artefatos de Cobre.....	67
TABELA 5 – Resumo de Resultados da Correlação no Subsetor de Petroquímico .....	68
TABELA 6 – Resumo de Resultados da Correlação no Subsetor de Fertilizantes e Defensivos.....	68
TABELA 7 – Resumo de Resultados da Correlação no Subsetor de Materiais Diversos.....	69
TABELA 8 – Resumo de Resultados da Correlação no Subsetor de Petróleo e Gás .....	70
TABELA 9 – Resumo de Resultados da Correlação por Empresa.....	71

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	14
<b>2 REVISÃO BIBLIOGRAFICA</b> .....	17
<b>2.1 Introdução a sociedade em geral</b> .....	17
2.1.1 Sociedade.....	17
2.1.2 Sociedade anônima.....	18
2.1.2.1 Objetivos da sociedade anônima.....	19
2.1.2.2 Os acionistas.....	20
<b>2.2 Sistema Financeiro Nacional</b> .....	21
<b>2.3 Mercado Financeiro</b> .....	24
2.3.1 Condições de mercado.....	24
2.3.2 Mercado de capitais.....	25
2.3.2.1 Mercados eficientes de capital.....	26
2.3.2.1.1 Tipos de eficiência.....	26
<b>2.4 Ações</b> .....	27
2.4.1 Tipos de ação.....	28
2.4.1.1 Ações preferenciais.....	28
2.4.1.2 Ações ordinárias.....	30
2.4.1.3 Ações de fruição.....	33
2.4.2 Formas de ações.....	33
2.4.2.1 Ações nominativas.....	33

2.4.2.2 Ações escriturais.....	33
2.4.3 Direito do acionista.....	34
<b>2.5 Bolsa de Valores.....</b>	<b>35</b>
2.5.1 Índice da bolsa de valores de São Paulo (Índice BOVESPA).....	37
2.5.2 Tipo de negociação.....	37
2.5.3 Modalidade de operação.....	38
2.5.4 Investimento.....	39
2.5.5 Valor da ação.....	40
<b>2.6 Dividendos.....</b>	<b>42</b>
2.6.1 Política de dividendos.....	44
2.6.2 Teoria da política de dividendos.....	45
2.6.2.1 Teoria da irrelevância.....	46
2.6.2.2 Teoria da relevância de dividendos.....	46
2.6.2.3 Teoria do pássaro na mão.....	47
2.6.2.4 Teoria da preferência tributária.....	47
2.6.2.5 Teoria do efeito clientela.....	48
2.6.2.6 Teoria da hipótese do conteúdo da informação ou sinalização.....	48
2.6.3 Tipos de política de dividendos.....	48
2.6.3.1 Política de dividendos residuais.....	48
2.6.3.2 Política de dividendos constantes.....	49
2.6.3.3 Política de dividendos regular baixo, mais extra.....	50
2.6.4 Pagamentos de dividendo.....	50
2.6.5 Fatores que influenciam a política de dividendos.....	51
2.6.6 Instrumento da política de dividendos.....	54
2.6.7 Determinantes da política de dividendos.....	56
2.6.8 Análise da política de dividendos.....	57
<b>2.7 Correlação.....</b>	<b>59</b>
2.7.1 Conceituação.....	59
2.7.2 Grau de correlação.....	60
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>62</b>
<b>4 DESENVOLVIMENTO.....</b>	<b>64</b>

<b>4.1 Análise.....</b>	<b>64</b>
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>72</b>
<b>6 REFERÊNCIAS.....</b>	<b>75</b>
<b>APÊNDICES.....</b>	<b>77</b>

# 1 INTRODUÇÃO

Atualmente, no Brasil, cerca de 1 (um) milhão de pessoas investem de alguma forma em ações. O governo, através de modificações na legislação, reduzindo a alíquota de imposto de renda sobre os ganhos líquidos auferidos em operações realizadas em Bolsa de Valores, por exemplo, a Caixa Econômica Federal, com a possibilidade de utilização do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) para a aquisição de ações, e o acesso facilitado a este tipo de investimento, com negociações totalmente eletrônicas e eficaz divulgação nos meios de comunicação, tentam incentivar a população a investir suas poupanças nesse mercado.

Em contrapartida, segundo dados estatísticos, a maioria dos investidores, principalmente os minoritários e novatos, pensam no investimento em ações como uma formação de patrimônio, e estes têm objetivos claros de obter maiores ganhos e garantir cedo ou tarde uma renda que garanta o depósito periódico de uma boa quantia em sua conta corrente.

Segundo Goyano (2005), para atrair os minoritários, a companhia deve optar por pagar bons dividendos e, principalmente, há que valorizar as ações de uma empresa, uma vez que o montante de dividendos pode ir muito além, se considerado como parte de uma série de atrativos importantes para o investidor.

Entretanto, ainda existe receio, por parte do investidor ao aplicar seus recursos disponíveis no mercado de ações, principalmente pelo fato do valor destas poder oscilar freqüentemente. Nesse cenário, conforme informativos publicados pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), a maior e menor oferta e procura por ações está diretamente relacionada ao comportamento históricos de seus preços, e, sobretudo, às perspectivas futuras das empresas emissoras, aí se incluindo suas políticas de dividendos.

Dessa forma, este estudo, que tem por tema a influencia da distribuição de dividendos no valor da ação, fez-se necessário ao considerar principalmente, que, segundo a opinião de analistas, determinar o valor de uma ação depende da evolução de uma multiplicidade de variáveis e a política de dividendos é uma variável ativa dessa decisão.

Ainda de acordo com Lintner (1956) e Gordon (1959), uma elevação nos níveis de distribuição de dividendos seria capaz de alterar o valor de mercado de ações, sendo, portanto, relevante possuir uma política de distribuição. Contraponde-se a essa linha estão Modigliani e Miller (1961), que consideram a política de distribuição irrelevante à formação do valor de mercado das ações.

Diante do exposto, questiona-se: a política de distribuição de dividendos influencia na determinação do valor das ações de uma empresa?

O presente estudo tem por objetivo, inicialmente analisar a política de dividendos nas sociedades anônimas, onde são abordados, em linhas gerais, as regras, as formas e os limites desta distribuição. Após, calcular o grau de associação entre as variáveis - dividendos e valor das ações – e, por fim, como objetivo geral, identificar se há influência da distribuição de dividendos no valor da ação, constatando-se se esta é relevante ou irrelevante na determinação do preço de mercado da empresa.

Para uma melhor compreensão do problema de pesquisa e consecução dos objetivos propostos, este trabalho divide-se em cinco capítulos. No segundo, após a introdução, será abordado o tema sociedade, dando ênfase às sociedades anônimas de capital aberto, seus objetivos, bem como a figura do acionista.

Também foi reservado para o Sistema Financeiro Nacional (SFN), analisando seu organograma, sua sistemática e finalidades no mercado de capitais. Neste capítulo, também são conceituadas as instituições que formam o sistema financeiro e que são fundamentais no decorrer deste estudo.

Inicia-se o tratamento do Mercado Financeiro, abrangendo os conceitos e as condições de mercado, com ênfase ao Mercado de Capitais em seus aspectos mais relevantes.

Conceitua as ações, enfatizando seus tipos, formas e particularidades. Afora isso, destaca-se o direito dos acionistas detentores de ações.

A Bolsa de Valores, com ênfase na BOVESPA, também é abordada. Além do histórico, conceitos e finalidades desta associação, bem como o tipo de negociações e modalidades de operações, serão debatidos e analisados temas como o ato de investir e a formação do preço das ações desses investimentos.

Em face da matéria em estudo, debateu-se o tema dividendo, destacando a política de distribuição destes proventos, teorias e tipos existentes, bem como os fatores, instrumentos e outros determinantes para a análise desse tema.

E por fim o segundo capítulo traz alguns aspectos importantes da Correlação Linear. Para melhor entendimento deste método no estudo prático deste trabalho.

No terceiro capítulo, encontra-se a metodologia aplicada neste estudo. O quarto capítulo é reservado exclusivamente para a parte prática onde serão aplicados os métodos discutidos no capítulo anterior, em empresas e fundos negociados na BOVESPA no setor de materiais básicos para os exercícios de 2000 a 2005, com a finalidade de identificar se há influência da distribuição de dividendos no valor da ação dessas companhias.

Por fim apresenta-se a conclusão do estudo e os anexos utilizados, necessários para uma melhor visualização dos resultados obtidos.



## **2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

### **2.1 Introdução às sociedades em geral**

Desde os primórdios da história, o homem produz o seu próprio sustento. Com o passar dos tempos, começaram a surgir as atividades mercantis que visavam a comercialização dos produtos primários, sem nenhum valor agregado, com isso, deixou de ser apenas um indivíduo que comia o que produzia.

Muitos séculos depois, o homem começou a ver que podia agregar valor ao que produzia e industrializar sua produção. Foi então que aconteceu a Revolução Industrial que, segundo Pronko (1997), desencadeou pela primeira vez na história da humanidade, um processo de crescimento econômico acelerado, sem precedentes e sem retorno, cujos elementos definidores foram a revolução tecnológica e a transformação social perpétuas. Esse processo começou na Grã-Bretanha na segunda metade do século XVIII, e desde o início envolveu uma economia cada vez mais globalizada, sendo o ponto de partida para a irradiação do capitalismo. Tudo isso ainda era realizado em pouca quantidade, mas o homem precisava crescer, havia a necessidade de que, aquilo que ele fizesse, fosse feito em quantidade cada vez maior.

As sociedades passaram por um desenvolvimento histórico, apesar de terem surgido, praticamente, com o homem, no início de sua existência. Muitos anos mais tarde, já na Idade Média, surgiram as sociedades em comandita e, com o Renascimento Comercial, na época das conquistas marítimas, surgem as grandes companhias colonizadoras e a Companhia das Índias. Foi nesse momento que surgiram as Sociedades Anônimas.

Em 1807 entrou em vigor o Código Mercantil Napoleônico, tendo como proposta principal o tratamento jurídico da atividade mercantil.

#### **2.1.1 Sociedade**

Uma sociedade existe sempre que duas ou mais pessoas se associam para conduzir uma empresa. As sociedades podem operar sob diferentes graus de

formalidade, variando de acordos informais e entendimentos orais, a entendimentos formais registrados no órgão do estado em que a sociedade realiza suas atividades.

### **2.1.2 Sociedade anônima**

Uma Sociedade Anônima (S.A.) é uma entidade legal com separação e distinção de seus proprietários e administradores.

É considerada aberta quando promove a colocação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão. São considerados valores mobiliários: ações, bônus de subscrição, debêntures e notas promissórias para distribuição pública, assim descritos:

- a) Ações: títulos nominativos negociáveis que representam, para quem as possui, uma fração do capital social de uma empresa.
  
- b) Bônus de subscrição: títulos nominativos negociáveis que conferem ao seu proprietário o direito de subscrever ações do capital social da companhia emissora, nas condições previamente definidas.
  
- c) Debêntures: títulos nominativos negociáveis representativos emitidos pela empresa com o objetivo de arrecadar fundos e, assim, ela adquire uma obrigação – uma dívida – para com o adquirente. Essa obrigação pode ser de médio ou longo prazo.

As operações de abertura de capital precisam ter autorização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o órgão fiscalizador do mercado de capitais brasileiro, o qual também registra e autoriza a emissão dos valores mobiliários para distribuição pública.

As companhias abertas devem atender a diversos requisitos, definidos na Lei das Sociedades Anônimas, a Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, e nas regulamentações da CVM, com o objetivo de garantir a confiabilidade das informações e demonstrações financeiras divulgadas. O mercado considera que a plena abertura de capital ocorre quando há o lançamento de ações ao público, em

função das transformações impostas à empresa e pelo incremento no volume de negócios com seus títulos.

Em conformidade com o autor Weston e Brigham (2000), uma S.A. tem vida ilimitada, ou seja, ela pode ter continuidade depois que seus proprietários e administradores originais falecerem. Os direitos de propriedade podem ser divididos em ações, que, por sua vez, podem ser transferidas muito mais facilmente do que os direitos em empresa individual ou de sociedade. E, por fim, tem passivo limitado que, em caso de falência, para o investidor, sua perda em potencial no investimento seria limitada ao valor investido. Esses três fatores facilitam para as sociedades anônimas levantar capital.

A formação de uma sociedade anônima e o atendimento das exigências burocráticas do estado e do governo federal são procedimentos mais complexos e morosos do que os requeridos na formação de uma empresa individual ou sociedade. Para formá-la, os incorporadores precisam contratar um advogado para preparar uma carta-patente e uma série de estatutos.

A carta-patente inclui o nome da sociedade anônima, o tipo de atividade que desempenhará, o valor do capital acionário, o número de diretores, nomes e endereços destes e é protocolada na secretaria do estado em que a empresa está incorporada.

Os estatutos são uma série de normas delineadas pelos fundadores de uma empresa para ajudar na sua gestão interna, ou seja, neles, há aspectos como a maneira pela qual os diretores devem ser eleitos, se os acionistas terão primeira opção de compra das novas ações que a empresa emitir, e os procedimentos que serão utilizados para mudar os estatutos em si, se as condições assim o exigirem.

#### 2.1.2.1 Objetivos da Sociedade Anônima

As decisões tomadas sempre terão um determinado propósito e um de seus objetivos é a maximização da riqueza do acionista que se traduz na melhoria dos preços das ações.

As empresas têm outros objetivos, segundo Weston e Brigham (2000, p.14):

As empresas, naturalmente, têm outros objetivos – particularmente os agentes, que tomam as decisões efetivas e estão interessados na própria satisfação pessoal, no bem estar de seus funcionários e no bem estar da comunidade e sociedade.

As mesmas medidas que maximizam os preços das ações também beneficiam a sociedade. Conforme Weston e Brigham (2000), essa maximização requer fábricas que produzam bens de alta qualidade e de baixo custo. Ainda, a maximização dos preços das ações requer o desenvolvimento de produtos que os consumidores desejam e necessitam, de forma que o motivo do lucro leva a novas tecnologias, novos produtos e novos empregos. Finalmente, a maximização dos preços das ações requer um atendimento eficiente, estoques apropriados de mercadorias e estabelecimentos comerciais bem localizados. Todos esses fatores são necessários para realizar vendas, e as vendas são necessárias para os lucros. Portanto, medidas que poderiam ajudar uma empresa a aumentar os preços das ações são, também, benéficas para a sociedade.

Ademais, segundo os autores, o preço das ações de uma empresa, depende dos lucros projetados da empresa por ação, do fator risco dos lucros projetados, do uso de capital de terceiros e da política de dividendos.

A forma que uma sociedade anônima tem de estar presente no mercado, buscando investidores/acionistas é o chamado mercado financeiro, através de bolsas de valores.

#### 2.1.2.2 Os acionistas

São pessoas físicas ou jurídicas que aplicam recursos financeiros com a finalidade de obter ganhos futuros, a médio ou longo prazo, assumindo o risco que tal operação oferece. Sua obrigação fundamental é subscrever e integralizar o capital social, e seus direitos estão previstos no estatuto, que será específico em cada empresa. Atuam na bolsa por meio de corretoras e distribuidoras de valores. Podem ser classificados em majoritário, quando detém uma quantidade de ações com direito a voto, que lhe permite manter o controle acionário da empresa, e minoritário, que vem a ser aquele que tem uma quantidade inexpressiva de ações com direito a voto.

Para Rudge e Cavalcante, (1993, p.101):

Na prática, a obrigação fundamental dos acionistas é subscrever e integralizar o capital social. Em contrapartida, eles detêm uma série de direitos, que nem o estatuto, nem a assembléia podem modificar.

Esses direitos ou principais vantagens dos acionistas nas aquisições de ações podem ser definidos em quatro itens:

a) Dividendos: são remunerações oriundas de resultado positivo nas operações da empresa (lucro), pagas em dinheiro, ao proprietário de ação com direito a tal benefício.

b) Bonificação: quando a empresa aumenta seu capital, efetuado por meio de incorporação de reservas, emite novas ações e cada acionista atual terá direito a receber uma parcela proporcional à sua participação na sociedade. Essa parcela será feita em ações, de forma gratuita, chamando-se bonificações.

c) Valorização: representa um aumento no valor da ação, decorrente do aumento do capital da empresa. Poderá ser originado de um resultado positivo da empresa, ou mesmo do próprio mercado, com procura pelas ações elevada.

d) Direito de subscrição: quando há aumento do número de ações, por parte da empresa, a prioridade na aquisição destas são dos acionistas atuais.

## **2.2 Sistema Financeiro Nacional**

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é formado por um conjunto de instituições públicas e privadas que, através de normas e procedimentos, procuram coibir o abuso dentro do mercado financeiro.

De acordo, com Assaf Neto (1998), o SFN tem por finalidade manter o fluxo contínuo dos recursos que circulam entre investidores e poupadores, ou seja, facilita a relação de instituições carentes de recursos finais (tomadores) com outras capazes de gerar poupança (cedentes ou ofertadores).

Analisando seu organograma (Figura 1) tem-se, em um mesmo nível, compondo o SFN, o Subsistema de Intermediação, também denominado Operativo, composto por instituições bancárias e não bancárias, que atuam com operações financeiras - entre elas instituições auxiliares como a Bolsa de Valores, Sociedades

Corretoras e Sociedades Distribuidoras - e o Subsistema Normativo, que estabelece diretrizes de atuação das instituições financeiras operativas e controle do mercado. Compõe este subsistema, entre outras, o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central do Brasil (BACEN) e a CVM.

O CMN é composto por três representantes. Conforme Assaf Neto (1998) Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e Presidente do BACEN – é responsável pelo processamento e controle do Sistema Financeiro, não tendo nenhuma atividade executiva. Possui, entre outras atribuições, a regulação de operações no âmbito do mercado aberto.

O BACEN é o órgão responsável pela gestão do SFN, tendo atuação na fiscalização e disciplina do mercado financeiro, instituindo regras, limites e condutas das instituições. Entre suas atividades está a emissão e controle da circulação da moeda.

A CVM age sob a orientação do CMN, sendo considerada uma Autoridade Especial. Sua finalidade básica é a normalização e controle do mercado de valores mobiliários, representado principalmente por ações, partes beneficiárias e debêntures, e outros títulos emitidos pelas sociedades anônimas e autorizados pelo CMN.

Entre outras funções, promove medidas incentivadoras ao investimento no mercado acionário, estimulando o funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores e das instituições operadoras, bem como protegendo os investidores de mercado contra emissões irregulares e outros tipos de atos ilegais no mercado de ações.

As Bolsas de Valores são instituições civis sem fins lucrativos, pertencendo às Sociedades Corretoras membro. São supervisionadas pela CVM e tem por principal objetivo zelar pelo bom funcionamento do Mercado de Ações. Entre suas competências estão a de manter um local adequado para as negociações com títulos e valores mobiliários e fiscalizar o cumprimento das normas e disposições legais que regem o Mercado de Ações.

As Sociedades Corretoras, cuja constituição – como sociedades anônimas ou por cotas de responsabilidade limitada - depende do Banco Central (BC) e o exercício de suas atividades depende de autorização da CVM, operam com compra, venda e distribuição de títulos e valores mobiliários, em recintos das bolsas de valores e mercadorias, efetuando lançamentos públicos de ações. Além disso,

administram carteiras e custeiam valores mobiliários, instituindo, organizando e administrando fundos de investimento, operando no mercado aberto e intermediando operações de câmbio.

Por fim, as Sociedades Distribuidoras possuem operações mais restritas que as Sociedades Corretoras, já que não tem acesso a bolsa de valores e de mercadorias, mas podem utilizar tais sociedades para operar. Entre as atividades básicas está a intermediação da colocação de emissão de capital no mercado além de operações no mercado aberto, desde que obedeçam as regras do BC.

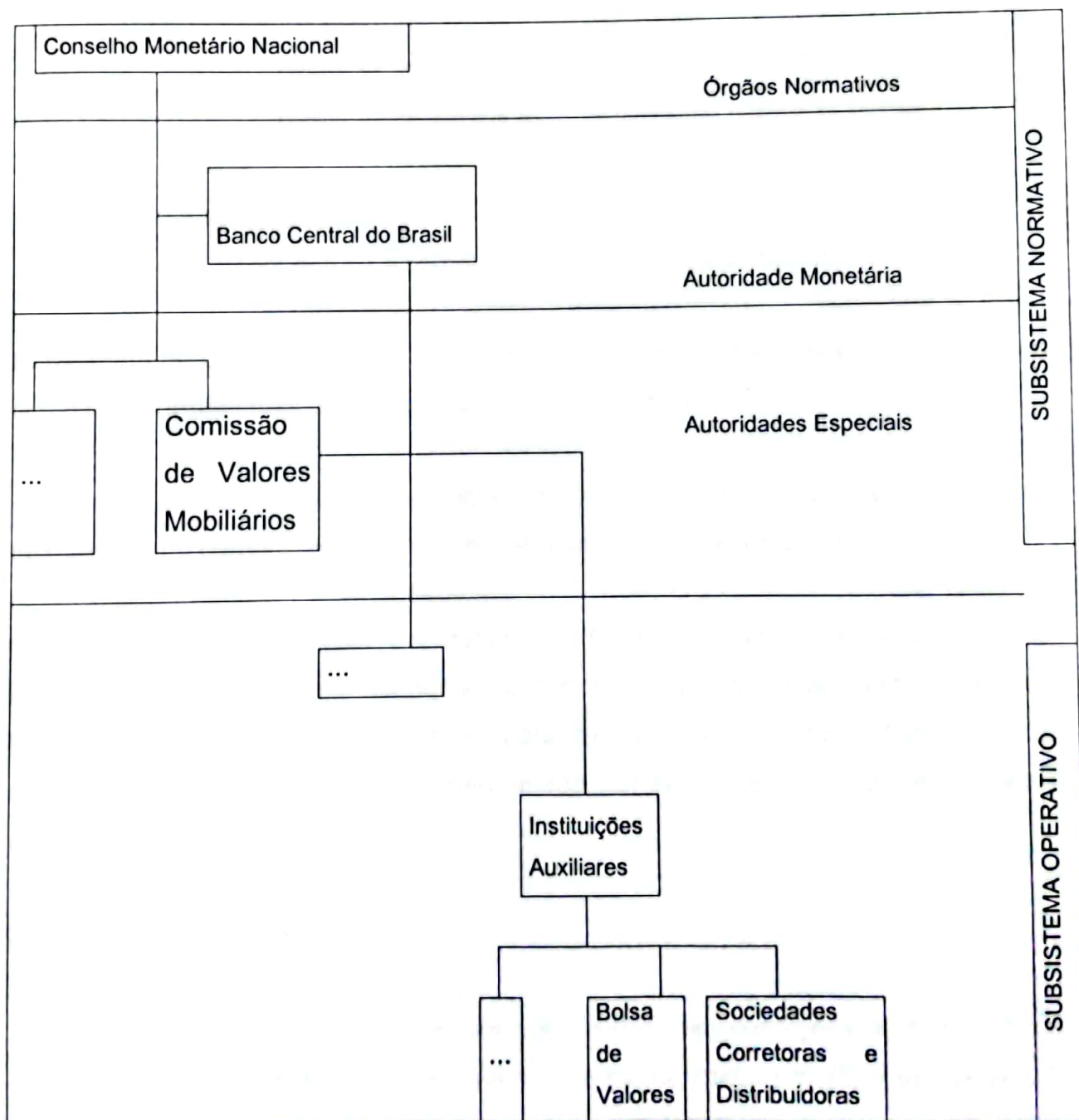


Figura 1 – Estrutura Funcional do SFN

## 2.3 Mercado Financeiro

Mercados financeiros são fóruns que possibilitam os fornecedores e demandantes de títulos realizarem transações financeiras, permitindo que estas sejam feitas rapidamente a um preço teoricamente justo, ou seja, o mercado financeiro é um intermediador dessas transações.

A intermediação financeira desenvolve-se de forma segmentada com base em quatro subdivisões, conforme Assaf Neto (1999, p.80):

Apesar de servirem de referencia para o estudo do mercado financeiro, esse segmentos sugeridos de mercado muitas vezes se confundem na pratica, permitindo que as varias operações financeiras interajam por meio de um amplo sistema.

Tais subdivisões são:

- a) Mercado monetário: enfoca a compra e venda de títulos a curto prazo;
- b) Mercado de Crédito: engloba as operações de curto a médio prazo, direcionadas aos ativos permanentes e ao capital de giro das empresas;
- c) Mercado Cambial: inclui as operações de conversão de moedas, servindo como instrumento de compra, venda ou arbitragem de determinada moeda;
- d) Mercado de capital: está estruturado de forma a suprir as necessidades de investimento dos agentes econômicos, por meio de diversas modalidades de financiamento a médio e longo prazo, para capital de giro e capital fixo. Oferece, ainda, financiamento com prazo indeterminado, como as operações que envolvem a emissão e subscrição de ações.

### 2.3.1 Condições de mercado

De acordo com Gitman e Joehnk (2005), as condições dos mercados classificam-se como altas ou baixas, sendo que os mercados em alta são favoráveis, associados à alta de preços, ao otimismo do investidor, à recuperação econômica e ao estímulo do governo.



Já os mercados em baixa, são desfavoráveis, associados à queda dos preços, ao pessimismo do investidor, à desaceleração econômica e a restrições do governo.

### **2.3.2 Mercado de capitais**

O Mercado de Capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários com o propósito de propiciar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições autorizadas.

Ainda, abrange o conjunto de transações para transferência de recursos financeiros entre agentes poupadores e investidores, com prazo médio, longo ou indefinido.

Conforme Gitman e Joehnk (2005), o Mercado de Capitais tem por finalidade o aumento do capital da empresa, independente de uma elevação nas receitas operacionais, através de recursos financeiros oriundos de investidores do mercado e sem a necessidade de criação de exigência para a empresa. Em contrapartida, o investidor se beneficia da distribuição de dividendos quando a empresa investida obtiver os lucros.

O Mercado de Capitais divide-se em primário e secundário, onde Mercado Primário compreende o lançamento de novas ações no mercado, sendo uma forma de captação de recursos para a empresa. Uma vez ocorrendo esse lançamento inicial ao mercado, as ações passam a ser negociadas no Mercado Secundário, que vem a ser o mercado onde ocorre a troca de propriedade de título. Ou seja, no Mercado Primário, quem vende as ações é a companhia, usando os recursos recebidos para se financiar. No Mercado Secundário, o vendedor é o investidor que se desfaz das ações para reaver o seu valor investido.

Para que uma companhia participe do mercado, ela deve realizar a abertura de seu capital, isto é, lançar ações para negociação pública. Para que ocorra o processo de abertura de capital a empresa deve estar organizada e constituída de acordo com as definições na Lei 6.404/1976 e, também, estar na forma jurídica de uma sociedade anônima. Ainda, deverá efetuar o registro da empresa junto a CVM, para que seja autorizada a negociação junto ao público, tanto em bolsa de valores como no mercado de balcão.

O Mercado de Capitais é constituído pelas instituições não bancárias, instituições componentes do Sistema de Poupança e Empréstimo (SBPE) e diversas instituições auxiliares, dentre elas as bolsas de valores.

### 2.3.2.1 Mercados eficientes de capitais

Um mercado eficiente de capital é aquele no qual os preços refletem completamente as informações disponíveis, segundo Ross (2002 p.279).

Toda essa informação é oferecida, estudada, vendida e utilizada pela empresa no esforço de obtenção de lucro com a negociação de ações. Isso é a geração de um mercado eficiente. É quando dizemos que os preços estão contidos nessa informação.

Portanto, de um lado, as empresas devem esperar receber o valor justo dos títulos que vendem, ou seja, o preço recebido pelos títulos que são emitidos é igual ao seu valor presente, e de outro, sem a informação necessária a respeito de uma determinada ação, um investidor, num mercado eficiente, espera obter um retorno equilibrado em tal investimento.

#### 2.3.2.1.1 Tipos distintos de eficiência

Certas informações podem afetar os preços de ações mais rapidamente do que outras. O sistema mais comum de classificação, descrito por Ross (2002), dessas informações, considera três tipos distintos:

- a) informação a respeito de preços passados;
- b) informação publicamente disponível;
- c) toda informação.

Ainda, os efeitos desses três conjuntos de informações sobre os preços são:

- a) Forma Fraca: Quando incorpora integralmente a informação contida em preços passados para compra ou venda de ações.

b) Forma semi-forte: Um mercado é eficiente no sentido semi-forte quando os preços refletem (incorporam) toda informação publicamente disponível, incluindo informação referentes a demonstrações contábeis publicadas, além de séries históricas de preço.

c) Forma forte: Incorpora os dois outros tipos de eficiência. Essa forma releva que, qualquer informação que seja pertinente ao valor da ação, e seja conhecida por, pelo menos, um investidor estará, na verdade, refletida integralmente no preço da ação.

Para Ross (2002), um mercado eficiente na forma fraca representa um custo menor para a empresa devido a sua simplicidade. A forma de eficiência semi-forte, porém, usa informações e raciocínios muito mais sofisticados do que a eficiência fraca e, para isso, um investidor precisará ser qualificado em termos de economia e estatística, além de ser conhecedor das peculiaridades de setores e empresas individuais. No que diz respeito à eficiência forte, é a menos comum, devido ao seu elevado grau de exigência e complexidade. As formas utilizadas mais comuns são a fraca e a semi-forte.

Este mercado, para ser considerado eficiente, processa as informações disponíveis, repassa aos investidores e as incorpora aos preços dos títulos, além de, analisar adequadamente todas as informações contábeis disponíveis ao determinar o preço de uma ação.

## **2.4 Ações**

Ação é a menor parcela no qual é dividido o capital social de uma empresa sociedade anônima, destinada a lançamento no mercado financeiro, com a finalidade de arrecadação de recursos, através de negociação neste mercado. Esta ação é um título que tem a facilidade de poder ser negociado no mercado, a um preço acima, ou abaixo, do valor de registro da mesma, e ter a faculdade de troca de proprietário sem a necessidade de alterações contratuais, ou o conhecimento dos demais acionistas.

Ela pode ser emitida com ou sem valor nominal, de acordo com o que consta no estatuto da empresa. Na hipótese de constar na emissão, o valor nominal, este deverá ser igual a todas as demais, inclusive as emitidas anteriormente.

Quando não possuírem valor nominal, o preço de emissão deverá ser definido pelos sócios fundadores e, quando do aumento de capital, pela assembléia geral dos acionistas.

As ações negociadas em bolsas podem ser de três tipos, classificadas conforme a natureza de direitos e vantagens que conferem a seus titulares, como: preferenciais, ordinárias e fruição.

## **2.4.1 Tipos de ações**

### **2.4.1.1 Ações preferenciais**

As ações preferenciais conferem a seus titulares vantagens, direitos e restrições previstas na Lei das Sociedades por Ações e nos estatutos das empresas.

Como regra geral oferecem preferência na distribuição de resultados ou no reembolso do capital em caso de dissolução da companhia. Tem um valor ao par e seus dividendos são fixos em quantia e geralmente devem ser pagos antes que os dividendos das ações ordinárias.

De acordo com Ross (2002, p. 839),

As ações preferenciais constituem um título híbrido com algumas características de dívida e algumas de capital próprio. Os capitalistas consideram as ações preferenciais semelhantes a dívida, porque tem uma precedência nos lucros da empresa sobre eles. No entanto, os detentores de títulos vêem as preferenciais como capital, porque os credores têm um direito anterior sobre a renda a os ativos da empresa.

Diante dessa citação, pode-se dizer que as ações preferenciais podem ser comparadas a um empréstimo, uma vez que existe um dividendo estabelecido ao qual é dada prioridade sobre o dividendo da ação ordinária, e também ao capital próprio por ser uma forma de propriedade sem vencimento, ou seja, os dividendos preferenciais, assim como os ordinários, podem ser omitidos sem levar a empresa à falência, e muitas emissões preferenciais não têm datas de vencimento específicas.

Por outro lado, os acionistas que adquirem ações preferenciais sempre esperam que as Companhias sejam administradas de forma a gerar lucro, para que ocorra a distribuição de dividendos que lhes foram prometidos.

Para que as ações preferenciais sejam admitidas a negociação no CVM deve seguir pelo menos uma das seguintes vantagens, conforme Lei das S.A.'s (6404/76):

a) receber pelo menos 3% (três por cento) de dividendos preferencialistas do patrimônio líquido da ação, isso ocorre se o dividendo obrigatório seja de 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado.

b) os detentores de ações preferenciais têm o direito de receber dividendos no mínimo 10% (dez por cento) maior do que os atribuídos a cada ação ordinária independente do lucro obtido no exercício;

c) no caso de ocorrência de transferência do controle acionário da Companhia, se há troca de controle, os detentores têm o direito de ter suas ações preferenciais incluídas na oferta pública pelo valor equivalente a pelo menos 80% (oitenta por cento) do preço pago pelas ações integrantes do bloco de controle, e ainda garantem dividendos no mínimo igual ao das ações ordinárias.

Se as Companhias não estipularem no estatuto o percentual de lucro a ser distribuído em forma de dividendos para acionistas preferenciais prevalecerá a regra estabelecida pela Lei das Sociedades Anônimas 6.404/1976, de 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido ajustado do exercício.

Os investidores que adquirem as ações preferenciais têm direito a receber pagamentos mínimos ou fixos de dividendos ou, ainda, reembolso do capital em caso de liquidação da Companhia, no entanto, não terão direito a voto.

No caso de dividendos fixos a principal característica é a garantia de um dividendo teto que poderá ser estipulado pela porcentagem do capital social, do lucro líquido do exercício ou outro estipulado em estatuto e que melhor se adapte as condições da empresa. No entanto, não concede direito a participação dos lucros remanescentes e não assegura a acumulação do percentual prioritário de um exercício para o outro, quando seu crédito não for integralmente satisfeito.

Já as ações preferenciais com dividendo mínimo e cumulativo, recebem a garantia de um dividendo piso, que também pode ser estipulado seguindo os mesmos critérios dos dividendos fixos, diferenciando-se deste pelo fato de ter direito de participar dos lucros remanescente e ainda assegurar a acumulação do percentual prioritário de um exercício para o outro, quando seu crédito não for integralmente satisfeito.

Para que os preferencialistas não tenham direito a voto, devem receber dividendos no mínimo 10% (dez por cento) maiores em relação aos ordinaristas, ou também, quando não houver promessa de dividendos e, esses não foram distribuídos por falta de lucro, ou seja, a empresa está com prejuízo ou com lucro insuficiente para cobrir essa promessa.

Entretanto, caso recebam dividendos fixos ou mínimos em datas não fixadas no estatuto, ou seja, fora dos prazos estabelecidos no estatuto que é limitado a três exercícios sociais consecutivos, passam a ter direito a voto.

Ainda, conforme Ross (2002), ressaltamos que, entre outras vantagens das ações preferenciais para as companhias, a alavancagem financeira que esta entrada de capital financeiro proporciona e sua flexibilidade quando comparado a um empréstimo seria a principal delas. No entanto, em contrapartida, as desvantagens para esta, representam as vantagens para os acionistas detentores de ações preferenciais, como a prioridade destes sobre os lucros e ativos das empresas através das distribuições.

#### 2.4.1.2 Ações ordinárias

As ações ordinárias são definidas por Lemes Junior (2002, pg. 328) como:

Aquelas que conferem ao titular o direito a voto na Assembléia de Acionistas da empresa, ou seja, concedem o poder de voto nas assembleias, que determinam as principais destinações de recursos, elegem os membros da diretoria e aprovam as demonstrações contábeis e outros.

Estas não possuem preferência especial, seja em termos de dividendos, seja em caso de liquidação da empresa. São unidades básicas de participação na propriedade da empresa.

O estatuto de uma sociedade por ação – ou anônima - deve indicar o número de ações ordinárias que a empresa está autorizada a emitir. Não há exigência de que todas as ações autorizadas sejam efetivamente emitidas.

Os titulares de ações ordinárias de uma empresa são chamados de acionistas e recebem certificados com valor nominal unitário em troca de participação. Existem ações ordinárias sem valor nominal.

As ações ordinárias, de certa forma, representam juros de propriedade em uma empresa, pois ela autoriza seu detentor a receber dividendos, mas apenas se a companhia obtiver ganhos com os quais os dividendos possam ser pagos. A administração pode, ainda, optar por reinvestir todos os ganhos, ao invés de pagá-los aos acionistas.

Há, ainda, a possibilidade de serem vendidas em alguma data futura. Se a ação é, na verdade, vendida a um preço acima de seu preço de compra, o investidor receberá um ganho de capital, se ocorrer o contrário, terá perda de capital.

O atributo básico do investimento em ações ordinárias é que elas permitem aos investidores participar dos lucros da empresa. É uma forma popular de investir, porque oferece aos investidores a oportunidade de ajustar seus programas de investimento para atender às suas necessidades e preferências individuais. Para aqueles que vivem dos rendimentos, as ações fornecem um fluxo contínuo de renda corrente e, para os menos preocupados com a renda corrente, as ações servem como base para o acúmulo de riqueza a longo prazo. Com essa estratégia, as ações são usadas como uma forma de ganhar não só dividendos, mas também um fluxo contínuo de ganhos de capital.

Para Gitman e Joehnk (2005, p.165):

As ações ordinárias são populares em parte porque oferecem aos investidores a oportunidade de ajustar seus programas de investimento para atender às suas necessidades e preferências individuais. Este tipo de ação ainda oferece outros benefícios como: o fato de serem fáceis de comprar e vender, custos de transações modestos, preços e informações de mercado amplamente divulgados pela mídia financeira e noticiários e, ainda, o custo unitário de uma ação ordinária geralmente está ao alcance da maioria dos investidores individuais.

As desvantagens são: risco de negócio e financeiro, o poder de compra, o mercado, a taxa de retorno obtida por um investidor e, em geral, estão sujeitos a

amplas oscilações, o que torna difícil avaliar as ações ordinárias e selecionar as que têm melhor desempenho.

As ações ordinárias são emitidas de várias maneiras, sendo uma delas a oferta pública, que oferece ações ao público a um certo preço.

Outra forma pode ser por meio de um desdobramento de ações através de cisão. Com o desdobramento a empresa anuncia que aumentará o número de ações em circulação. Segundo Gitman e Joenk (2005, p.177):

O Desdobramento de ações é usado quando uma empresa quer aumentar a atração de negociação de suas ações, diminuindo seu preço de mercado. A empresa quase sempre consegue o resultado esperado, pois o preço das ações tende a cair em relação às condições de desdobramento.

Caso a empresa queira diminuir o preço das ações em circulação, ela recompra as ações no mercado aberto. Esse processo é chamado de ações em tesouraria.

Antes de efetuar a distribuição de dividendos aos investidores possuidores de ações ordinárias, o conselho administrativo examina vários fatores como: os lucros da empresa, as perspectivas de crescimento e a quantidade de dinheiro que ela possui. Após a análise de questões internas, o conselho avalia efeitos e reações de mercado.

Existem algumas formas de distribuição de dividendos, sendo as mais populares, em dinheiro ou ações. O que difere uma da outra é que, se a distribuição for através de ações, ocorrerá tributação sobre a mesma somente após a sua venda. Já, se for em dinheiro, este sofrerá tributação no ato do recebimento.

Os dividendos recebidos em dinheiro poderão ser reinvestidos na empresa, o chamado plano de reinvestimento de dividendos, onde os acionistas aplicam seu dinheiro em unidades adicionais das ações ordinárias.

Ressalta-se que, os principais atributos das ações ordinárias são o fato de proporcionar uma participação nos resultados da empresa e conferir ao acionista o direito de voto nas assembleias gerais.



### 2.4.1.3 Ações de fruição

Uma empresa pode, ainda, optar por distribuir aos seus acionistas, montantes em ações que, supostamente, lhes caberiam na hipótese de dissolução da companhia. São chamadas de ações de gozo ou fruição.

Esse tipo de ação, menos conhecido do mercado em geral, confere aos seus proprietários certas participações nos lucros produzidos pela empresa. Geralmente, quando colocadas em negociação nas bolsas de valores, revelam interesses apenas aos fundadores da companhia.

## 2.4.2 Formas das ações

### 2.4.2.1 Ações nominativas

São emitidas em títulos de propriedade, unitários ou múltiplos, denominados cautelares ou certificados, que apresentam o nome do acionista, entre outros dados, como o tipo de ação, forma de emissão e direitos já exercidos.

A transferência é feita com a entrega da cautela e só está definida após a averbação de termo em livro próprio da sociedade emitente. É a partir daí que o acionista passa a ter a propriedade e direitos a essas ações. Tal registro ocorre, também, quando estes acionistas desejam desfazer-se de suas ações. Com esses cuidados, segundo Mellagi Filho (1998), evitam-se surpresas e a companhia tem o controle a quem se pagará direitos e quem votará nas deliberações.

### 2.4.2.2 Ações escriturais

São ações mantidas em contas depósito na qual os valores são lançados a débito ou crédito na conta dos acionistas, ou seja, não são representadas por cautela, não havendo, portanto, movimentação física dos documentos, mediante somente o extrato das instituições depositárias.

### 2.4.3 Direito dos acionistas

A estrutura conceitual da sociedade anônima – ou por ações - pressupõe que os acionistas elegem diretores que, por sua vez, selecionam os executivos da empresa, ou seja, a sua administração, para cumprir suas determinações. Conforme Assaf Neto (1999, p.76):

É o direito de eleger os diretores da sociedade por votação que se constitui no instrumento mais importante de controle possuído pelos acionistas.

Os diretores são eleitos em assembléia anual, pela maioria dos acionistas presentes e que tenham direito a voto. O mecanismo exato de eleição varia de uma empresa para outra, conforme estatuto.

Existem três formas de votação, isto é, a votação cumulativa que permite a participação de minoritários do conselho, a votação simples que pode bloquear a representação de acionistas minoritários e ainda, a votação por procuração que vem a ser uma concessão de autoridade de um acionista para outra pessoa, para que esta use suas ações numa votação.

Para Rudge e Cavalcante (1993) a administração sempre buscará fazer com que o maior número possível de procurações lhe seja transferida, entretanto, se os acionistas não estiverem satisfeitos com a administração, um grupo externo destes poderá tentar obter o maior número possível de votos por meio de procurações. Poderão, assim, votar na substituição dos administradores, elegendo um número suficiente de conselheiros. Isso é o que se chama de disputa por procurações

Além do direito de votar para eleger conselheiros, os acionistas normalmente possuem os seguintes direitos:

- a) Participar, proporcionalmente, nos pagamentos de dividendos.
- b) Participar, proporcionalmente, nos ativos remanescentes, após o pagamento de passivos em um processo de liquidação.
- c) Direito de votar em questões de grande importância.

d) Direito de participar, proporcionalmente, em qualquer emissão de novas ações. Isto é o que se chama de direito de preferência.

## 2.5 Bolsa de Valores

No Brasil as bolsas de valores surgiram com o Decreto nº 417, de 14 de junho de 1845, que regulamentou a atividade do Corretor Oficial de Fundos públicos.

Em 1895 foi fundada a Bolsa Oficial de títulos de São Paulo, contudo, foi somente a partir de 1964, com as leis de Reforma Bancaria e do Mercado de Capitais, que as bolsas assumiram as funções que possuem atualmente.

A bolsa de valores mais conhecida e moderna do Brasil é a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), que foi fundada em 23 de agosto de 1890, por Emilio Rangel Pestana, na cidade de São Paulo, capital do Estado de São Paulo, com o objetivo de prestar serviços aos mercados de capitais e a economia brasileira. Era uma entidade oficial corporativa vinculada à secretária de finanças do governo estadual e composta por corretoras nomeadas pelo poder público.

Na década de 60, passou a ser uma associação civil sem fins lucrativos e com autonomia administrativa, financeira e patrimonial, auto-reguladora e sob a supervisão da CVM.

Já nos anos 70 tornou-se pioneira na implantação do pregão automatizado com informações *on-line* através de redes de terminais de computadores, introduziu operações com opção sobre ações no Brasil, e implantou sistemas de negociações com a função de processar informações aos investidores e consolidar sua posição com os negócios do mercado latino-americano.

Também a Bovespa implantou o Home Broker e o After – Market. O primeiro, é um sistema que permite ao investidor comprar e vender ações através do *site on-line* das corretoras, que segundo publicação da BOVESPA (2006), oferece algumas vantagens, a saber, agilidade no seu cadastramento, informações da posição financeira e de custódia, acesso às cotações, envio imediato de ordem de compra e venda de ações no mercado. O segundo permite que as negociações ocorram vinte e quatro horas por dia. Ambos tem a função de facilitar e tornar viável a participação de pequenos e médios investidores no mercado.

Segundo BOVESPA (2006, p.02):

A BOVESPA devido a todo o crescimento que vem tendo desde sua implantação tornou-se o maior centro de negociações com ações da América Latina, por ser totalmente eletrônica, uma das mais rápidas do mundo e, por possuir um mercado seguro, ágil e transparente.

Diante desse crescimento, todas as bolsas existentes no país uniram-se para formar um único Mercado Global com o intuito de gerar o crescimento do mercado acionário como um todo e um centro único de liquidez.

Atualmente a BOVESPA é deliberada pela Assembléia Geral das Corretoras Membros que se subdivide em: Conselho de Administração que tem por função traçar a política geral da associação, zelando por sua boa execução e, Superintendente Geral responsável pela equipe profissional que exerce a gestão técnico-administrativa. Ainda, possui seu próprio poder de Auto-Regulação, onde pode estabelecer normas e procedimentos para sua conduta, no entanto, é observada e fiscalizada direta ou indiretamente pela CVM, pelas corretoras, empresas listadas, investidores, entre outros.

Conforme Mellagi Filho (1998 p.91):

O trabalho de supervisão pela CVM, consiste basicamente em zelar pela lisura e integridade das negociações com ações e disseminar as informações relevantes ao maior numero possível de interessados.

Por outro lado, compete à Bolsa de Valores, garantir aos investidores a manutenção de um local adequado para as negociações de compra e venda de ações, local esse denominado Pregão, que permite que todos os participantes tenham acesso, ao mesmo tempo, de todos os fatores relevantes das ações que estão sendo negociadas, fornecendo assim, toda a estrutura necessária para a realização do negócio.

Outra função, importante desta instituição, é de fiscalizar o cumprimento das normas e disposições legais das negociações, no Mercado de Ações, zelando, assim, pela segurança dos investidores, lhes oferecendo um mercado seguro, regular e tecnologicamente moderno.

### **2.5.1 Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Índice BOVESPA)**

O primeiro índice surgiu na década de 60, como o Índice da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, criado pelo Professor Mário Henrique Simonsen. Mais adiante, em 1966, o economista Luiz Sergio Coelho de Sampaio, na época Superintendente Executivo Técnico da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, fez algumas alterações metodológicas, e o índice foi implantado, inclusive na BOVESPA.

O Índice BOVESPA começou a ser computado em 2 de janeiro de 1968 com a finalidade de ser uma variação, ou seja, uma taxa de lucratividade mantida por um determinado período de análise. Contudo, consiste numa média geométrica, onde se levam em consideração vários fatores, entre eles, a participação da ação no mercado, em termos de volume; participação percentual da ação no mercado, considerando o número de negócios; o número de pregões em que a ação apresenta em um negócio em relação ao número total de pregões, etc.

Esse índice ainda segue os mesmos padrões da época em que foi criado, por isso tornou-se o principal e mais tradicional índice do mercado de ações brasileiro.

### **2.5.2 Tipos de negociação**

As ações são negociadas no mercado financeiro, onde os acionistas (investidores) realizam seus negócios, emitindo uma ordem de compra ou venda de determinada ação a uma sociedade corretora e esta se compromete a executar a ordem no pregão da bolsa.

De acordo com Assaf Neto (1998), existem vários tipos de negociação, entre eles pode-se citar:

a) Ordem de mercado: dada quando não há qualquer limitação quanto ao preço de negociação, permitindo ao corretor executar a ordem pelo melhor preço possível, na ocasião do negócio.

b) Ordem limitada: estabelece um limite mínimo para a venda e máximo para a compra. O negócio realiza-se somente quando a cotação atingir o valor fixado.

c) Ordem casada: envolve a realização obrigatória de operação de compra e outra de venda.

### 2.5.3 Modalidades de operações

Quanto às modalidades de operações, estas se classificam em:

a) Mercado à vista: são ações negociadas no mercado à vista, onde a compra e venda estão voltadas a liquidação imediata. Numa operação à vista, o investidor pode comprar ou vender ações a um preço pré-estabelecido no pregão. O comprador arca com o valor financeiro e o vendedor faz a entrega dos títulos, objeto da transação, nos prazos estabelecidos pelas bolsas de valores.

b) Mercado a termo: é a compra ou venda de ações a um preço fixado para liquidação em prazo determinado de 30 (trinta) a 180 (cento e oitenta) dias a contar da data de sua realização em pregão, resultando de um contrato entre as partes. O preço a termo de uma ação resulta da adição ao valor cotado no mercado a vista, de uma parcela correspondente aos juros que são fixados em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. A liquidação desta operação implica na entrega dos títulos pelo vendedor e o pagamento do preço estipulado em contrato pelo comprador.

c) Mercado de opções: no mercado de opções, o que se negocia são direitos sobre ações. Direitos esses que são o de comprar ou vender uma ação em determinada data a um preço pré-estabelecido, pagando-se de uma só vez o valor dessa opção. Neste mercado existem três figuras principais: o titular, que é o investidor que adquire as ações, o lançador, que põe as ações no mercado e o prêmio, que é o preço da opção. Existem dois tipos de opções, o de compra e o de venda. No primeiro, o titular adquire o direito de comprar do lançador e no outro, o direito que se adquire é o de vender ao lançador.

## 2.5.4 Investimento

Investimento é a aplicação de determinado volume de recurso em dado negócio, com o objetivo de uma remuneração deste valor investido.

Para Rudge e Cavalcante (1993, p.149):

O grau de risco de um investimento será proporcional ao retorno que ele proporciona. Cada investidor busca a otimização de três aspectos básicos em um investimento: retorno, prazo e proteção.

Primeiramente ele, investidor, precisa definir o risco que pretende correr, em função de obter uma maior ou menor lucratividade. Analisado isso, ele buscará a ação que está de acordo com o seu objetivo de investimento.

Todo investimento visa um retorno sobre o valor aplicado. Este retorno pode ser em dinheiro, na forma de dividendos, ou na valorização da unidade de ação adquirida.

A avaliação de investimentos tem o objetivo de obter um padrão de desempenho que possa ser usado para julgar os métodos de investir em uma ação.

Um dos elementos chave no processo desta avaliação é a taxa exigida de retorno, onde o retorno exigido pelo investidor deve estar relacionado ao nível de risco que gera esse negócio.

Outro fator importante para investir, na opinião de Assaf Neto (1999) é a análise dos índices financeiros, pois permitem que os investidores avaliem as condições financeiras passada e presente da empresa, além dos resultados operacionais. Isso tudo é visto a fim de desenvolver informações sobre o passado e que possam ser utilizadas para conduzir o futuro. Os índices financeiros mais utilizados são: liquidez, atividade, alavancagem, lucratividade, medida das ações ordinárias ou de mercado.

É importante ressaltar que o objetivo final de um investidor, ainda segundo o autor, é uma carteira que forneça um retorno alto para um dado nível de risco ou que tenha um risco baixo para um dado nível de retorno. Os investidores, geralmente, buscam alternativas de investimentos que tenham uma melhor combinação de risco e retorno.

Uma carteira é uma série de instrumentos de investimentos montada de modo a atingir os objetivos básicos de tal negócio. Uma carteira orientada para

crescimento tem como objetivo a apreciação (aumento) do preço a longo prazo, já em uma carteira para rendimento enfatiza o dividendo corrente e os retornos de juros.

Os principais pontos em uma carteira são os objetivos que devem ser estabelecidos antes de começar a investir.

Os acionistas utilizam duas abordagens para planejar e construir suas carteiras:

a) A abordagem tradicional: refere-se aos métodos menos quantitativos, que os investidores tem usado desde a evolução dos mercados públicos de títulos e que enfatiza equilibrar a carteira montando uma ampla variedade de ações e/ou títulos de dívida;

b) Teoria moderna de carteira: utiliza várias medidas estatísticas básicas para desenvolver um plano de carteira, onde estão incluídos, os retornos esperados e os desvios padrões de retorno.

O que se busca, é uma modalidade de carteira onde se corra o menor risco possível e se consiga um retorno aceitável, sob ponto de vista do mercado.

### **2.5.5 Valor da ação**

Os preços das ações, segundo os analistas, são definidos com base nas expectativas futuras do mercado quanto à empresa, seu setor, país e mercado internacional. Tanto a conjuntura política e econômica dos diversos mercados quanto às decisões internas da empresa, são fatores que influenciam nas oscilações do valor de uma ação.

Para Lemes Junior (2002) os investidores que, dando ordens de compra ou venda de ações às Corretoras das quais são clientes, estabelecem o fluxo de oferta e procura de cada papel, fazendo com que se estabeleça o preço justo da ação.

Ainda, conforme informativos publicados pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), a maior ou menor oferta/procura por determinada ação, que influencia o processo de valorização ou desvalorização da mesma, está relacionada ao comportamento histórico dos preços e, principalmente, às perspectivas futuras de desempenho da empresa emissora desta.



Tais perspectivas podem ser influenciadas por notícias sobre o mercado no qual a empresa atua, divulgação do balanço da empresa (com dados favoráveis ou desfavoráveis), notícias sobre fusão de companhias, mudanças tecnológicas e muitas outras que possam afetar o desempenho da empresa emissora da ação.

Conforme Lemes Junior (2002), a análise da variação do valor de uma ação pode ser feita através de dois enfoques:

a) Escola fundamentalista: analisa as tendências com base nos resultados do ramo de negócio da empresa, da economia nacional e dos negócios no mercado internacional. Esta escola tem como objetivo verificar, de diversas maneiras, o contexto e aspectos que determinam o desempenho da companhia.

b) Escola gráfica: analisa, através de gráficos, os volumes e preços nos pregões da bolsa para estabelecer tendências, tendo como objetivo prever o comportamento futuro dos preços através de gráficos e demonstrar o comportamento do movimento ascendente e descendente de seu preço.

Já os valores das ações podem ser definidos de acordo com o objetivo da análise, sendo eles:

a) Valor nominal: é o valor previsto no estatuto social da companhia atribuído a uma ação.

b) Valor patrimonial: baseia-se no número de ações em circulação. É o valor que representa a parcela do capital próprio (Patrimônio Líquido) que compete a cada ação emitida. Basicamente, é o Patrimônio Líquido dividido pelo número de ações em circulação.

c) Valor intrínseco: equivale ao valor presente de um fluxo esperado de benefícios de caixa. Este valor fundamenta-se em um desempenho previsto para o futuro da empresa na economia.

d) Valor de mercado: como o próprio nome diz, varia conforme o mercado e podem estar acima ou abaixo do valor patrimonial. Esse valor representa o preço efetivado na negociação da ação. É definido a partir das percepções dos investidores e de suas estimativas com relação ao desempenho da empresa e da economia.

e) Valor de liquidação: determina o resultado da liquidação para cada ação emitida, quando do encerramento da companhia. O valor de emissão é o preço estabelecido no lançamento das ações em operações de abertura de capital e o valor de reposição refere-se ao custo corrente de reposição dos ativos da empresa.

Os valores de mercado, patrimonial e de reposição são idênticos no momento em que a empresa adquire um ativo, podendo divergir a partir deste momento.

Assim, os valores das ações são formados, em pregão, pela dinâmica das forças de oferta e demanda de cada papel diretamente relacionado ao comportamento histórico e as perspectivas futuras da empresa.

## 2.6 Dividendos

O Patrimônio Líquido é o valor contábil da empresa que pertence aos seus acionistas. Ele é dividido em: capital social, reservas de capital, reserva de reavaliação, reserva de lucro e lucros ou prejuízos acumulados.

A parte do lucro do exercício, lucro acumulado ou reserva de lucro que é destinada aos acionistas em uma companhia de capital aberto é denominada dividendo.

Uma característica especial das sociedades por ações é o fato de que, emitem ações, e estão autorizadas a pagar dividendos aos titulares dessas ações.

Os dividendos pagos aos acionistas representam um retomo sobre o capital fornecido direta ou indiretamente por estes a companhia. A utilização deste capital investido pelos acionistas fica a critério do conselho de administração. Sendo que, após a apuração do resultado do período, havendo lucro, a administração pode propor sua permanência na empresa ou distribuir aos seus sócios através dos dividendos.

De acordo com a Lei das S.A.'s, existem regras a serem seguidas, quanto a distribuição de dividendos. O estatuto da empresa poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou ainda, fixar outros critérios para determiná-lo, desde que estejam precisos e minuciosamente regulados no estatuto. Caso neste esteja omissivo, quanto a parcela de lucro a ser distribuída a título de dividendo, os acionistas terão direito a metade do lucro ajustado do exercício, mas ainda, quando o estatuto não mencionar a distribuição e a assembléia deliberar

modificá-lo para normatizar tal distribuição, o dividendo obrigatório não poderá ser menor que 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado.

O lucro líquido ajustado é o lucro líquido do exercício, deduzidas as reservas de lucros e somadas as reversões destas mesmas reservas.

As ações preferenciais, como o próprio nome já diz, têm a preferência na distribuição de dividendos fixo ou mínimo, no reembolso de capital, com prêmio ou reserva, ou ainda, de acumular suas preferências. De acordo com a lei 9.457/97, as ações preferenciais têm direito a dividendos que sejam, no mínimo, 10% maiores do que os pagos às ações ordinárias, exceto as ações com dividendos fixos, que não participam dos lucros remanescentes e a ação com dividendos mínimos que participa dos lucros em igualdade com as ações ordinárias.

As ações preferenciais adquirem direito a voto, caso a companhia deixe de pagar os dividendos fixos ou mínimos, que fazem jus durante o prazo estipulado no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos.

As normas estabelecidas para o dividendo mínimo obrigatório dizem respeito apenas as ações ordinárias não prejudicando, portanto, o direito dos acionistas preferenciais. O estatuto é quem determina qual vantagem que compete às ações preferenciais - dividendo fixo ou mínimo, percentual superior ao dividendo atribuído às ações ordinárias ou, ainda, outras vantagens.

Os dividendos são contabilizados no próprio Balanço Patrimonial, isto é, a débito de lucros acumulados e a crédito de provisão para dividendos no passivo circulante.

A divulgação do dividendo por ação ocorre na própria linha que indica o valor dos dividendos, ou por meio de nota explicativa. Essa divulgação tem por objetivo, esclarecer aos investidores de qual o valor do dividendo que cabe a cada ação e, conseqüentemente, qual o valor que cada um receberá.

O dividendo por ação é um dos fatores que pode influenciar o valor da ação no mercado. Ele é calculado através da divisão do valor total dos dividendos contabilizados no ano pelo número de ações em circulação. No entanto, quando a empresa tem seu capital formado por ações de espécies e classes diferentes, a demonstração deverá mostrar o dividendo por ação de cada espécie.

Ressalta-se os principais aspectos das diretrizes sobre distribuição de dividendos nas sociedades anônimas, conforme a Lei 6404/76, nos artigos 202 a 205:

- a) a empresa distribui dividendos em conformidade com estatuto;
- b) a distribuição dos dividendos está limitada à existência de lucro no exercício ou lucros acumulados;
- c) os dividendos são distribuídos conforme critérios estipulados em estatutos, desde que não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração da maioria.
- d) há vários instrumentos para a retenção de lucros na empresa, como preservação de capital social, situação financeira e reserva de contingência.
- e) o dividendo não será obrigatório no período em que os órgãos da administração informarem em assembléia geral ordinária ser ele, dividendo, incompatível com a situação financeira da companhia, situação esta que deverá ser comunicada a CVM.

Como o objetivo da política de dividendos das empresas é maximizar a riqueza dos sócios, a retenção destes dividendos, de acordo com Rudge e Cavalcante (1993), só deverá ocorrer se o retorno obtido pelo sócio for tão atrativo quanto a melhor alternativa de mercado. Caso os investidores tenham melhores opções de aplicação dos recursos, todo o lucro deve ser distribuído como dividendo.

### **2.6.1 Política de dividendos**

O termo dividendo refere-se a uma distribuição de lucro. Em termos gerais, qualquer pagamento direto pela sociedade aos acionistas pode ser considerado como parte da política de dividendos.

A política de dividendos de uma empresa envolve a decisão de pagar dividendo ou retê-lo para reinvestimentos.

A decisão de pagar dividendo poderá ter efeitos favoráveis ou desfavoráveis. Weston e Brigham (2000) defendem a idéia de que, quando uma empresa adota a política de pagar mais dividendos em moeda corrente, tende a aumentar o valor da

ação. Entretanto, terá menos caixa disponível para reinvestimentos, a taxa de crescimento futura esperada será reduzida e isso desvalorizará o preço da ação.

Graham , Dadde e Cottle ( apud ROSS, 2002, p. 413) argumentaram que as empresas geralmente devem pagar dividendos elevados, porque:

1. O valor presente de dividendos mais próximos é maior do que o valor presente de dividendos mais distantes.
2. Entre duas empresas com o mesmo poder de geração de lucro e a mesma posição num setor, a que pagar dividendo maior quase sempre terá sua ação negociada a preço mais alto.

Já a decisão da empresa em reter os lucros, para reinvestir, a proporcionaria um aumento de capital próprio, que poderia ser utilizado para investir em novos projetos, adquirir outras empresas, outros ativos financeiros, etc. Um plano de reinvestimento de dividendos, permite aos acionistas utilizar os dividendos recebidos para recomprar as ações da empresa.

Outros fatores, como restrições legais, oportunidades de investimento, disponibilidade e custo de recursos, deverão ser considerados ao estabelecer uma política de dividendos.

A melhor alternativa, segundo os critérios da teoria financeira, no caso de uma empresa ter projetos de investimento que ofereçam uma taxa de retorno maior que o custo, é de distribuir o mínimo de dividendos. Porém, quando estes não existirem ou não proporcionarem o retorno esperado, deverá ser distribuído o máximo de dividendos.

Ainda, Weston e Brigham (2000), defendem que, a política ótima de dividendos para uma empresa é aquela que atinge o equilíbrio entre os dividendos correntes e o crescimento futuro que maximiza o preço da ação.

### **2.6.2 Teoria da política de dividendos**

Para melhor explicar a política de distribuição de dividendos, foram desenvolvidas algumas teorias, que são as seguintes:

### 2.6.2.1 Teoria da irrelevância

Modigliani e Miller (1961) foram os principais defensores da teoria da irrelevância dos dividendos. Nesta teoria, afirmam que a política de dividendos de uma empresa não tem efeito sobre o valor da ação. Eles afirmam que somente o lucro produzido por seus ativos e seu risco empresarial é que teriam.

Outro ponto muito discutido, mas mesmo assim defendido por eles é que a política de dividendos não afeta a taxa de retorno exigido sobre o capital próprio.

Ainda, consideram que o pagamento de dividendos sobre a riqueza dos acionistas é compensado por outros meios de financiamento. Isto é, caso ocorra queda do preço da ação no mercado, por motivo de diluição causada pelo financiamento de terceiros, compensa o pagamento de dividendos e, por isso, os acionistas serão indiferentes em receber dividendos ou reter lucros.

Assim, para eles, a política de dividendos seria irrelevante, considerando que os investidores são indiferentes ao recebimento dos dividendos ou ganhos de capital, uma vez que, a maioria acaba reinvestindo estes ganhos em novas ações.

Já Lemes Junior (2002, pg. 375) diz que:

A teoria da irrelevância dos dividendos defende que a política de dividendos de uma empresa não afeta seu valor de mercado, pois este é afetado pela sua capacidade de gerar lucros e pelo risco de seus ativos.

Mas, para outros estudiosos, o valor da empresa será maximizado pela fixação de um alto índice de distribuição de dividendos, visto que os acionistas tendem valorizar mais dividendos elevados do que maiores ganhos de capital, por ter um menor risco.

### 2.6.2.2 Teoria da relevância de dividendos

Essa teoria é defendida por diversos autores, onde eles afirmam que os investidores não são indiferentes ao receber os retornos sob a forma de dividendos e da valorização do preço das ações.

Para Lemes Junior (2002, p. 378)

A teoria da relevância dos dividendos defende que, quanto mais dividendos forem distribuídos pela empresa, maior será o preço de suas ações e menor será o custo do seu capital próprio.

Ainda, como o lucro retido da empresa é reduzido por causa do índice de distribuição de dividendos, uma decisão de dividendos seria uma decisão de financiamento, pois influencia no seu valor para o acionista.

#### 2.6.2.3 Teoria do pássaro na mão

A teoria conhecida como a teoria do pássaro na mão, é defendida por Gordon e Lintner (1962), e afirma que o valor da empresa será maximizado por um alto percentual de distribuições de dividendos, porque os investidores consideram os dividendos reais menos arriscados do que ganhos de capital em potencial.

#### 2.6.2.4 Teoria da preferência tributária

A teoria da preferência pela tributação defende que os investidores, ao optar entre uma maior distribuição de dividendos ou uma retenção maior de lucros, estes preferem o que estiver sujeito a uma menor onerosidade de impostos.

Portanto, numa situação em que os ganhos de capital estivessem sujeitos a uma menor tributação, os investidores iriam preferir que os lucros fossem retidos para reinvestir. Neste caso, as empresas manteriam o pagamento de dividendos em níveis baixos e o lucro obtido com este investimento é o que maximizaria os preços das ações.

Se, ao contrário, os dividendos estivessem sujeitos a menor tributação, então os investidores dariam preferência a níveis elevados dessa distribuição, o que iria atrair investidores e maximizar o preço das ações.

### 2.6.2.5 Teoria do efeito clientela

Franco Modigliani e Merton Miller (1961) também sugeriram que o efeito clientela, uma vez existindo, ajudaria a explicar a variação do preço das ações, depois de mudanças anunciadas na política de dividendos.

De acordo com eles, uma política de pagamento de dividendos, com um percentual elevado de distribuição dos lucros, poderia atrair um número consistente de novos investidores, que preferem fluxos correntes de recursos a ganhos futuros de capital. Por outro lado, outros investidores, que não têm necessidade de ganhos correntes e, de qualquer forma, reinvestiriam os dividendos recebidos, seriam atraídos por uma política de baixa distribuição de dividendos correntes.

Modigliani e Miller (1961), também defendem que a política de dividendos deveria refletir o efeito clientela, ou seja, cada empresa deveria estabelecer a política de distribuição de dividendos mais apropriada dentro da realidade de seus investidores.

### 2.6.2.6 Teoria da hipótese do conteúdo da informação ou sinalização

Esta teoria, argumentada por Miller e Modigliani (1961), afirma que as reações à mudança nos pagamentos de dividendos não mostram que os investidores preferem dividendos a lucros retidos, mas sim, que um aumento de dividendos, maior do que o esperado, significa que a administração prevê lucros maiores no período, enquanto que uma redução representa o contrário.

## 2.6.3 Tipos de políticas de dividendos

A política de dividendos tem dois objetivos fundamentais: maximizar a riqueza dos acionistas e propiciar um financiamento adequado à empresa. As mais utilizadas são as seguintes:

### 2.6.3.1 Política de dividendos residuais

De acordo com uma política de dividendos residuais, a empresa deveria, primeiramente, determinar o orçamento de capital, que é uma previsão do quanto e



onde será utilizado tal recurso, baseado na oportunidade de novos investimentos, retendo os lucros necessários para financiá-lo com capital próprio o máximo possível e, então distribuir dividendos, se existirem resíduos de ganhos disponíveis.

Weston e Brigham (2000, p. 715) afirmam:

A política residual baseia-se no fato de que os investidores preferem que a empresa retenha e reinvesta os lucros a que ela os pague em dividendos, se a taxa de retorno que a empresa pode ganhar sobre os lucros reinvestidos ultrapassar a taxa que os investidores, em média, podem obter por própria conta sobre outros investimentos de risco comparável.

A adoção da política de dividendos residuais seria válida apenas para empresas cujos investidores não fossem incomodados pelos dividendos flutuantes, e que preferissem ganhos de capital, pois estes dependeriam de "sobras" dos lucros para receber dividendos em moeda corrente.

#### 2.6.3.2 Política de dividendos constantes

Também conhecida como política de crescimento contínuo, é a política do índice de distribuição constante, em que uma porcentagem constante de lucros é reservada para um pagamento estável de dividendos.

Segundo Weston e Brigham (2000, p. 719),

Há dois bons motivos para o pagamento de dividendos estáveis e previsíveis, em vez da adoção da política de dividendos residuais. Primeiramente, diante da hipótese do conteúdo da informação, ou sinalização, uma política de pagamentos flutuantes levaria a uma maior incerteza e, portanto, a uma taxa de retorno maior e a um preço mais baixo das ações, do que uma política estável. Em segundo lugar, muitos acionistas utilizam dividendos para consumo imediato, e eles enfrentariam problemas e despesas se tivessem de vender parte de suas ações para obter dinheiro se a empresa cortasse os dividendos. Isso se acrescenta à ansiedade que um corte de dividendos lhes causaria.

Esta política adota um índice fixo e busca assegurar aos acionistas um repasse imediato dos resultados obtidos. A desvantagem da mesma é que os lucros são instáveis, onde os dividendos irão variar continuamente, passando aos acionistas a impressão de que a empresa é arriscada ou má administrada.

Uma distribuição constante de dividendos dependeria de ganhos constantes. Porém, estes variam e, conseqüentemente, os valores dos dividendos também. O adequado, com base na política adotada pela empresa, seria estabelecer um índice

baseado no percentual de distribuição mais provável, dentro das condições e projeções administrativas da empresa para os lucros futuros.

### 2.6.3.3 Política de dividendo regular baixo, mais extra

Em conformidade com esta política, as empresas pagariam um dividendo baixo e constante e, em anos em que os lucros se elevassem, pagariam um dividendo extra.

É uma política conservadora, proporcionando aos acionistas uma renda estável que lhes dá segurança e que os mantém participantes dos períodos de bons lucros da empresa. Adequada para aqueles investidores cujo perfil exige uma remuneração estável para cumprir seus compromissos e, também, aos que estão dispostos a assumir um pouco mais de risco. Essa política tem como vantagem a segurança de um fluxo de financiamento de acordo com a empresa e melhor preço da ação.

Para empresas com lucros oscilantes, esta poderia ser uma boa opção, pois poderiam estabelecer um índice baixo de distribuição, mas constante, e seus investidores poderiam contar com, pelo menos, um mínimo de dividendo regular e, em épocas de lucros elevados, receberiam dividendos extras.

### 2.6.4 Pagamento de dividendos

O dividendo mais comum ocorre sob a forma de pagamento em dinheiro e, uma vez declarado pelo conselho administrativo da empresa, se transforma em passivo, para distribuição em datas específicas.

Essas datas são as seguintes:

- a) Data da declaração: É a data em que os diretores de uma empresa emitem uma demonstração especificando um dividendo.
- b) Data de registro do acionista: No fechamento das atividades, na data de registro do acionista, se a empresa classifica-o detentor, nesta data, então ele recebe o dividendo.

c) Data do ex-dividendo: É a data em que o direito ao dividendo corrente não mais acompanha uma ação;

d) Data do pagamento: O dinheiro é repassado aos acionistas na data da declaração.

As empresas ainda podem pagar um dividendo extraordinário anual ou o de bonificação, assim chamado quando pago com ações, o que não representa uma saída financeira real. Em vez disso, é aumentado o número de ações existentes.

### 2.6.5 Fatores que influenciam a política de dividendos

Ao estabelecer uma política de dividendos, a empresa o faz com base na teoria em que acredita e que mais se enquadra com a sua realidade.

Acrescenta-se a isso, outros fatores citados por Weston e Brigham (2000):

a) Restrições de pagamentos de dividendos:

A primeira restrição segundo suas afirmações, seria os Contratos de empréstimos captados.

Os Contratos de empréstimos limitam os pagamentos de dividendos sobre lucros gerados depois que o empréstimo houver sido concedido. Da mesma forma, contratos freqüentemente estipulam que nenhum dividendo pode ser pago a menos que o índice corrente, o índice de cobertura de juros e outros índices de segurança ultrapassem mínimos estabelecidos. (Weston e Brigham, 2000, p. 725)

Outra restrição seria a regra da limitação de Capital, que teria a intenção de proteger os credores.

Os pagamentos de dividendos não podem superar o item do balanço 'lucros retidos'. Essa restrição legal, conhecida como regra da limitação do capital destina-se a proteger os credores. Sem a norma, uma empresa que estivesse com problemas poderia restituir a maioria de seus ativos aos acionistas e deixar seus credores em má situação. (Weston e Brigham, 2000, p. 725)

E, por fim, a disponibilidade de caixa, para o efetivo pagamento dos dividendos.

Os dividendos em dinheiro podem ser pagos apenas com dinheiro. Assim, uma escassez de caixa no banco pode restringir os pagamentos de dividendos. Entretanto, a capacidade de tomar empréstimos pode anular esse fator. (Weston e Brigham, 2000, p. 725)

#### b) Oportunidade de investimento

Para Weston e Brigham (2000), a capacidade de acelerar ou protelar projetos permitirá que uma empresa seja mais fiel à sua política-alvo de dividendos.

#### c) Fontes alternativas de capital

Para financiar novos investimentos ou projetos, as empresas geralmente tem a necessidade de encontrar novas alternativas para aumentar seu capital.

As alternativas mais comuns são a retenção de lucro ou a emissão de novas ações no mercado.

Se uma empresa precisa financiar determinado nível de investimentos, ela pode obter capital próprio retendo lucros ou vendendo novas ações ordinárias. Se os custos de lançamento (inclusive quaisquer efeitos de sinalização negativa de uma oferta de ações) forem elevados, a taxa de retorno ficará bem acima, fazendo com que seja melhor estabelecer um baixo índice de distribuição e financiar por meio da retenção, em vez de por meio da venda de novas ações ordinárias. Por outro lado, um alto índice de distribuição de dividendos é mais viável para uma empresa cujos custos de lançamento são baixos. Os custos de lançamento diferem entre as empresas. (Weston e Brigham, 2000, p. 726)

Outra alternativa, segundo Weston e Brigham (2000, p. 726), é a habilidade de substituição do capital próprio por dívida.

Uma empresa pode financiar um determinado nível de investimento, seja com dívida, seja com capital próprio. Baixos custos de lançamento de ações permitem uma política mais flexível de dividendos porque capital próprio pode ser captado, seja mediante a retenção de lucros, seja mediante a venda de novas ações.

Os custos de lançamento, mencionados pelo autor, são os valores que a empresa terá que pagar, pela emissão das ações no mercado financeiro.

Ao optar por uma alternativa ou outra, a empresa deve estar ciente que, emitindo novas ações, tem que estar preparada para manter o controle destas e que, se optar por reter lucros, deverá estar preparada para as reações dos investidores.

d) Efeitos da política de dividendos sobre a taxa de retorno:

Para Weston e Brigham (2000), os efeitos da política de dividendos sobre a taxa de retorno podem ser considerados com base no desejo dos acionistas por renda corrente, no fator risco percebido dos dividendos versus ganhos de capital, na vantagem fiscal dos ganhos de capital sobre os dividendos e no conteúdo de informação dos dividendos.

e) Liquidez:

Representa a capacidade financeira da empresa, ou seja, quanto ela possui de direitos registrado em seu ativo circulante pelo que tem de obrigações, registrado em seu passivo circulante. Por isso, é fundamental nas decisões de dividendos, sendo que, quanto maior a liquidez geral da empresa, maior será sua capacidade de pagar dividendos.

f) Perspectiva de crescimento:

A fim de estabelecer metas de distribuição de dividendos, é imprescindível que se tenha uma noção exata de onde a empresa estará dentro de um determinado período. A partir daí, com um crescimento traçado e controlado, evitam-se sustos e pressões desnecessários.

g) Consideração dos proprietários:

As empresas têm que trabalhar com os acionistas de forma clara. Expor os objetivos e fazê-los enxergar o mesmo que a administração deseja, e que seja em

prol do crescimento da empresa. Assim, a política de dividendos não precisa ser totalmente voltada ao acionista, podendo ser uma ferramenta útil à administração, na sua tomada de decisões.

#### h) Avaliação de mercado:

Busca-se conhecimento de como o mercado valoriza a política de dividendos, dando preferência a determinados segmentos além do perfil do acionista. Essa avaliação tem grande influência no sucesso da política de dividendos.

### 2.6.6 Instrumento da política de dividendos

Os instrumentos da política de dividendos são os seguintes: distribuição de dividendos, desdobramento de ações, plano de recompra, reinvestimento de lucro, plano de reinvestimento, e a relação com o investidor.

A distribuição de dividendos já foi vista anteriormente no primeiro item deste capítulo.

Os desdobramentos das ações acontecem para que ocorra a baixa nos preços das mesmas. São realizados antes de novas emissões, tentando explorar os aspectos psicológicos do investidor. Consiste em reduzir o número de ações, para aumentar seu valor unitário. Essa estratégia já foi muito usada quando ocorriam altas taxas de inflação e queda do valor do dinheiro no tempo.

Já, em um plano de recompra de ações, uma empresa compra algumas de suas ações em circulação, fazendo com que se reduza o número de ações. Há dois tipos principais de recompras:

a) quando a empresa tem caixa disponível para distribuição a seus acionistas, e o distribui recomprando ações.

b) quando a empresa, por concluir que sua estrutura de capital, que é a utilização de capital de terceiros em detrimento ao capital próprio, é constituída muito fortemente deste último, então ela capta empréstimos, e utiliza o dinheiro para comprar suas ações de volta.

As ações recompradas de uma empresa são chamadas de ações em tesouraria. Elas podem ser adquiridas por intermédio de um corretor, através de uma oferta ao mercado, onde os acionistas podem vender suas ações por um determinado preço ou ainda, pode adquirir um lote de um acionista específico.

Uma vantagem da recompra de ações, está na hipótese de que, no mercado acionário, geralmente a recompra sinaliza que as ações da empresa estão subvalorizadas. Uma segunda vantagem, para uma empresa que apresenta um lote pendente de ações no mercado, é de recomprá-las para então, removê-las.

Para não cortar dividendos, as empresas acabam não aumentando os índices de distribuição, com medo de não poder cumprir este aumento com os lucros futuros. E, sendo o fluxo excessivo de caixa considerado apenas temporário, a administração poderá preferir fazer a distribuição na forma de uma recompra de ações, o que acarretaria em uma reestruturação.

Quanto às desvantagens da recompra, podemos citar o descontentamento dos investidores, que esperam por dividendos recebidos em dinheiro, o que poderia beneficiar mais as empresas, distribuindo então, ao invés de recomprar. Os acionistas vendedores podem não estar plenamente cientes de todas as implicações de uma recompra e, por isso, as empresas precisariam de um programa de informação eficiente, para evitar processos. E, por fim, a empresa pode pagar um preço alto demais pelas ações recompradas, o que poderia trazer desvantagem aos acionistas remanescentes.

Com o reinvestimento de lucros, as companhias podem optar por fazer financiamento de planos operacionais e de investimento com capital próprio, em vez de buscar, de terceiros. No entanto, essa retenção deverá ser justificada de acordo com o artigo 196 da Lei das Sociedades Anônimas a Lei 6.404/76.

Um plano de reinvestimento de dividendos ocorre em empresas com pequenos investidores e quantia limitada. Serão usados pelos acionistas, os dividendos recebidos da empresa, na aquisição de ações, com um custo de corretagem pequeno ou inexistente. A vantagem desse plano é que, o custo médio por ação, torna-se menor que o preço médio de mercado e, a desvantagem, é que todos os dividendos reinvestidos serão distribuídos no ano em que foram pagos.

E, por fim, para que a empresa tenha um bom desempenho e cresça no mercado, deve haver uma boa relação com o investidor, sendo este, um dos

componentes mais importantes da empresa, uma vez que o programa de relação com investidores pode acarretar em crescimento do valor de mercado, redução da liquidez, base acionária satisfatória, intercâmbio de informações relevantes, profissionalização, postura ética e imagem institucional.

### **2.6.7 Determinantes da política de dividendos**

A distribuição de dividendos é um dos meios pelo qual as empresas de capital aberto devolvem seus recursos, ou ativos, aos acionistas, sendo que eles, dividendos, são apenas uma das formas disponíveis para alcançar este objetivo.

A distribuição desses dividendos está diretamente vinculado às receitas, ou seja, ocorrendo aumento dessas, aumentarão os dividendos e, se tiver queda nas receitas reduzirão os dividendos. Quem pode alterar essa política são os Administradores Acionistas com autorização da Assembléia Acionista. Também se relacionam com os lucros, uma vez que são pagos a partir deles, no entanto, a série de dividendos é mais uniforme do que a série dos lucros.

Segundo Ross (2002), existem três preocupações que as empresas devem ter, ao fixarem os dividendos. São elas

- a) Índices-alvos de pagamento de dividendos: é a proporção que a empresa gostaria de pagar, como dividendos;
- b) Dividendos amarrados: quando as empresas relutam em modificar os dividendos, de período a período;
- c) Rendimento de dividendos: os dividendos por ação são divididos pelo preço de mercado dessas ações.

A política de dividendos segue o ciclo de vida da empresa, isto é, empresas de alto crescimento, e com grandes oportunidades de crescimento, normalmente, não pagam dividendos enquanto que, empresas estáveis, com fluxos de caixa maiores e menos projetos, tendem a pagar mais dividendos.

A política de dividendos varia de país para país, através das diferenças no estágio de crescimento, no tratamento tributário e no controle das empresas.



Há duas medidas de políticas de dividendos amplamente utilizadas:

a) **Rendimento de dividendos:** a cota de dividendos é paga em relação ao preço de mercado das ações. Esse método é importante, pois fornece uma medida do retorno das ações, na forma de dividendos, com saldos calculados a partir da valorização de preços. Ele é usado pelos investidores como uma medida de risco e como critério de seleção de investimento.

b) **Índice de pagamento de dividendos:** relaciona os dividendos pagos com o lucro da empresa. Empregado na avaliação, como uma forma de estimar dividendos em períodos futuros, tendo em vista que índices de pagamento baixo significam aumento nas taxas de crescimento dos lucros e, índices de pagamento altos, reduzirão essa taxa. Como existem várias razões para que as empresas paguem dividendos, estas vão desde preferência de investimento, e efeitos clientela, até sinalização de informações, ou seja, os investidores analisam cada empresa estabelecida no mercado, em busca de informações de seu desempenho, se elas possuem sinal positivo ou negativo diante do mercado. A preferência dos acionistas varia de um para outro, isto é, tem aqueles que não gostam de receber dividendos, devido a desvantagem tributária e, outros que preferem receber por ter mais um rendimento e obter o retorno do investimento.

### **2.6.8 Análise da política de dividendos**

Decidir sobre a política de dividendos é, principalmente, decidir a parcela de lucro a distribuir aos acionistas. A tendência das empresas pequenas e de rápido crescimento é ter um índice baixo de distribuição, quando houver. Devido a sua necessidade de financiamento e acesso limitado aos mercados de capitais, essas empresas tendem a priorizar a retenção de seus lucros para este financiamento e, principalmente, para apoiar seu crescimento. Ao decorrer do tempo, esse crescimento vai se estabilizando, as necessidades vão se retraindo e ela começará a distribuir dividendos.

Na política de dividendos, existem três escolas de pensamento:

- a) Irrelevância dos dividendos: o fato de haver uma política de dividendos que beneficie o acionista, através de uma distribuição arrojada destes, não tem uma importância tão grande, no ponto de vista do investidor, uma vez que, para esse a distribuição de dividendos, não será determinante.
- b) Dividendos "bons": essa escola supõe que acionistas gostam de dividendos e vejam seus aumentos como sinal positivo;
- c) Dividendos "ruins": baseada nas desvantagens tributárias que ocorrem a partir do momento que os dividendos são pagos.

Com a distribuição de altos dividendos, surgem alguns problemas que a empresa enfrenta: Ela se vê diante de uma escassez de recursos para novos investimentos, o custo associado nas novas emissões de títulos ou limitação de capital aumenta, e os investidores, que recebem os dividendos, ficam sujeitos a tributação.

Assim como as altas distribuições causam problemas, se ocorrer uma baixa distribuição, igualmente haverá problemas: empresas com saldo de caixa que aumentam com o tempo, podem vir a investir em projetos ruins, isso ocorre quando os interesses da administração da empresa são diferentes dos interesses dos acionistas.

De acordo com as alternativas analisadas anteriormente, a política de dividendos deve ser determinada através das seguintes características: oportunidade de investimento, estabilidade em lucros, fontes alternativas de capital, grau de alavancagem financeira, incentivos de sinalização e características dos acionistas.

Os administradores tendem a considerar os pagamentos de dividendos em termos de proporção ao lucro. As empresas raciocinam em termos de índice desejado de distribuição à longo prazo, e evitam fazer alteração do nível de pagamento de dividendos, que depois precise ser revertida. Portanto, o nível de dividendos é mais estável do que o nível de lucros.

A decisão de pagamento de dividendos, conforme Lemes Junior (2002), é importante porque determinam o volume de lucro recebido pelos acionistas e o volume de fundos retidos na empresa, para fins de reinvestimento. A política de dividendos, normalmente, é representada pelo quociente entre dividendos e lucros. Isto é o que se chama de índice de distribuição. Infelizmente, o índice ótimo de distribuição não pode ser determinado quantitativamente. Em lugar disso, pode-se apenas indicar qualitativamente os fatores que conduzem as políticas de dividendos baixos ou elevados.

Se um investidor receber um dividendo superior ao desejado, ele poderá reaplicar o excesso recebido. Em contrapartida, se receber um dividendo menor do que o desejado poderá vender algumas de suas ações. Este argumento é atribuído a Miller e Modigliani (1961).

O consenso geral entre os analistas financeiros é de que o efeito fiscal é o argumento mais forte em favor do pagamento de dividendos baixos e que, a preferência por rendimentos correntes, é o argumento mais forte para o pagamento de dividendos elevados.

As empresas devem deixar que o mercado diga qual política de dividendos vá ao encontro de necessidades de seus investidores.

## **2.7 Correlação**

### **2.7.1 Conceituação**

A correlação explica o grau de relacionamento verificado no comportamento aleatório de duas ou mais variáveis, sendo que, quando se trata de duas variáveis tem-se a correlação simples e, com mais se tem a correlação múltipla. No entanto, este estudo está voltado a correlação simples, onde serão utilizados somente duas variáveis, sendo elas, a variável  $x$  (dividendos) e a variável  $y$  (cotação).

Quando duas variáveis movem-se na mesma direção diz-se que são positivamente correlacionadas, elas aumentam e diminuem sempre no mesmo sentido. Quando se movem em direções opostas são negativamente correlacionadas, sendo que uma variável diminui ( $y$ ) e outro aumenta ( $x$ ).

Para estudar a correlação buscou-se auxílio do Diagrama de Dispersão, que é a representação gráfica das variáveis e, do coeficiente de correlação de Pearson, que mede o grau de relação linear entre as duas variáveis em uma amostra.

A fórmula da correlação utilizada e o gráfico de dispersão serão demonstrados a seguir:

$$r = \frac{\sum x_i \cdot y_i - \frac{\sum x_i \cdot \sum y_i}{n}}{\sqrt{\left[ \sum x_i^2 - \frac{(\sum x_i)^2}{n} \right] \cdot \left[ \sum y_i^2 - \frac{(\sum y_i)^2}{n} \right]}}$$

Onde;  $X_i, Y_i$  = são as variáveis no estudo  
 $n$  = número de pares de dados

Com Diagramas de Dispersão, representando correlações perfeitamente positivas ( Figura 2), ou perfeitamente negativas ( Figura 3).

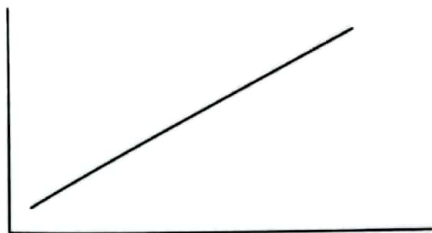


Figura 2 – Modelo do Diagrama de Dispersão para uma correlação perfeita positiva

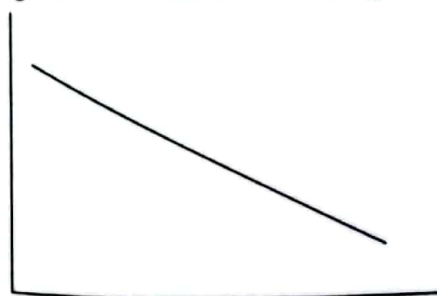


Figura 3 – Modelo do Diagrama de Dispersão para uma correlação perfeita negativa

### 2.7.2 Grau de correlação

O grau de correlação é medido pelo coeficiente de correlação, independente de sua posição, isto é, positiva ou negativa.

Conforme Gitman e Joehnk (2005, pg.135):

O coeficiente varia de +1, para séries perfeitamente positivas e correlacionadas, a -1, para séries perfeitamente negativas e correlacionadas. Além disso, existem variáveis que se comportam de maneira totalmente independentes entre si, ou seja, não há relação entre os valores e, neste caso, são definidos como não-correlacionados.

O coeficiente de correlação representa somente o grau de associação entre as variáveis em estudo. Por isso, utiliza-se a correlação quando há interesse em analisar o grau de associação entre dois indivíduos.

### 3 METODOLOGIA

Nesta pesquisa, que tem caráter descritivo, as técnicas aplicadas para obtenção de informações, foram num primeiro momento através de documentação indireta, compreendida pela pesquisa bibliográfica, conceitos e fundamentações teóricas, que embasaram este estudo.

Após, foi definida a população a ser estudada. Conforme Lakatos e Marconi, (1986) a delimitação da população da pesquisa consiste em explicar que tipo de pessoas, coisas e fenômenos serão pesquisados.

Assim, este estudo foi desenvolvido com base em dados de 62 (sessenta e duas) empresas (APÊNDICE A) com ações negociadas na BOVESPA, que compõem o setor de materiais básicos. Este, para uma melhor avaliação dos resultados, foi dividido em 8 (oito) subsetores: siderurgia, mineração, artefatos de ferro e aço, artefatos de cobre, petroquímico, fertilizantes e defensivos, materiais diversos e petróleo e gás.

Deste modo, por meio de documentação indireta, foram coletados os dados históricos necessários, através do site oficial da BOVESPA, dados estes retirados dos demonstrativos de publicação obrigatória por parte da CVM, e transportados, para planilhas individuais por empresa, exemplificada no APÊNDICE B.

Logo, para avaliar o efeito da influência da política de dividendo sobre o valor da ação, foi aplicado o método estatístico da correlação linear.

O coeficiente de correlação linear é a maneira quantitativa de se verificar a existência de correlação *linear* entre duas variáveis. Este coeficiente indica o grau de intensidade que duas variáveis se correlacionam, bem como em que sentido estas se relacionam positiva ou negativamente (ACCYOLY, 2006 p. 03).

Objetivou-se com este método calcular o grau de associação entre as variáveis: distribuição de dividendos e o valor da ação. Para Tanto, desenvolveu-se um exemplo de cálculo, utilizando a fórmula descrita no capítulo anterior, conforme demonstrado no APÊNDICE D.

Porém, os coeficientes de correlação aqui analisados, foram calculados a partir da ferramenta planilha eletrônica Microsoft Excel ®. Para isto, os dados das planilhas do APÊNDICE B, foram transportados para as planilhas exemplificadas no APÊNDICE C, a fim de possibilitar a aplicação da fórmula utilizada (APÊNDICE D).

Para efeito da análise do resultado, foram correlacionados o valor médio da cotação das ações, negociadas no mercado a vista no final de cada exercício, com os dividendos distribuídos em dinheiro neste mesmo período, ambos para um lote de 1 (um) mil ações, separadas em ações ordinárias e preferenciais, no período de 2000 a 2005.

A escala utilizada para determinar o grau de correlação foi de -1 (um negativo) ou -100% (cem por cento negativo) para itens não-correlacionados, e +1 (um positivo) ou 100% (cem por cento) de correlação entre os dados. Para todos os dados correlacionados foram utilizados resultados em milésimo de unidade que podem ser convertidos a percentuais bastando, para isso, sua multiplicação por 100 (cem).

Este trabalho também apresentou algumas limitações, pela dificuldade de obtenção das informações necessárias, principalmente por estas serem apresentadas em demonstrações diversas.

No entanto, essas limitações não invalidaram o presente estudo, permitindo a apresentação de conclusões e considerações finais, ao término do mesmo.

## 4 DESENVOLVIMENTO

### 4.1 Análise

O estudo foi desenvolvido com base em dados de 62 (sessenta e duas) empresas (APÊNDICE A) com ações negociadas na BOVESPA, que compõem o setor de materiais básicos, no período de 2000 a 2005. Este, para uma melhor avaliação dos resultados, foi dividido em 8 (oito) subsetores: siderurgia, mineração, artefatos de ferro e aço, artefatos de cobre, petroquímico, fertilizantes e defensivos, materiais diversos e petróleo e gás.

Numa primeira análise, dividiu-se estas empresas em oito subsetores, visando identificar a associação dos dividendos distribuídos com o valor das ações destas, dentro da conjuntura econômica de sua atividade fim. Neste caso, foi calculado o coeficiente de correlação linear entre as variáveis dividendos e cotação das ações, por ano, obtendo o seguinte resultado:

No subsetor de siderurgia, a correlação variou negativamente, partindo de 99,417% (noventa e nove virgula quatrocentos e dezessete por cento) para ações ordinárias e 99,056% (noventa e nove virgula zero cinqüenta e seis por cento) para preferenciais, em 2000, para 79,666% (setenta e nove virgula seiscentos e sessenta e seis por cento) e 93,146% (noventa e três virgula cento e quarenta e seis por cento), respectivamente, no ano de 2005, chegando a 42,696% (quarenta e dois seiscentos e noventa e seis por cento) e 45,403% (quarenta e cinco virgula quatrocentos e três por cento) no ano de 2002, veja Tabela 1 abaixo. Ou seja, a correlação calculada neste subsetor é positiva, porém não é perfeita, isto pode ser observado nos gráficos (APÊNDICE F), onde percebemos o não alinhamento de alguns pares de observação, principalmente no ano de 2002. É importante, ressaltar que mesmo assim, essa correlação se apresentou na maior parte bem acima de zero, e que no ano de 2002 se avaliado isoladamente os dados destas empresas, percebe-se que o maior desvio foi a empresa 7 (APÊNDICE A), que aumentou consideravelmente o valor do dividendo distribuído por ação, mas o valor de sua ação não respondeu na mesma proporção, alcançando o mesmo patamar das outras só no ano seguinte, e as outras que já mantinham uma distribuição mais elevada mantiveram suas ações valorizadas.



Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2000		Coeficiente de Correlação 2001		Coeficiente de Correlação 2002	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Siderurgia	0,994170	0,990563	0,999510	0,977947	0,426964	0,454035
Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2003		Coeficiente de Correlação 2004		Coeficiente de Correlação 2005	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Siderurgia	0,978809	0,926338	0,716314	0,887697	0,796657	0,931462

Tabela 1 – Resumo de Resultados da Correlação no Sub. de Siderurgia

Já no subsetor de mineração, a correlação calculada nos anos de 2000 a 2005 foram constantes em 100% (cem por cento) tanto para ações ordinárias como para as preferenciais, identificando que a correlação da distribuição de dividendos para o valor da ação foi positiva e perfeita. Nos gráficos (APÊNDICE F) podemos constatar este alinhamento.

Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2000		Coeficiente de Correlação 2001		Coeficiente de Correlação 2002	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Mineração	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000
Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2003		Coeficiente de Correlação 2004		Coeficiente de Correlação 2005	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Mineração	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000

Tabela 2 – Resumo de Resultados da Correlação no Sub. de Mineração

Em artefatos de ferros e aço, a correlação calculada não apresentou uma tendência específica, pois em 2000 o percentual encontrado para as ações ordinárias foi de 81,336% (oitenta e um trezentos e trinta e três e seis por cento) e para as preferenciais foi de 54,713% (cinquenta e quatro setecentos e treze por cento). Já no ano de 2001, elas foram muito semelhantes, ficando em 99,492% (noventa e nove quatrocentos e noventa e dois por cento) e 99,511% (noventa e nove quinhentos e onze por cento) respectivamente. Em 2002, volta a haver uma disparidade no percentual de correlação encontrado, ficando em 97,085% (noventa e sete oitenta e cinco por cento) e 68,793% (sessenta e oito setecentos e noventa e três por cento). Os únicos anos estudados em que a correlação das ações preferenciais foi maior do que o das ordinárias foi o de 2003, com 99,809% (noventa e nove oitenta e oito por cento).

e nove oitocentos e nove por cento) para as preferenciais e de 97,285% ( noventa e sete duzentos e oitenta e cinco por cento ) para as ordinárias, e o de 2005, com 61,815% ( sessenta e um oitocentos e quinze por cento) e 51,116% ( cinqüenta e um cento e dezesseis por cento) respectivamente. Tendo, ainda, em 2004, uma ligeira vantagem das ações ordinárias para as preferenciais, 86,667% ( oitenta e seis seiscientos e sete por cento ) e 84,929% ( oitenta e quatro novecentos e vinte e nove por cento), respectivamente. Portanto, neste setor, a correlação, apesar de algumas oscilações nos índices, manteve-se positiva, embora esta não seja perfeita. Podemos perceber nos gráficos (APÊNDICE F) que tanto a correlação das preferenciais quanto das ordinárias, principalmente no ano de 2005, quando ambas tiveram seu percentual reduzido, se deu devido algumas empresas desalinhar-se das demais por ter uma das distribuições de dividendos mais elevadas e no entanto não acompanhar as mesmas no que diz respeito às cotações. Ainda, teve companhia que mesmo sem distribuir dividendos teve o valor de suas ações valorado destoando-se das demais. Contudo, a correlação teve resultados positivos pois mesmo diante dessas particularidades, ainda o maior valor das ações eram das empresas com maior distribuição.

Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2000		Coeficiente de Correlação 2001		Coeficiente de Correlação 2002	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Ferro e Aço	0,813365	0,547137	0,994921	0,995111	0,970849	0,687927
Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2003		Coeficiente de Correlação 2004		Coeficiente de Correlação 2005	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Ferro e Aço	0,972852	0,998098	0,866667	0,849294	0,511161	0,618153

Tabela 3 – Resumo de Resultados da Correlação no Sub. de Ferro e Aço

O subsetor de artefatos de cobre segue uma tendência muito parecida com a do subsetor de artefatos de ferro e aço, tendo como particularidade os percentuais encontrados em 2000, sendo 60,629% ( sessenta seiscientos e vinte e nove por cento ) para ações ordinárias e 50 ,458% ( cinqüenta quatrocentos e cinqüenta e oito por cento ) para preferenciais, chegando a uma quase igualdade em 2002, 96,971% ( noventa e seis novecentos e setenta e hum por cento ) e 96,475% ( noventa e seis quatrocentos e setenta e cinco por cento ), respectivamente e, em 2005,

praticamente revertendo para as ações preferenciais uma vantagem sobre as ordinárias com valores de 99,77% ( noventa e nove setenta e sete por cento ) e 58,091% ( cinqüenta e oito noventa e um por cento ). Com esses dados, e mediante análise dos gráficos (APÊNDICE F) concluímos que, neste caso, como nos anteriores, existe uma correlação positiva, ainda que não perfeita. Estes desvios podem ser associados ao fato que, apenas uma das empresas deste subsetor distribuiu dividendos em todo o período de estudo, e apesar desta manter o valor de sua ação mais elevado do que as outras, quando estes se aproximavam a correlação diminuía seu percentual.

Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2000		Coeficiente de Correlação 2001		Coeficiente de Correlação 2002	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Subsetor						
Artefatos de Cobre	0,606291	0,054578	0,785103	0,369431	0,969713	0,964757
Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2003		Coeficiente de Correlação 2004		Coeficiente de Correlação 2005	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Subsetor						
Artefatos de Cobre	0,982555	0,973567	0,982726	0,99573	0,580913	0,997701

Tabela 4 – Resumo de Resultados da Correlação no Sub. Artefatos de Cobre

A tendência apontada no subsetor petroquímico é de uma certa igualdade em todos os anos, de correlação para as ações preferenciais e ordinárias, com algumas oscilações. Em 2000, inicia com valores 96,434% ( noventa e seis quatrocentos e trinta e quatro por cento ) para ordinárias e 94,122% ( noventa e quatro cento e vinte e dois por cento ) para as preferenciais. Este percentual chega a 97,283% ( noventa e sete duzentos e oitenta e três por cento ) e 91,21% ( noventa e um e vinte e um por cento ) respectivamente, em 2003 e desequilibra totalmente, em favor das ordinárias, no ano de 2005, com valores de 96,445% ( noventa e seis quatrocentos e quarenta e cinco por cento) contra 31,383% ( trinta e um trezentos e oitenta e três por cento). Logo, existe uma correlação positiva, também não perfeita, devido a falta de alinhamento por uma ou mais empresas, representado através dos gráficos (APÊNDICE F). Ainda, foi percebido que no ano de 2005, esta diminuição significativa de correlação, se deu, quando uma empresa teve o seu valor da ação elevado a um patamar maior que as demais, mesmo sem distribuir dividendos.

Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2000		Coeficiente de Correlação 2001		Coeficiente de Correlação 2002	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Subsetor Petroquimico	0,964347	0,941223	0,923973	0,932113	0,936194	0,946008
Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2003		Coeficiente de Correlação 2004		Coeficiente de Correlação 2005	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Subsetor Petroquimico	0,972831	0,912108	0,841864	0,884529	0,964457	0,313833

Tabela 5 – Resumo de Resultados da Correlação no Sub. Petroquímico

No subsetor de fertilizantes e defensivos há uma regularidade em todos os anos, tanto para ações preferenciais como para ações ordinárias, mantendo uma correlação de quase 100% (cem por cento), ou seja, existe uma correlação praticamente perfeita, com alguns desvios mínimos que podem ser identificados em alguns casos de preço de ação que se aproximam, mesmo com diferentes distribuições.

Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2000		Coeficiente de Correlação 2001		Coeficiente de Correlação 2002	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Subsetor Fertilizantes e Def.	0,999992	0,999996	0,999975	0,999989	0,999994	0,999993
Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2003		Coeficiente de Correlação 2004		Coeficiente de Correlação 2005	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Subsetor Fertilizantes e Def.	0,999998	0,999986	0,999988	0,99991	0,999466	0,999715

Tabela 6 – Resumo de Resultados da Correlação no Sub. Fertilizantes e Def.

O mais irregular de todos os setores aqui estudados, foi o subsetor de materiais diversos, talvez, por abranger diversos segmentos com características e peculiaridades próprias, a saber: madeira, papel e celulose, embalagens e outros químicos. Os dados mais relevantes foram, em 2000, 18,565% ( dezoito quinhentos e sessenta e cinco por cento ) para ações ordinárias e 34% (trinta e quatro por cento) para as preferenciais. Em 2001, a diferença entre ordinárias e preferenciais permanece parecida, mas os valores mudam um pouco, para 13,85% ( treze oitenta e cinco por cento ) e 33,121% ( trinta e tres cento e vinte e um por cento). A partir daí, há um crescimento constante até 2005, ficando as ações ordinárias com um percentual de correlação de 89,034% ( oitenta e nove trinta e quatro por cento ) e as

preferenciais com 96,32% ( noventa e seis trinta e dois por cento ). No primeiro ano estudado, o percentual de correlação foi um pouco menor, devido haver um numero significativo de empresas desta amostra, que não distribuíram dividendos e tinham valores próximos das que distribuíram, ainda que menor, essa situação foi se regularizando no decorrer do período, aumentando esse percentual. É importante ressaltar que as empresas deste subsetor atuam em diferentes ramos, e que muitos fatores particulares de cada um também estão presentes nestes resultados, e mesmo assim, a correlação deu-se positiva no decorrer de todo o período.

Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2000		Coeficiente de Correlação 2001		Coeficiente de Correlação 2002	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Subsetor						
Material Diversos	0,185654	0,340074	0,138506	0,331212	0,276778	0,580210
Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2003		Coeficiente de Correlação 2004		Coeficiente de Correlação 2005	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Subsetor						
Material Diversos	0,624215	0,786886	0,944437	0,959226	0,890349	0,963198

Tabela 7 – Resumo de Resultados da Correlação no Sub. Materiais Diversos

O subsetor de petróleo e gás tem um equilíbrio, se comparadas as correlações de ações ordinárias e as preferenciais. Porém, há bastante irregularidade, se analisada a evolução anual desta correlação. Em 2000, parte-se de 90,608% ( noventa seiscientos e oito por cento) para as ordinárias e 91,936% ( noventa e um novecentos e trinta e seis por cento ) para as preferenciais, chegando a níveis idênticos de 96% ( noventa e seis por cento) no ano de 2001 até baixar a graus de correlação mais baixos, na casa de 66 (sessenta e seis ) a 68% ( sessenta e oito por cento ), no ano de 2005. Analisando os resultados, podemos dizer que existe correlação positiva, e que esta queda de percentual apresentada no ultimo ano, foi devido, a maioria das empresas desta amostra aumentarem seus dividendos neste ano, aproximando os preços das ações.

Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2000		Coeficiente de Correlação 2001		Coeficiente de Correlação 2002	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Petroleo e Gás	0,906087	0,919358	0,963282	0,964400	0,991938	0,985403
Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2003		Coeficiente de Correlação 2004		Coeficiente de Correlação 2005	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Petroleo e Gás	0,932692	0,913632	0,966689	0,488539	0,683358	0,666522

Tabela 8 –Resumo de Resultados da Correlação no Sub. Petróleo e Gás

Num segundo momento, a análise foi feita, ainda, em cada empresa, comparando todos os anos, de 2000 a 2005, cálculos estes realizados em toda a amostra, com o objetivo de calcular a correlação entre a distribuição de dividendos dessas empresas e seu respectivo valor da ação, individualmente no período. Com isso, visava-se verificar se no momento que a empresa distribísse dividendos maiores ou menores, suas ações oscilavam proporcionalmente.

Assim, obteve-se percentuais de correlação que nos levam a crer que, de um modo geral, há uma correlação, de certa forma relevante, na influência da política de distribuição de dividendos no valor de uma ação, quando estas são avaliadas separadamente. Essa conclusão pode ser vista adiante na Tabela 9.

A tabela mostra que o percentual de correlação entre esses dois itens com percentuais que variam da casa de 70 ( setenta ) a 100% ( cem por cento ), sendo que, de todas as analisadas, 55% ( cinquenta e cinco por cento) apresentam correlação positiva. Em alguns, poucos, casos essa correlação tem o valor zero, ou nulo, muito provavelmente pelo fato de não haver distribuição de dividendos, no período estudado, de 2000 a 2005, nesta ou naquela empresa.

Ainda, pouco mais de 10% ( dez por cento ) das empresas pesquisadas., apresentaram uma correlação negativa. Isso pode ter acontecido pelo fato de o valor da ação não apresentar a mesma evolução da distribuição de dividendos, ou seja, a empresa distribuiu, mas o valor da ação não evoluiu proporcionalmente, ou ainda a evolução deste preços se deram com oscilações desproporcionais.

Empresa	Coeficiente de Correlação Período	
	Ordinaria	Preferencial
1	0,898833	0,898833
2	0,715398	0,612151
3	0,909026	0,863144
4	0,837241	0,000000
5	0,656054	0,227682
6	0,999766	0,999824
7	0,898861	0,790275
8	0,951263	0,950540
9	0,793372	0,000000
10	0,970880	0,935702
11	-0,732710	-0,732695
12	0,670003	0,634655
13	0,631966	0,744677
14	0,951549	0,961234
15	0,725263	0,344988
16	0,000000	0,000000
17	0,990777	0,991449
18	0,965658	0,965582
19	0,000000	0,000000
20	-0,214972	-0,200346
21	0,990777	0,991449
22	0,000000	0,000000
23	0,000000	0,000000
24	0,000000	0,000000
25	0,622462	0,616983
26	0,881168	0,000000
27	0,749183	0,959240
28	-2,497290	0,000000
29	0,830141	0,000000
30	0,929731	0,415557
31	0,000000	0,000000

Empresa	Coeficiente de Correlação Período	
	Ordinaria	Preferencial
32	0,950545	0,948604
33	0,803257	0,257179
34	0,951893	0,957658
35	0,840218	0,819765
36	-0,182981	-0,169371
37	-0,251105	-0,115042
38	-0,169829	-0,170912
39	0,949345	0,868422
40	0,955475	0,943913
41	0,982698	0,982698
42	0,632199	0,883677
43	0,000000	0,000000
44	0,000000	0,000000
45	0,000000	0,000000
46	0,000000	0,000000
47	-0,648871	-0,289917
48	0,782597	0,762297
49	0,969884	0,969884
50	0,967102	0,967107
51	0,257158	0,013300
52	0,866546	0,866546
53	0,000000	0,000000
54	0,899976	0,920919
55	0,000000	0,000000
56	0,000000	0,000000
57	0,959450	0,959660
58	0,845017	0,898948
59	0,900043	0,941619
60	0,945048	0,885615
61	0,853259	0,319655
62	0,742618	0,716382

Tabela 9 –Resumo de Resultados da Correlação por Empresa

Esta influencia, é mais constante, quando avaliada por atividade econômica , onde salvo raras exceções, a empresa distribuidora de maior parcela de dividendo era também a que possuía o valor mais elevado de sua ação, e que quando as empresas aumentavam o índice de distribuição de dividendos, os valores iam aumentando gradativamente, ou ainda quando, o valor das ações se aproximavam com os dividendos quase que constantes, os percentuais de correlação variavam negativa ou positivamente, dependendo da situação.

## 5 CONCLUSÃO

Ao longo do estudo buscou-se demonstrar e analisar a política de distribuição de dividendos no mercado acionário de um modo geral, a fim de evidenciar a possibilidade de que esta pudesse, de alguma forma, afetar o valor de uma ação. Também procurou-se, com o mesmo objetivo, quantificar e comparar, a partir de uma amostra, o grau de associação desta possível influencia, primeiro entre setores e após na empresa individualmente, ambas num período de 6 (seis anos).

Com isso, teve-se a necessidade de realizar uma pesquisa com bases em diversos autores que contemplam o tema proposto, além de outros que subsidiaram com relação a outros assuntos básicos para desenvolver este estudo.

Assim, foi feito um estudo prévio, abordando de uma forma breve os principais aspectos de uma sociedade anônima, do mercado financeiro, principalmente do mercado de capitais, das ações de uma companhia e suas particularidades, dos investimentos neste mercado, e por fim da política de dividendos, que fossem relevantes para o andamento deste trabalho. Ainda, houve a necessidade de se estudar a correlação, referente à parte estatística do mesmo.

Afora isto, foram analisadas diversas teorias criadas no intuito de explicar o comportamento da distribuição de dividendos. Estas teorias são conflitantes entre si, e três delas emergiram ao longo do século. A primeira acredita que os dividendos são irrelevantes ao valor de uma ação, a segunda, que os dividendos são atrativos e que são relevantes positivamente na precificação, e a terceira que defende a escolha da política de dividendos mais apropriada conforme o perfil do investidor.

Logo após este embasamento teórico de grande valia para o desenvolvimento prático deste estudo, foi calculado o grau de associação entre as variáveis- distribuição de dividendos e cotação da ação- através do método da correlação linear (APÊNDICE D), conforme consta no capítulo segundo e terceiro deste estudo.

Num primeiro momento, analisou-se os oito subsetores, visando identificar a associação dos dividendos distribuídos com o valor das ações destas, dentro da conjuntura econômica de sua atividade fim. Neste caso, foi calculado o coeficiente de correlação linear entre as variáveis dividendos e cotação das ações, por ano, obtendo o seguinte resultado: a correlação foi positiva, porém em alguns setores foi



não perfeita e em outros foi perfeita, isto pode ser observado nos gráficos (APÊNDICE F).

Num segundo momento, a análise foi feita, ainda, em cada empresa, comparando todos os anos, de 2000 a 2005, cálculos estes realizados em toda a amostra, com o objetivo de calcular a correlação entre a distribuição de dividendos dessas empresas e seu respectivo valor da ação, individualmente no período. Com isso, visava-se verificar se no momento que a empresa distribuiu dividendos maiores ou menores, suas ações oscilavam proporcionalmente.

Assim, obteve-se percentuais de correlação que nos levam a crer que, de um modo geral, há uma correlação, de certa forma relevante, na influência da política de distribuição de dividendos no valor de uma ação, quando estas são avaliadas separadamente. Sendo que poucas foram as empresas que apresentaram uma correlação negativa. Isso pode ter acontecido pelo fato de o valor da ação não apresentar a mesma evolução da distribuição de dividendos, ou seja, a empresa distribuiu, mas o valor da ação não evoluiu proporcionalmente, ou ainda a evolução deste preço se deram com oscilações desproporcionais.

Após estas duas análises, que buscou entender as correlações ocorridas com o passar dos anos, e se estas se referiam a um setor, uma empresa específica ou ao mercado em geral, concluiu-se que, existe influência da distribuição de dividendos no valor de negociação das ações, mesmo que de forma não perfeita ou totalmente relevante.

Esta influência, é mais constante, quando avaliada por atividade econômica, onde salvo raras exceções, a empresa distribuidora de maior parcela de dividendo era também a que possuía o valor mais elevado de sua ação, e que quando as empresas aumentavam o índice de distribuição de dividendos, os valores iam aumentando gradativamente, ou ainda quando, o valor das ações se aproximavam com os dividendos quase que constantes, os percentuais de correlação variavam negativa ou positivamente, dependendo da situação.

Por outro lado, a análise dos resultados obtidos, não pode ser efetivada de maneira completa, a fim de afirmar com precisão o grau dessa influência da distribuição de dividendos no valor da ação, e o quanto ela é relevante. Porém, diante de todo o exposto, o estudo nos mostrou que, são muitos os fatores que influenciam o valor de uma ação negociada no mercado de capitais, e são muitas as teorias e pesquisas realizadas, a fim de entender este sistema, portanto, a

distribuição de dividendos é só um ponto importante, mas que está condicionado e acompanhado por muitos determinantes da economia e principalmente, da individualidade de cada empresa.

E cabe a estas, determinar a política de dividendos que melhor reflita a sua realidade dentro do mercado econômico e o perfil de seus investidores. Todavia, é importante ressaltar que segundo os analistas financeiros, a melhor empresa para se investir num momento de crise no mercado, é aquela que tem uma política madura e constante de dividendos, e que a maior parte dos investidores, ainda preferem receber seus dividendos periodicamente.

Por isso, acredita-se que a melhor opção, para a empresa, é a de ter uma política de distribuição de dividendos clara e continua, conforme sua realidade econômica, e então deixar que o investidor decida entre utilizar estes dividendos ou reinvesti-los na empresa. De uma forma ou de outra, ela estará estreitando suas relações com seus investidores, e estes com o mercado.

## 6 REFERÊNCIAS

ACCIOLY, Cristiana Vidal. **Correlação e Regressão**. Disponível em: [http://di.asper.com.br/profs/cristiana%5CESTATISTICA\\_aula11.doc](http://di.asper.com.br/profs/cristiana%5CESTATISTICA_aula11.doc) Acesso em: Fev. 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1998.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA. São Paulo, 2006. Disponível em <[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)>. Acesso em julho de 2006.

CONTRERAS, C.D.; CARTES, F.H. **Measuring the learning process of investors: the case of ADRs** Anais da XX XIII. Sin loco. Assembleia Anual da Balas Business Association of Latin American Studies, 1999.

CRESPO, A. A. – **Estatística Fácil**, Editora Saraiva, São Paulo, 1997.

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

FISCOSOF. São Paulo, 2006. Disponível em <[www.fiscosoft.com.br](http://www.fiscosoft.com.br)>. Acesso em 28/07/2006.

GITMAN, Lawrence J.; JOEHNK, Michael D. **Princípios de investimento**. 8. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

GORDON, Myron J., Optimal Investment and Financing Policy, **Journal of Finance**, maio de 1963, p. 264-274.

GOYANO, Jussara. **Do que eles gostam**. Revista Razão Contábil. Ano 2, nº 13, mai 2005. São Paulo.

GRAHAM, B. ; DODD, D.; COTTLE, S. Security analysis, 1961.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Maria de Andrade. **Metodologia do Trabalho Científico**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1986.

LEITE, Helio de Paula; SANVICENTE, Antônio Zoratto. **Índice BOVESPA: Um padrão para os investimentos brasileiros**. São Paulo: Atlas, 1995.

LEMES JUNIOR, Antonio B. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

MACKINLAY, A. Craig. Event studies in economics and finance. **Journal of Economic Literature**, v. 35, n.1, p. 13-39, Mar. 1997.

MARCON, Rosilene. **O custo de capital próprio das empresas brasileiras: o caso dos American Depositary Receipts (ADRs)**. 2002. 150 p. Tese (Doutorado em

Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção (PPGEP), Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Florianópolis.

MELLAGI FILHO, Armando. **Mercado Financeiro de Capitais**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 1998.

MODIGLIANI; MILLER Miller M.H, Dividend policy, growth and the valuation of shares, **Journal of Business**, outubro 1961.

ROSS, Stephen A. **Administração Financeira**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2002. Traduzido por Corporate Finance

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de Capitais**. 2ª ed. Belo Horizonte: Ação, 1993.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10ª ed. São Paulo: Makron Books, [2000] Traduzido por Fabio Galla Garcia.

## APÊNDICES

## APÊNDICE A - Lista de Empresas

- 1 CAEMI MINERAÇÃO E METALURGIA S.A.
- 2 CIA VALE DO RIO DOCE
- 3 ACESITA S.A.
- 4 ACOS VILLARES S.A.
- 5 ARCELOR BRASIL S.A.
- 6 CIA FERRO LIGAS BAHIA FERBASA
- 7 GERDAU S.A.
- 8 METALÚRGICA GERDAU S.A.
- 9 CIA SID NACIONAL
- 10 USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS S. A.
- 11 SIDERURGICA J L ALIPERTI S.A.
- 12 FIBAM CIA INDUSTRIAL
- 13 CONFAB INDUSTRIAL S.A.
- 14 MANGELS INDUSTRIAL S.A.
- 15 METALURGICA DUQUE S.A.
- 16 INDUSTRIAS MICHELETTO S/A
- 17 PANATLANTICA S.A.
- 18 TEKNO S.A. CONSTR. INDÚSTRIA E COMÉRCIO
- 19 WETZEL SA
- 20 WIEST S.A.
- 21 CARAIBA METAIS S.A.
- 22 ELUMA S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO
- 23 PARANAPANEMA S.A.
- 24 SAM INDÚSTRIAS S/A
- 25 BRASKEM S.A.
- 26 COPEL - COMPANHIA PETROQUÍMICA DO SUL
- 27 ELEKEIROZ S/A
- 28 GPC PARTICIPAÇÕES S.A
- 29 PETROFLEX INDÚSTRIA E COMÉRCIO
- 30 DURATEX S.A.
- 31 EUCATEX S.A - IND. E COM.
- 32 SUZANO PETROQUIMICA S.A.
- 33 POLIALDEN PETROQUIMICA S.A.
- 34 PRONOR PETROQUIMICA S.A.
- 35 PETROQUIMICA UNIÃO S.A.
- 36 PETROBRAS QUÍMICA S.A
- 37 POLITENO INDUSTRIA E COMERCIO S.A.
- 38 UNIÃO DE INDUSTRIA PETROQUIMICA S.A - UNIPAR
- 39 FERTIBRAS S.A.
- 40 FERTILIZANTES FOSFATOS S.A.
- 41 YARA BRASIL FERTILIZANTES S.A.
- 42 ARACRUZ CELULOSE S.A.
- 43 CELULOSE IRANI S.A.
- 44 KLABIN S.A.
- 45 CIA MELHORAMENTO DE SÃO PAULO
- 46 MELPAPER S.A.
- 47 RIPASA S.A. - CELULOSE E PAPEL
- 48 SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.
- 49 VOTORANTIN CELULOSE E PAPEL S.A.
- 50 DIXIE TOGA S.A.
- 51 METALGRAFICA IGUAÇU S.A.
- 52 PETROPAR S.A.
- 53 RIMET EMPREEND INDUSTRIAIS E COMERCIAIS S.A.
- 54 MAGNESITA S.A.
- 55 ANSUY S.A. - INDUSTRIA DE PLÁSTICOS
- 56 TRORION S.A.
- 57 MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS BR S.A.
- 58 REFINARIA DE PETRÓLEO IPIRANGA S.A.
- 59 DISTRIBUIDORA PRODUTOS DE PETRÓLEO IPIRANGA S.A.
- 60 CIA BRASILEIRA PETROLEO IPIRANGA S.A.
- 61 PETRÓLEO BRASILEIRO S.A.
- 62 REFINARIA DE PETRÓLEO MANGUINHOS S.A.

## APÊNDICE B - Planilha de Coleta de Dados das Empresas

## 1- Dados da empresa:

Denominação Social: **CIA VALE DO RIO DOCE**  
 CNPJ: 33.592.510/0001-54  
 Atividade Principal: Extração Mineral  
 Natureza do Controle Acionário: Privada Nacional

## 2- Demonstração do Resultado:

(Reais Mil)

Período	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Receita Operacional Bruta de Bens e/ou Serviços:	5.168.580	6.615.889	8.570.337	10.366.985	13.785.413	18.097.554
(-) Deduções da Receita Bruta de Bens e/ou Serviços:	189.001	231.570	333.035	354.401	697.393	1.003.697
(=) Receita Operacional Líquida de Bens e/ou Serviços:	4.979.579	6.384.319	8.237.302	10.012.584	13.088.020	17.093.857
(-) Custos de Bens e/ou Serviços:	2.531.019	3.261.365	4.133.173	5.356.534	7.146.526	9.603.355
(=) Lucro Operacional Bruto de Bens e/ou Serviços:	2.448.560	3.122.954	4.104.129	4.656.050	5.941.494	7.490.502
(-) Despesas Operacionais de Bens e/ou Serviços:	2.742.155	4.736.291	5.419.824	965.702	5.392.848	3.487.623
(+) Receitas Operacionais de Bens e/ou Serviços:	1.002.033	721.713	1.529.026	1.174.347	5.108.419	5.634.863
(=) Lucro Operacional Líquido de Bens e/ou Serviços:	708.438	(891.624)	213.331	4.864.695	5.657.065	9.637.742
(+) Receitas Não Operacionais de Bens e/ou Serviços:	17.709	1.840.252,00	110.693	202.533	-	-
(-) Despesas Não Operacionais de Bens e/ou Serviços:	23.914	27.959	-	71.428	-	-
(=) Lucro antes IR/CSLL:	702.233	920.669	324.024	4.995.800	5.657.065	9.637.742
(-) Prov. CSLL e IR:	(148.732)	(356.565)	(690.541)	486.950	885.310	1.256.656
(+) Ir Deferido:	-	-	-	-	-	-
(=) Lucro antes da Participação dos Acionistas:	850.965	1.277.234	1.014.565	4.508.850	4.771.755	8.381.086
(+) Reversão Dos Juros Sobre Capital Próprio	1.281.692	1.773.476	1.028.689	-	1.687.764	2.061.900
(=) Lucro/Prejuízo Líquido do Exercício :	2.132.657	3.050.710	2.043.254	4.508.850	6.459.519	10.442.986
(/) Nº. de Ações:	384.893	383.844	383.839	383.840	1.151.519	1.151.520
(=) Lucro/Prejuízo por Ação:	5,54091	7,94779	5,32321	11,74669	5,60956	9,06887

## 3- Composição do Capital Social:

(Ações Mil)

Período	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Nº. de Ações :	384.893	383.844	383.839	383.840	1.151.519	1.151.520
Do Capital Integralizado:	388.559	388.559	388.559	388.559	1.165.677	1.165.677
Ordinárias:	249.983	249.983	249.983	249.983	749.949	749.949
Preferenciais:	138.576	138.576	138.576	138.576	415.728	415.728
Em Tesouraria:	3.666	4.715	4.720	4.719	14.158	14.157
Ordinárias:	7	4.715	4.715	4.715	14.146	14.146
Preferenciais:	3.659	-	5	4	12	11

## 4- Histórico de Distribuição de Dividendos:

ANO	Provento	Tipo de Ação	Montante do Provento (em reais mil)	Valor do Provento Por Ação
2000	Dividendo	Ordinária	1.877.309	7.509848000
		Preferencial	1.014.246	7.509848000
2001	Dividendo	Ordinária	2.535.595	10.220000000
		Preferencial	1.397.145	10.220000000
2002	Dividendo	Ordinária	2.622.952	10.620000000
		Preferencial	1.460.906	10.620000000
2003	Dividendo	Ordinária	3.240.938	14.390000000
		Preferencial	1.815.653	14.390000000
2004	Dividendo	Ordinária	5.036.499	13.721204500
		Preferencial	2.817.087	13.721204500
2005	Dividendo	Ordinária	5.221.892	12.186497400
		Preferencial	2.995.304	12.186497400

## 5- Histórico de Cotação da Ação :

(Por ações em reais)

Tipo ação	ANO	Cotação
Ações Ordinárias	2000	42,81
Ações Preferencias		47,80
Ações Ordinárias	2001	50,46
Ações Preferencias		52,88
Ações Ordinárias	2002	103,66
Ações Preferencias		97,49
Ações Ordinárias	2003	154,52
Ações Preferencias		132,70
Ações Ordinárias	2004	69,72
Ações Preferencias		58,06
Ações Ordinárias	2005	95,70
Ações Preferencias		83,47

## APÊNDICE C - Planilha de Coleta de Dados para Correlação

### Setor Materiais Basicos - Subsetor Mineração - Segmento Mineraiis Metalicos

Empresa	Cotação *	Dividendo **
1	536,55	13,89
2	103660,00	10620,00

Correlação: 1

### Ações Ordinárias

ANO	Cotação *	Dividendo **
2000	42810,00	7509,85
2001	50460,00	10220,00
2002	103660,00	10620,00
2003	154520,00	14390,00
2004	69720,00	13721,20
2005	95700,00	12186,50

Correlação: 0,710539774

### Ações Preferenciais

ANO	Cotação *	Dividendo **
2000	47800,00	7509,85
2001	52880,00	10220,00
2002	97490,00	10620,00
2003	132700,00	14390,00
2004	58060,00	13721,20
2005	83470,00	12186,50

Correlação: 0,612150615

\* Cotação por lote de 1 (hum) mil ações (em reais)

\*\* Dividendo por lote de 1 (hum) mil ações ( em reais mil)



## APÊNDICE D – Modelo de cálculo da Correlação

Dados Coletados:

Setor Materiais Basicos - Subsetor Mineração - Segmento Minerais Metalicos

Empresa	Cotação *	Dividendo **
1	536,55	13,89
2	103660,00	10620,00

Formula, para o cálculo do coeficiente de correlação linear:

$$r = \frac{\sum x_i \cdot y_i - \frac{\sum x_i \cdot \sum y_i}{n}}{\sqrt{\left[ \sum x_i^2 - \frac{(\sum x_i)^2}{n} \right] \cdot \left[ \sum y_i^2 - \frac{(\sum y_i)^2}{n} \right]}}$$

Onde; Xi, = Dividendos

Yi = Cotações

n = número de pares de dados

$\sum y_i$	$\sum x_i$	$\sum y_i^2$	$\sum x_i^2$	$\sum x_i \cdot y_i$
104196,55	10633,89	10745680000,00	112784592,90	1100876653,00

$$r = \frac{1100876653,00 - \frac{1100876653,00}{2}}{\sqrt{\left[ 10745680000,00 - \frac{(104196,55)^2}{2} \right] \cdot \left[ 112784592,90 - \frac{(10633,89)^2}{2} \right]}}$$

$$r = \frac{550438326,50}{546870817,26} = 1,0065 \text{ ou } 100 \%$$

$$r = \frac{550438326,50}{546870817,26} = 1,0065 \text{ ou } 100 \%$$

Ou pela planilha eletrônica do Microsot Excel, através da fórmula:

Correl = ( matriz 1 ; matriz 2)

Onde, matriz 1 = Célula inicial : Célula Final  
matriz 2 = Célula Inicial : Célula Final

APÊNDICE E - Planilha resumo de resultados da Correlação por setor

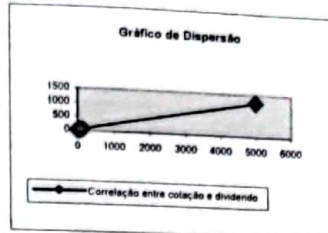
Setor Materias Basicos	Coeficiente de Correlação 2000		Coeficiente de Correlação 2001		Coeficiente de Correlação 2002		Coeficiente de Correlação 2003		Coeficiente de Correlação 2004		Coeficiente de Correlação 2005	
	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial	Ordinaria	Preferencial
Subsetor												
Siderurgia	0,994170	0,990563	0,999510	0,977947	0,426964	0,454035	0,978809	0,926338	0,716314	0,887697	0,796657	0,931462
Mineração	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000	1,000000
Ferro e Aço	0,813365	0,547137	0,994921	0,995111	0,970849	0,687927	0,972852	0,998098	0,866667	0,849294	0,511161	0,618153
Artefatos de Cobre	0,606291	0,054578	0,785103	0,369431	0,969713	0,964757	0,982555	0,973567	0,982726	0,99573	0,580913	0,997701
Petroquímico	0,964347	0,941223	0,923973	0,932113	0,936194	0,946008	0,972831	0,912108	0,841864	0,884529	0,964457	0,313833
Fertilizantes e Def.	0,999992	0,999996	0,999975	0,999989	0,999994	0,999993	0,999998	0,999986	0,999988	0,999991	0,999466	0,999715
Material Diversos *	0,185654	0,340074	0,138506	0,331212	0,276778	0,580210	0,624215	0,786886	0,944437	0,959226	0,890349	0,963198
Petroleo e Gás	0,906087	0,919358	0,963282	0,964400	0,991938	0,985403	0,932692	0,913632	0,966689	0,488539	0,683358	0,666522

\* Madeira, Papel e Celulose, Embalagens e Outros

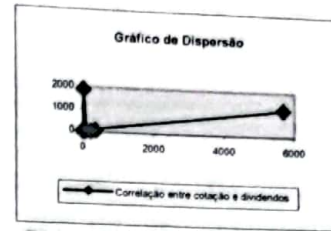
**Gráficos Subsetor Siderurgia - Ordinárias**



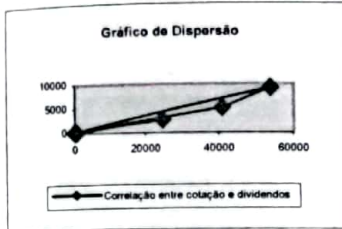
Siderurgia/Ord./2000



Siderurgia/Ord./2001



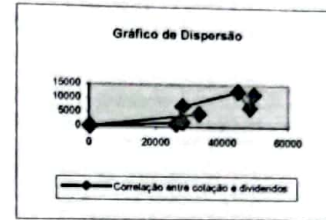
Siderurgia/Ord./2002



Siderurgia/Ord./2003

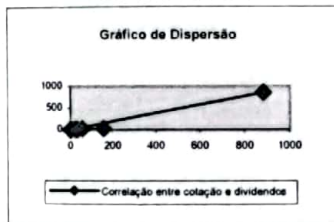


Siderurgia/Ord./2004

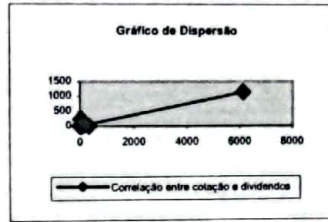


Siderurgia/Ord./2005

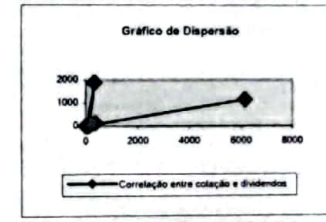
**Gráficos Subsetor Siderurgia - Preferenciais**



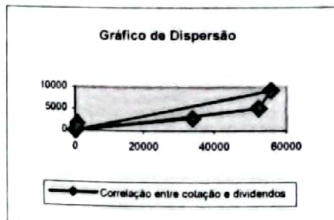
Siderurgia/Pref./2000



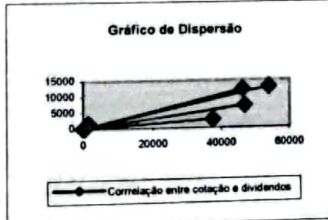
Siderurgia/Pref./2001



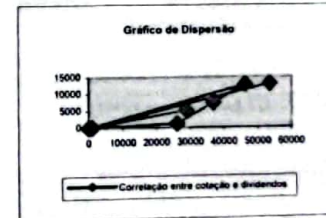
Siderurgia/Pref./2002



Siderurgia/Pref./2003



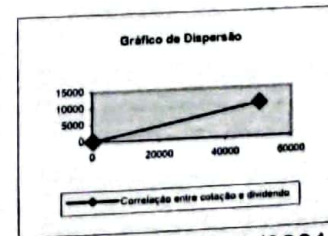
Siderurgia/Pref./2004



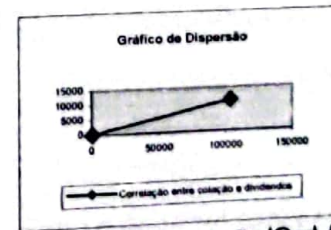
**Gráficos Subsetor Mineração - Ordinárias**



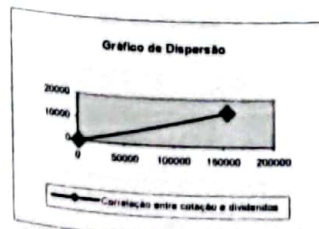
Mineração/Ord./2000



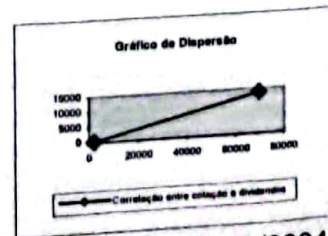
Mineração/Ord./2001



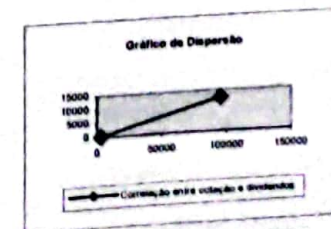
Mineração/Ord./2002



Mineração/Ord./2003

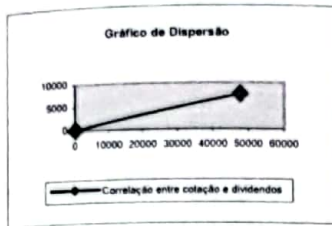


Mineração/Ord./2004

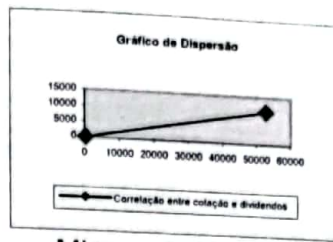


Mineração/Ord./2005

**Gráficos Subsetor Mineração - Preferenciais**



Mineração/Pref./2000



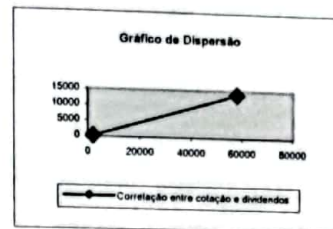
Mineração/Pref./2001



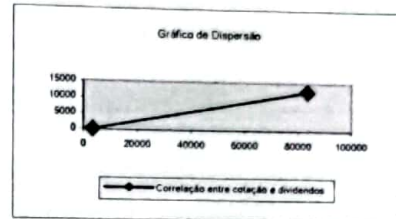
Mineração/Pref./2002



Mineração/Pref./2003



Mineração/Pref./2004



Mineração/Pref./2005

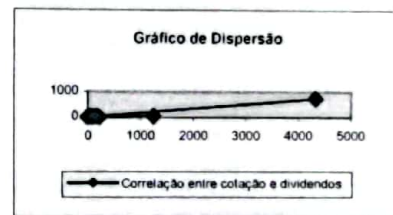
**Gráficos Subsetor Artefatos de Ferro e Aço - Ordinárias**



Ferro e Aço/Ord./2000



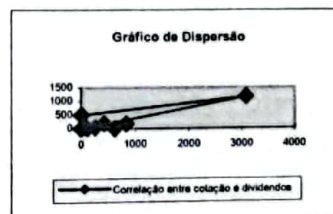
Ferro e Aço/Ord./2001



Ferro e Aço/Ord./2002



Ferro e Aço/Ord./2003



Ferro e Aço/Ord./2004



Ferro e Aço/Ord./2005

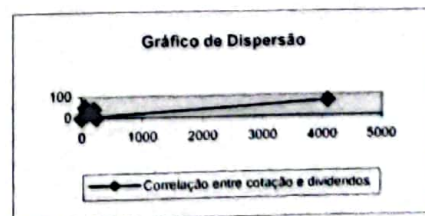
**Gráficos Subsetor Artefatos de Ferro e Aço - Preferenciais**



Ferro e Aço/Pref./2000



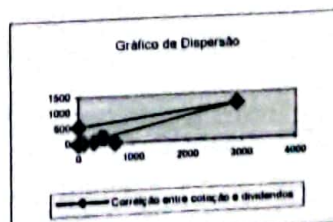
Ferro e Aço/Pref./2001



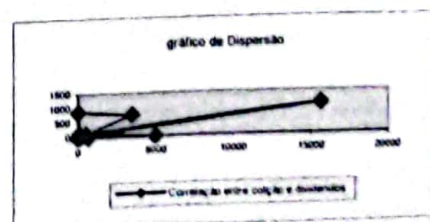
Ferro e Aço/Pref./2002



Ferro e Aço/Pref./2003



Ferro e Aço/Pref./2004



Ferro e Aço/Pref./2005

APÊNDICE F - Gráficos de resultado da Correlação por Setor - Continuação

Gráficos Subsetor Artefatos de Cobre - Ordinárias



Cobre/Ord./2000



Cobre/Ord./2001



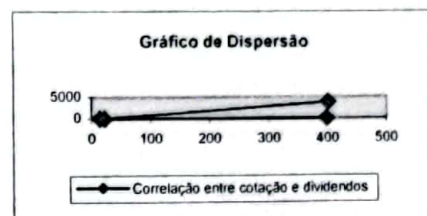
Cobre/Ord./2002



Cobre/Ord./2003



Cobre/Ord./2004



Cobre/Ord./2005

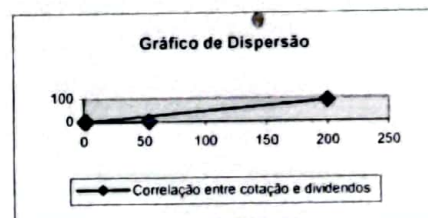
Gráficos Subsetor Artefatos de Cobre - Preferenciais



Cobre/Pref./2000



Cobre/Pref./2001



Cobre/Pref./2002



Cobre/Pref./2003



Cobre/Pref./2004



Cobre/Pref./2005

Gráficos Subsetor Petroquímico - Ordinárias



Petroquímico/Ord./2000



Petroquímico/Ord./2001



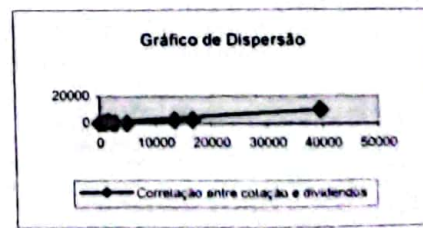
Petroquímico/Ord./2002



Petroquímico/Ord./2003



Petroquímico/Ord./2004



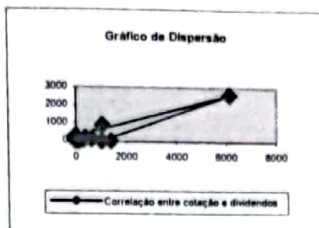
Petroquímico/Ord./2005

APÊNDICE F - Gráficos de resultado da Correlação por Setor - Continuação

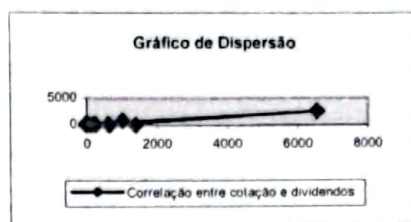
**Gráficos Subsetor Petroquímico - Preferenciais**



Petroquímico/Pref./2000



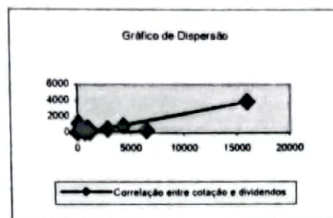
Petroquímico/Pref./2001



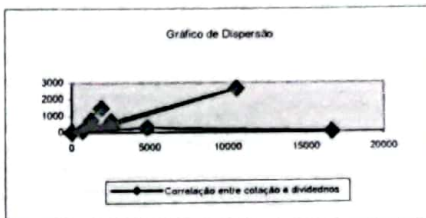
Petroquímico/Pref./2002



Petroquímico/Pref./2003



Petroquímico/Pref./2004



Petroquímico/Pref./2005

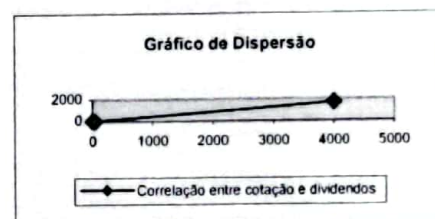
**Gráficos Subsetor Fertilizantes e Defensivos - Ordinárias**



Fertilizante/Ord./2000



Fertilizante/Ord./2001



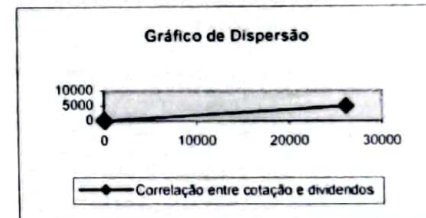
Fertilizante/Ord./2002



Fertilizante/Ord./2003



Fertilizante/Ord./2004

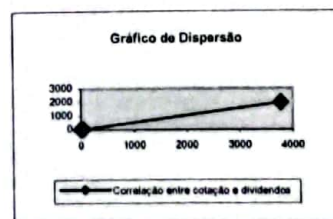


Fertilizante/Ord./2005

**Gráficos Subsetor Fertilizantes e Defensivos - Preferenciais**



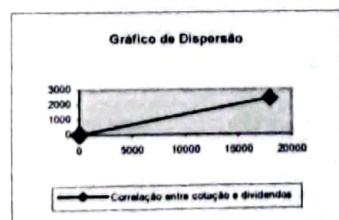
Fertilizante/Pref./2000



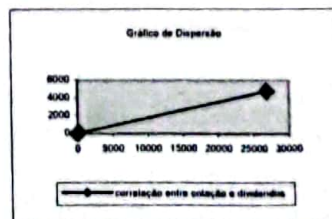
Fertilizante/Pref./2001



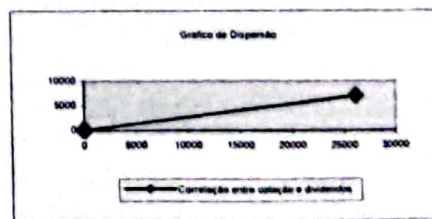
Fertilizante/Pref./2002



Fertilizante/Pref./2003



Fertilizante/Pref./2004



Fertilizante/Pref./2005

APÊNDICE F - Gráficos de resultado da Correlação por Setor - Continuação

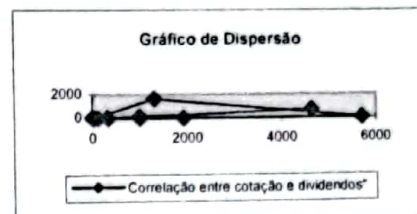
Gráficos Subsetor Materiais Diversos - Ordinárias



Mat. Diversos/Ord./2000



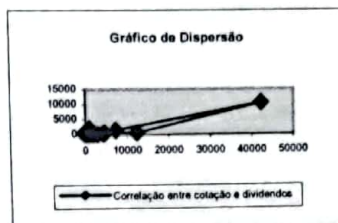
Mat. Diversos/Ord./2001



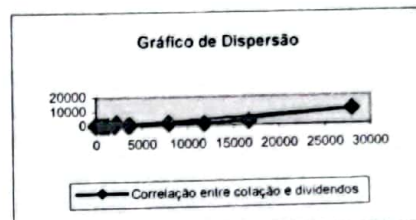
Mat. Diversos/Ord./2002



Mat. Diversos/Ord./2003



Mat. Diversos/Ord./2004



Mat. Diversos/Ord./2005

Gráficos Subsetor Materiais Diversos - Preferenciais



Mat. Diversos/Pref./2000



Mat. Diversos/Pref./2001



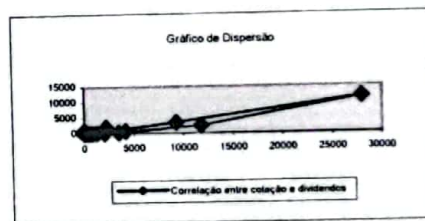
Mat. Diversos/Pref./2002



Mat. Diversos/Pref./2003



Mat. Diversos/Pref./2004

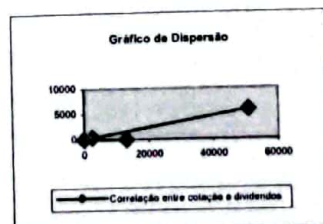


Mat. Diversos/Pref./2005

Gráficos Subsetor Petróleo e Gás - Ordinárias



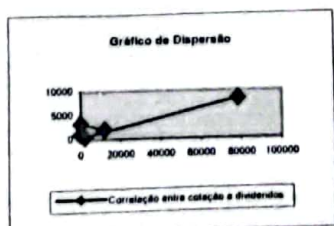
Petróleo e Gás/Ord./2000



Petróleo e Gás/Ord./2001



Petróleo e Gás/Ord./2002



Petróleo e Gás/Ord./2003



Petróleo e Gás/Ord./2004



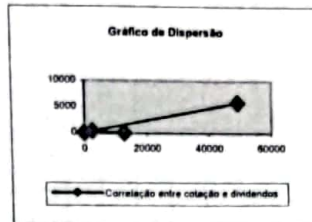
Petróleo e Gás/Ord./2005

APÊNDICE F - Gráficos de resultado da Correlação por Setor - Continuação

Gráficos Subsetor Petróleo e Gás - Preferenciais



Petróleo e Gás/Pref./2000



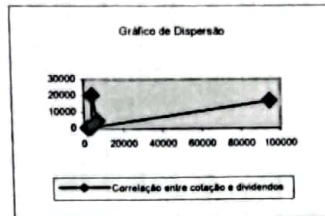
Petróleo e Gás/Pref./2001



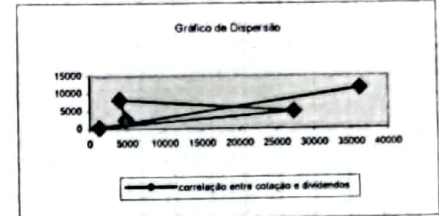
Petróleo e Gás/Pref./2002



Petróleo e Gás/Pref./2003



Petróleo e Gás/Pref./2004



Petróleo e Gás/Pref./2005

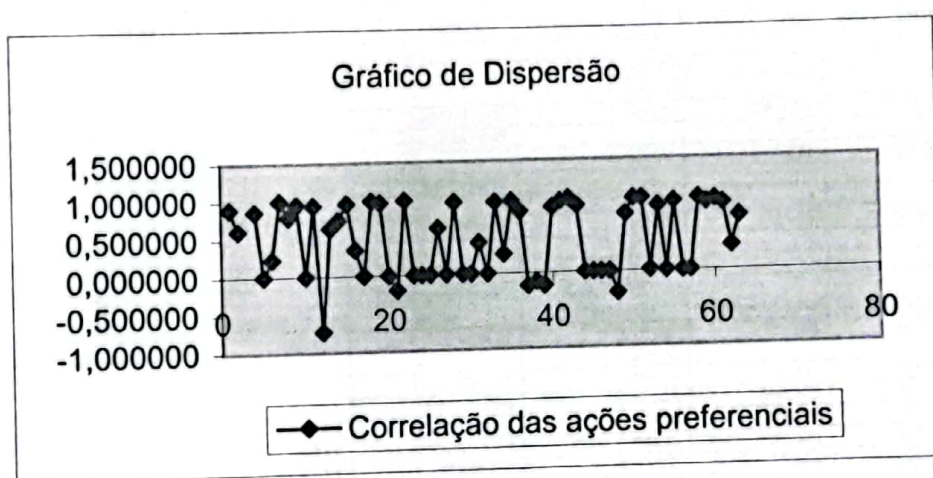
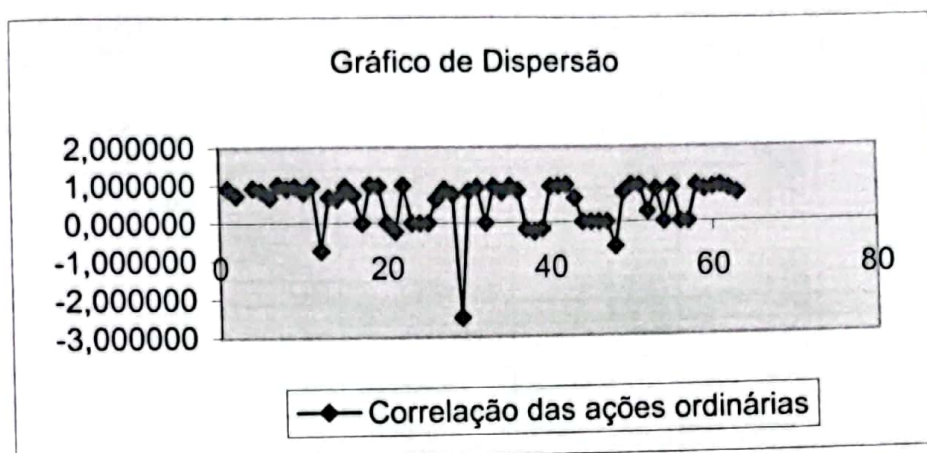


APÊNDICE G - Planilha resumo de resultados Correlação por empresa

Empresa	Coeficiente de Correlação	
	Ordinaria	Preferencial
32	0,950545	0,948604
33	0,803257	0,257179
34	0,951893	0,957658
35	0,840218	0,819765
36	-0,182981	-0,169371
37	-0,251105	-0,115042
38	-0,169829	-0,170912
39	0,949345	0,868422
40	0,955475	0,943913
41	0,982698	0,982698
42	0,632199	0,883677
43	0,000000	0,000000
44	0,000000	0,000000
45	0,000000	0,000000
46	0,000000	0,000000
47	-0,648871	-0,289917
48	0,782597	0,762297
49	0,969884	0,969884
50	0,967102	0,967107
51	0,257158	0,013300
52	0,866546	0,866546
53	0,000000	0,000000
54	0,899976	0,920919
55	0,000000	0,000000
56	0,000000	0,000000
57	0,959450	0,959660
58	0,845017	0,898948
59	0,900043	0,941619
60	0,945048	0,885615
61	0,853259	0,319655
62	0,742618	0,716382

Empresa	Coeficiente de Correlação	
	Ordinaria	Preferencial
1	0,898833	0,898833
2	0,715398	0,612151
3	0,909026	0,863144
4	0,837241	0,000000
5	0,656054	0,227682
6	0,999766	0,999824
7	0,898861	0,790275
8	0,951263	0,950540
9	0,793372	0,000000
10	0,970880	0,935702
11	-0,732710	-0,732695
12	0,670003	0,634655
13	0,631966	0,744677
14	0,951549	0,961234
15	0,725263	0,344988
16	0,000000	0,000000
17	0,990777	0,991449
18	0,965658	0,965582
19	0,000000	0,000000
20	-0,214972	-0,200346
21	0,990777	0,991449
22	0,000000	0,000000
23	0,000000	0,000000
24	0,000000	0,000000
25	0,622462	0,616983
26	0,881168	0,000000
27	0,749183	0,959240
28	-2,497290	0,000000
29	0,830141	0,000000
30	0,929731	0,415557
31	0,000000	0,000000

## APÊNDICE H - Gráficos de resultado da Correlação por empresa



Empresa	Cot. Ação Ordinária	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Cot. Ação Preferencial	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Lucro/Prejuízo do Exercício
1	0,24033	11.133	0,008442100	0,24033	21.958	0,008442160	84.533
2	42,81000	1.877.309	7,509848000	47,80000	1.014.246	7,509848000	2.132.657
3	0,00086	1.208	0,000010000	0,00102	595	0,000010000	(10.485)
4	0,03592	-	-	0,03385	-	-	18.771
5	0,14600	100.336	0,026321277	0,15900	78.719	0,028959404	591.735
6	0,06191	2.766	0,008286900	0,05850	6.099	0,015813200	18.093
7	0,01850	107.769	0,004040000	0,02244	228.774	0,004444000	392.942
8	0,02630	45.206	0,010493000	0,03164	99.241	0,011542200	217.967
9	0,05950	2.406.080	0,033535712	-	-	-	1.777.264
10	5,76000	174.000	0,771846900	8,85000	174.000	0,849031600	211.388
11	0,36400	1.433	0,022965340	0,40000	3.117	0,025261870	2.126
12	0,02228	-	-	0,02720	737	0,001600000	135
13	2,79000	14.862	0,348940000	1,17000	22.967	0,348940000	236
14	0,00223	800	0,000152730	0,00272	1.742	0,000152730	3.222
15	0,04888	1.222	0,011340000	0,06996	2.687	0,012470000	3.384
16	0,00140	-	-	0,00132	-	-	(4.087)
17	0,01010	2.025	0,012732612	0,01614	172	0,287300200	651
18	0,05000	2.508.325	0,229500000	0,10000	2.710.411	0,289249960	11.497.628
19	0,00042	-	-	0,00012	-	-	(8.801)
20	0,23000	188	0,060659000	0,26000	228	0,060659000	(3.752)
21	0,03150	26.992	0,018557951	0,03500	967	0,020909012	30.697
22	0,00097	-	-	0,00220	-	-	(17.110)
23	0,00300	-	-	0,03830	-	-	(66.705)
24	0,30000	-	-	0,08612	-	-	(7.978)
25	0,70000	131.783	0,205800000	0,52000	225.524	0,222370000	227.627
26	0,09309	392.740	0,026144845	-	-	-	99.357
27	0,71000	-	-	0,60000	7.771	0,110022645	2.272
28	1,00000	9.499	0,090972522	-	-	-	(5.759)
29	0,08500	-	-	0,08500	-	-	(19.058)
30	0,04017	18.734	0,005590400	0,05189	32.929	0,005590400	(11.739)
31	0,27000	-	-	0,27000	-	-	(5.438)
32	-	-	-	-	-	-	-
Empresa	Cot. Ação Ordinária	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Cot. Ação Preferencial	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Lucro/Prejuízo do Exercício
33	0,15200	24.402	0,126410424	0,15187	21.598	0,056603419	38.126
34	1,20000	-	-	1,20000	-	-	(42.421)
35	6,49000	84.563	1,530953930	6,49000	75.721	1,508390750	131.944
36	0,00669	520.914	0,051926700	0,00669	507.275	0,051926700	463.729
37	0,00793	99.513	0,009736640	0,00793	5.279	0,011870921	68.699
38	1,00000	27.717	0,330800000	1,50000	61.471	0,762000000	111.080
39	6,69000	6.227	1,479643742	6,69000	11.274	1,661582618	14.277
40	0,01282	91.623	0,002461475	0,00513	184.972	0,002569294	98.287
41	0,00287	-	-	0,00287	-	-	477
42	2,01000	121.250	0,271076379	2,64000	177.779	0,739720302	454.608
43	0,01439	-	-	0,01439	-	-	(2.675)
44	0,85000	6.969	0,039490000	0,85000	13.733	0,086880000	87.145
45	1,48000	-	-	2,00000	-	-	(12.825)
46	0,00068	-	-	0,00068	-	-	(2.675)
47	0,92000	35.926	0,283727000	0,92000	31.914	0,313873000	109.482
48	5,94000	14.340	0,010510000	5,94000	21.618	0,047050000	215.206
49	0,55600	82.470	0,003901000	0,55600	71.345	0,004291430	393.779
50	0,56000	-	-	0,56000	-	-	16.129
51	0,02109	-	-	0,02109	-	-	7.198
52	0,08981	-	-	0,08981	-	-	3.009
53	0,02188	-	-	0,02188	-	-	(26.797)
54	0,00326	-	-	0,00326	-	-	48.512
55	0,45000	-	-	0,43000	-	-	5.300
56	1,00000	-	-	1,00000	-	-	(74.271)
57	0,04199	1.840	0,002420000	0,04199	4.313	0,006100000	21.051
58	0,01933	27.758	0,005644000	0,02097	60.008	0,006118000	44.135
59	0,04500	29.208	0,005456000	0,02179	63.902	0,006002000	60.726
60	13,50000	42.677	0,002410668	17,05000	93.522	0,002651924	46.404
61	2,07000	34.467	0,664619600	2,07000	3.901	0,234275700	36.016
62	49,10000	2.193.728	2,252190000	45,98000	1.638.267	2,253850000	9.942.392

Cotação: Por ações em reais  
 Dividendos: Em reais mil  
 Ações: Em ações mil  
 Lucro Líquido Exercício: Em reais mil

Empresa	Cot. Ação Ordinária	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Cot. Ação Preferencial	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Lucro/Prejuízo do Exercício
1	0,27832	18.313	0,013886308	0,27832	36.118	0,013886308	82.935
2	50,46000	2.535.595	10,220000000	52,88000	1.397.145	10,220000000	3.050.710
3	0,00063	-	-	0,00071	-	-	(325.112)
4	0,02199	-	-	0,03250	-	-	15.132
5	0,13990	131.832	0,033760000	0,15400	103.586	0,037140000	193.512
6	0,06994	5.641	0,015350000	0,06994	12.438	0,016900000	37.018
7	0,02424	126.161	0,004014000	0,32950	261.097	0,004415400	464.006
8	0,03541	130.971	0,021327000	0,03540	276.516	0,226217000	253.312
9	0,03667	3.136.531	0,043726218	-	-	-	299.829
10	5,00000	270.009	1,197736900	6,13000	270.009	1,131751160	244.580
11	0,27300	1.812	0,029013780	0,30000	3.939	0,031915160	5.089
12	0,00164	-	-	0,00200	737	0,001600000	167
13	2,30000	20.446	0,481920000	2,17000	31.800	0,481920000	72.483
14	0,00164	728	0,000115810	0,00200	1.587	0,000127550	1.575
15	0,06502	1.309	0,012150000	0,05623	2.743	0,013370000	4.798
16	0,00087	-	-	0,00080	-	-	(2.023)
17	0,02301	2.941	0,035115448	0,03600	210	0,018492222	2.087
18	0,20000	4.447.218	0,040690000	0,11389	3.812.852	0,040690000	12.663.282
19	0,00005	-	-	0,00021	-	-	(2.124)
20	0,09000	-	-	0,10000	-	-	(9.554)
21	0,04500	66.671	0,045915010	0,05000	2.349	0,050791386	43.605
22	0,00058	-	-	0,00131	-	-	(7.784)
23	0,00300	-	-	0,00139	-	-	(158.579)
24	0,03000	-	-	0,07005	-	-	(3.424)
25	0,58849	97.421	0,163200000	0,38001	173.868	0,186570000	(28.237)
26	0,04958	272.518	0,018141623	-	-	-	(19.952)
27	0,72000	-	-	0,61000	7.771	0,110022645	(1.953)
28	1,00000	9.499	0,090972522	-	-	-	(5.130)
29	0,10714	-	-	0,09359	-	-	10.979
30	0,03600	22.378	0,005923800	0,04662	37.860	0,005923800	(17.729)
31	0,14375	-	-	0,14375	-	-	(78.332)
32	1,39000	-	-	1,39000	-	-	(47.118)
Empresa	Cot. Ação Ordinária	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Cot. Ação Preferencial	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Lucro/Prejuízo do Exercício
33	0,29971	58.995	0,257598734	0,29971	19.269	0,050503386	162.270
34	1,42000	-	-	1,02000	-	-	(11.088)
35	6,01000	116.830	2,336610800	6,14000	129.026	2,570263020	80.020
36	0,00378	2.783.405	0,275972338	0,00378	2.681.040	0,275923380	631.106
37	0,00716	121.843	0,013416492	0,00716	4.926	0,013020628	47.239
38	1,08000	35.485	0,382800000	1,05000	78.479	0,892200000	112.916
39	3,78000	7.325	1,749643742	3,78000	13.082	1,958582618	12.108
40	0,01248	92.293	0,002558000	0,00581	199.556	0,002813800	136.882
41	0,00045	-	-	0,00045	-	-	(4.944)
42	2,98000	186.076	0,413581054	4,40000	265.045	0,976244958	210.574
43	0,00375	-	-	0,00375	-	-	(9.195)
44	0,85000	16.683	0,070130000	0,85000	34.018	0,120590000	78.610
45	1,93000	-	-	1,93000	-	-	(7.441)
46	0,00478	-	-	0,00478	-	-	(9.102)
47	1,14000	52.159	1,605368861	1,14000	51.681	1,696749716	110.719
48	5,70000	21.093	0,015460000	5,70000	32.144	0,093940000	107.115
49	0,07926	125.743	0,005948000	0,07926	110.072	0,006543000	375.694
50	0,67000	-	-	0,67000	-	-	(51.462)
51	0,01703	7.358	0,042522000	0,01703	9.843	0,077676000	5.768
52	0,09977	-	-	0,09977	-	-	18.550
53	0,00658	-	-	0,00658	-	-	(105.376)
54	0,00341	-	-	0,00341	-	-	38.522
55	0,40250	-	-	0,40250	-	-	609
56	1,00000	-	-	1,00000	-	-	(109.101)
57	0,04716	5.908	0,007270000	0,04716	10.969	0,014540000	29.987
58	0,01502	25.481	0,005105100	0,01369	55.082	0,005615600	16.534
59	0,02318	22.429	0,004190000	0,02318	68.018	0,006941000	60.584
60	13,00000	24.256	0,001370200	12,66000	53.153	0,001507400	24.420
61	2,45000	40.466	0,447397793	2,45000	4.951	0,361251500	60.043
62	50,92000	4.192.268	5,796793824	49,23000	2.987.591	5,796793824	9.867.038

Cotação: Por ações em reais  
 Dividendos: Em reais mil  
 Ações: Em ações mil  
 Lucro Líquido Exercício: Em reais mil

Empresa	Cot. Ação Ordinária	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Cot. Ação Preferencial	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Lucro/Prejuízo do Exercício
1	0,53655	18 313	0,013886308	0,53655	36 118	0,013886308	(322 853)
2	103,66000	2 622 952	10,620000000	97,49000	1 460 906	10,620000000	2 043 254
3	0,00077	-	-	0,00092	-	-	(302 900)
4	0,23130	-	-	-	-	-	(45 497)
5	0,35950	168 812	0,043230000	0,37000	137 027	0,139810000	317 242
6	0,11000	7 945	0,021620000	0,14437	17 516	0,023800000	42 507
7	0,02424	308 468	1,875373000	0,32950	597 996	1,875612300	798 688
8	0,05600	160 148	0,003336467	0,05446	331 239	0,003337276	434 028
9	0,04999	3 816 151	0,053202144	-	-	-	(194 681)
10	5,69000	133 809	1,197736900	6,15000	136 200	1,131751160	(324 750)
11	0,16380	2 127	0,034049460	0,18000	4 624	0,037454410	8 848
12	0,00174	-	-	0,00212	461	0,001120000	307
13	4,33000	30 725	0,725920000	4,09000	47 980	0,725920000	170 738
14	0,00174	728	0,000234990	0,00212	1 587	0,001028120	(4 470)
15	0,10000	1 589	0,014030000	0,08553	3 204	0,015440000	5 166
16	0,00070	-	-	0,00064	-	-	(756)
17	0,06001	5 301	0,033331509	0,06000	308	0,051481477	3 165
18	0,00125	6 993 790	0,040690000	0,20235	5 996 180	0,040690000	19 920 317
19	0,00103	-	-	0,00015	-	-	(1 304)
20	0,22000	-	-	0,24000	-	-	(7 965)
21	0,20000	117 996	0,089121000	0,20000	4 133	0,089323333	99 112
22	0,00100	-	-	0,00225	-	-	(20 732)
23	0,00149	-	-	0,00080	-	-	16 788
24	0,05000	-	-	0,05388	-	-	(12 701)
25	0,19806	66 122	0,114800000	0,21349	132 525	0,125200000	(957 675)
26	0,04197	238 147	0,015853527	-	-	-	299
27	0,73000	-	-	0,62000	7 771	0,110022645	(66 985)
28	1,00000	-	-	-	-	-	(3 556)
29	0,12100	-	-	0,10416	-	-	29 665
30	0,04000	35 659	0,007344800	0,04524	59 716	1,009455600	(12 775)
31	0,11600	-	-	0,11600	-	-	(33 366)
32	1,39000	-	-	1,39	-	-	119 999
Empresa	Cot. Ação Ordinária	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Cot. Ação Preferencial	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Lucro/Prejuízo do Exercício
33	0,26193	59 839	0,289598734	0,26193	26 442	0,069303386	33 754
34	0,77000	-	-	0,65	-	-	(57 970)
35	6,50000	116 352	2,327031900	6,55	128 496	2,557347300	4 904
36	0,00400	2 760 156	0,273670180	0,00400	2 672 573	0,275099930	(151 538)
37	0,00678	106 410	0,109072630	0,00678	4 654	0,011896369	45 596
38	1,03000	38 119	0,366150000	1,02	84 805	0,827900000	103 155
39	4,00000	6 833	1,680278742	4,00	11 418	1,487247794	(14 215)
40	0,00963	145 933	0,004044698	0,00963	317 202	0,004467069	258 254
41	0,00104	-	-	0,00104	-	-	44 911
42	4,63000	306 636	0,678603407	6,28	429 275	1,482936071	12 110
43	0,00375	-	-	0,00375	-	-	1 668
44	1,00000	38 068	0,137630000	1,00	7 863	0,194840000	(208 296)
45	1,92000	-	-	1,92	-	-	(8 803)
46	0,00600	-	-	0,00600	-	-	1 668
47	1,31000	57 543	1,605781242	1,31	62 720	0,091446192	93 174
48	5,71000	30 466	0,022330000	5,71	46 349	0,182800000	171 736
49	0,11760	163 975	0,007756000	0,11760	145 225	0,008532000	282 882
50	0,32000	2 895	0,015150000	0,32	1 978	0,016665000	11 273
51	0,00579	3 390	0,035015000	0,00579	6 780	0,035015000	4 193
52	0,12718	-	-	0,12718	-	-	18 066
53	0,00495	-	-	0,00495	-	-	(114 230)
54	0,00046	-	-	0,00455	-	-	99 067
55	0,34049	-	-	0,34049	-	-	1 298
56	1,00000	-	-	1,00	-	-	(185 944)
57	0,04000	8 476	0,010430000	0,04000	15 735	0,020860000	50 739
58	0,00496	25 481	0,005105100	0,00574	55 082	0,004792100	(298 045)
59	0,01878	36 695	0,006855000	0,01878	80 283	0,007541000	58 574
60	6,60000	29 898	0,001689000	7,30	65 516	0,001858000	(68 730)
61	2,34000	35 773	0,408319390	2,34	7 511	0,652407700	19 924
62	52,80000	5 800 665	8,326793824	46,01	4 136 654	8,326793824	8 097 791

Cotação: Por ações em reais  
 Dividendos: Em reais mil  
 Ações: Em ações mil  
 Lucro Líquido Exercício: Em reais mil

Empresa	Cot. Ação Ordinária	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Cot. Ação Preferencial	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Lucro/Prejuízo do Exercício
1	1,14540	13.908	0,010546308				
2	154,52000	3.240.938	14,390000000	1,14540	27.431	0,010546308	442.147
3	0,00166	-	-	132,70000	1.815.653	14,390000000	4.508.850
4	0,11471	-	-	0,00165	-	-	225.548
5	0,62000	170.840	0,043020000	-	-	-	151.720
6	0,29513	12.708	0,034580000	0,73400	141.057	1,624940000	682.310
7	41,03000	749.841	5,104338000	0,29513	28.004	0,038050000	79.428
8	53,93000	393.431	9,143915000	52,36000	1.170.708	5,104473800	1.137.216
9	0,14160	4.568.452	0,186002247	55,79000	633.613	9,144468500	575.179
10	24,83000	291.927	2,613064900	-	-	-	1.031.013
11	0,19565	2.524	0,037454410	33,93000	298.091	2,874452400	1.306.172
12	0,00444	-	-	0,21500	5.426	0,044644320	10.257
13	5,20000	51.000	1,205620000	0,00542	758	0,001782000	343
14	0,00444	1.319	0,000425490	4,91000	79.712	1,205620000	20.507
15	0,86230	1.780	0,016750000	0,00542	2.876	0,001238120	7.911
16	0,00077	-	-	0,07375	3.474	0,018430000	5.349
17	0,29000	17.512	0,110126563	0,00071	-	-	(16.959)
18	0,00133	9.218.938	0,090440000	0,30067	678	0,113264685	18.760
19	0,00049	-	-	0,35000	9.140.382	0,090440000	24.311.545
20	0,21000	-	-	0,00019	-	-	(1.065)
21	0,20005	105.208	0,076665000	0,23000	-	-	(9.860)
22	0,00275	-	-	0,20000	3.684	0,079643400	63.167
23	0,00306	-	-	0,00585	-	-	38.522
24	0,04000	-	-	0,00468	-	-	(175.890)
25	0,03933	68.154	0,055586412	0,05000	-	-	24
26	0,13755	277.694	0,018683149	0,05818	155.471	0,073418423	215.135
27	0,65000	14.495	0,049920000	-	-	-	167.805
28	1,01000	-	-	0,65000	19.258	0,056698542	30.576
29	0,29833	-	-	-	-	-	16.290
30	0,05173	39.228	0,008900000	0,29679	-	-	60.534
31	0,05250	-	-	0,08247	65.095	0,008900000	(16.441)
32	2,76000	14.160	0,145400000	0,05250	-	-	(49.014)
				2,76000	19.804	0,159940000	2.438
Empresa	Cot. Ação Ordinária	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Cot. Ação Preferencial	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Lucro/Prejuízo do Exercício
33	0,58922	45.694	0,202088310	0,58922	19.476	0,051046065	75.382
34	1,66000	-	-	1,42000	-	-	(265.288)
35	9,24000	96.365	1,927287640	8,91000	106.422	2,120016380	74.337
36	0,01800	991.771	0,098211318	0,01800	966.750	0,099641070	257.995
37	0,00885	210.779	0,007984497	0,00885	7.938	0,009495832	66.197
38	2,22000	47.294	0,346700000	2,38000	100.904	0,784870000	101.423
39	18,00000	10.009	2,510278742	18,00000	16.918	2,400247794	68.130
40	0,00963	226.644	0,006320200	0,02103	450.036	0,006378680	327.126
41	0,00265	15.532	0,000205761	0,00265	30.359	0,000226338	82.530
42	6,56000	357.292	0,785418275	8,88000	497.708	1,727920205	870.235
43	0,00350	-	-	0,00350	-	-	4.931
44	3,76000	95.983	0,302930000	3,76000	200.253	0,333230000	1.000.879
45	2,64000	-	-	2,64000	-	-	4.879
46	0,00400	-	-	0,00400	-	-	4.931
47	2,86000	42.809	0,256419000	2,86000	55.232	0,271387000	124.416
48	11,59000	78.060	0,211350000	11,59000	125.357	0,598640000	586.518
49	0,16764	228.728	0,010819000	0,16764	204.072	0,011901000	852.937
50	1,00000	8.365	0,043772000	1,00000	5.361	0,048149000	35.248
51	0,00579	3.743	0,038645000	0,00579	7.480	0,038645000	8.841
52	0,70000	11.221	0,205230000	0,70000	22.442	0,205230000	55.502
53	0,00699	-	-	0,00699	-	-	(36.204)
54	0,00983	-	-	0,00918	-	-	88.627
55	0,43000	-	-	0,43000	-	-	2.290
56	1,00000	-	-	1,00000	-	-	(185.265)
57	0,08656	10.589	0,013030000	0,08656	19.657	0,026060000	46.519
58	0,01545	5.161	1,034100000	0,01763	11.959	1,137700000	106.937
59	0,04300	45.614	3,285641000	0,02417	99.794	3,614265000	97.844
60	11,88000	57.516	1,960090000	14,02000	126.044	2,156019000	148.436
61	2,03000	38.744	0,442309900	2,03000	8.133	0,486471500	15.514
62	78,53000	8.549.291	8,326793824	72,12000	6.146.331	8,326793824	17.794.669

Cotação: Por ações em reais  
 Dividendos: Em reais mil  
 Ações: Em ações mil  
 Lucro Líquido Exercício: Em reais mil

Empresa	Cot. Ação Ordinária	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Cot. Ação Preferencial	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Lucro/Prejuízo do Exercício
1	2,02000	168 541	0,127776308	2,02000	332 416	0,127776308	606 831
2	69,72000	5 036 499	13,721204500	58,06000	2 817 087	13,721204500	6 459 519
3	36,51000	59 295	2,395571000	37,52000	130 550	2,635128000	679 374
4	0,36094	310 622	0,094330000	-	-	-	239 005
5	1,32000	1 299 234	0,082440000	1,51000	253 606	1,612570000	1 039 521
6	0,42000	17 290	0,470500000	0,39006	38 093	0,051760000	97 140
7	41,51000	791 699	6,902980000	46,92000	1 480 688	6,902980000	2 831 339
8	44,89000	372 596	12,088380000	46,28000	737 374	12,088380000	1 437 075
9	49,77000	3 348 187	1,742319637	-	-	-	1 981 788
10	49,79000	1 305 571	11,686250000	53,96000	1 374 557	12,856770000	3 018 866
11	0,25737	2 535	0,044437720	0,28283	5 393	0,040585740	10 077
12	0,00950	-	-	0,01160	929	0,002153000	3 000
13	3,08000	54 820	1,162500000	2,91000	85 614	1,162500000	17 519
14	0,00950	2 227	0,490228490	0,01160	4 861	0,540251920	19 137
15	0,10901	1 668	0,015700000	0,09969	3 235	0,017270000	4 922
16	0,00069	-	-	0,00063	-	-	(8 731)
17	0,42050	33 483	0,181455958	0,41610	1 273	0,183347069	28 012
18	0,83140	17.751.804	0,166700000	0,47312	16.088.296	0,166700000	22 855 023
19	0,00065	-	-	0,00084	-	-	4 233
20	0,62000	-	-	0,67000	-	-	(6 645)
21	0,40100	67.833	0,046647762	0,39999	2 373	0,053111560	98 861
22	0,01200	-	-	0,01016	-	-	34 729
23	0,00381	-	-	0,00480	-	-	122 713
24	0,08120	-	-	0,04457	-	-	(1 002)
25	0,09176	158 333	0,748400640	0,12747	316 844	1,123406400	687 027
26	0,37816	1 261 130	0,083953785	-	-	-	546 676
27	0,55000	18 836	0,648700000	0,95000	22 013	0,648700000	70 839
28	1,24000	-	-	-	-	-	31 595
29	0,80000	54 653	1,505200000	0,70629	-	-	98 253
30	0,12400	48 898	0,795253000	0,12073	81 375	0,795253000	(42 121)
31	0,22550	-	-	0,07011	-	-	(40 086)
32	6,46000	26 235	0,269400000	6,46000	33.113	0,283940000	109 064
Empresa	Cot. Ação Ordinária	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Cot. Ação Preferencial	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Lucro/Prejuízo do Exercício
33	1,16143	61.108	0,524540000	1,16143	24 026	0,062170000	54 593
34	4,27000	4 873	0,259480000	2,84000	7 017	0,460800000	48 973
35	15,99000	185.406	3,519793080	15,99000	184 943	3,871772400	186 537
36	0,02692	89.784	0,008891056	0,02692	100.135	0,010320808	317 712
37	0,01308	269.149	0,006326356	0,01308	10.104	0,008273277	95 804
38	4,37000	53.469	0,355850000	4,29000	119.261	0,838450000	204 047
39	26,92000	18 673	4,640278742	26,92000	31 030	4,743247794	81 147
40	0,02632	256.738	0,001237430	0,03170	552.207	0,007827380	451 395
41	0,00304	45 811	0,000633461	0,00304	95.465	0,000696738	96 692
42	7,21000	586.974	1,290318285	10,05000	817.226	2,838700227	1 068 497
43	0,00469	-	-	0,00469	-	-	2 399
44	4,62000	139.737	0,441050000	5,21000	291.511	0,485160000	455 544
45	3,00000	-	-	2,80000	-	-	2 695
46	0,00469	-	-	0,00469	-	-	2 399
47	4,20000	31.721	0,189804298	4,20000	42.905	0,502202789	78 167
48	12,37000	95.443	0,498990000	12,37000	164.676	1,106810000	602 959
49	42,39000	427.036	10,410880000	42,39000	379.854	11,447950000	789 677
50	2,05000	15.366	0,080405000	2,05000	9.219	0,088446000	43 006
51	2,97000	3.621	0,037390000	2,97000	7.239	0,037390000	7 145
52	0,97513	26.827	1,846390000	0,97513	53.656	1,846390000	47 734
53	0,00315	-	-	0,00315	-	-	(6 473)
54	0,01446	54.782	0,002449000	0,01446	54.372	0,005389000	107 586
55	1,77803	-	-	1,77803	-	-	2 123
56	1,00000	-	-	1,00000	-	-	(56 607)
57	0,14000	37.757	0,046460000	0,14000	70.092	0,092920000	57 953
58	33,41000	5.161	1,034100000	37,83000	11.159	1,137700000	215 886
59	64,87000	59.247	5,408633200	40,52000	129.618	10,169138800	138 041
60	21,88000	93.095	4,302557000	6,51000	204.023	4,732952000	317 891
61	1,79000	29.400	0,665659600	1,90000	6.171	0,369156200	18 946
62	103,68000	12.424.963	16,580000000	94,61000	8.998.036	16,580000000	16 887.398

Cotação: Por ações em reais

Dividendos: Em reais mil

Ações: Em ações mil

Lucro Líquido Exercício: Em reais mil

Empresa	Cot. Ação Ordinária	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Cot. Ação Preferencial	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Lucro/Prejuízo do Exercício
1	3,37000	168 506	0,127776308	3,37000	332 346	0,127776308	1 758 761
2	95,70000	5 221 892	12,186497400	83,47000	2 995 304	12,186497400	10 442 986
3	33,13000	147.308	4,620708000	28,84000	218 876	5,082778000	590 948
4	0,30458	330 875	0,100480000	-	-	-	219 719
5	28,09000	1 250 930	1,612570000	1,10700	211 268	0,068830000	2 183 231
6	26,16000	20 818	1,007050000	26,16000	45 894	1,111760000	97 140
7	28,08000	768 934	7,200650000	36,84000	1 436 976	7,200650000	2 781 340
8	44,89000	358 388	12,601650000	46,28000	707 830	12,601650000	1 275 584
9	48,53000	4 344 432	6,862491030	-	-	-	2 005 282
10	49,72000	1 305 571	11,686250000	53,58000	1 374 557	12,856770000	3 918 429
11	0,20930	2 391	0,038280480	0,23000	5 036	0,042108530	5 643
12	0,02500	247	0,000915900	0,02723	2 351	0,005185400	4 788
13	3,70000	54 608	0,748377000	3,48000	84 785	0,748377000	277 013
14	0,02500	3 157	0,790228490	0,02723	6 886	0,870251920	12 066
15	0,16000	1 343	0,013410000	0,11000	2 607	0,147500000	2 274
16	0,00040	-	-	0,00058	-	-	(13 027)
17	18,00000	36 507	1,039647986	15,64000	1 376	1,039647986	11 479
18	0,86460	14 940 654	0,136700000	0,49447	12 809 446	0,136700000	20 454 449
19	11,80000	-	-	4,99000	-	-	1 053
20	0,60000	-	-	0,65000	-	-	(70 388)
21	0,40100	73 288	3,798115762	0,50000	2 564	4,169861560	23 773
22	0,02200	-	-	0,01300	-	-	81 491
23	14,16000	-	-	16,55000	-	-	(20 253)
24	0,39860	-	-	0,04878	-	-	(2 701)
25	15,66000	176 982	1,468901280	1,91900	353 938	1,468901280	625 837
26	39,62000	1 511 172	10,059926639	-	-	-	566 575
27	1,22000	21 005	0,723400000	1,27000	24 458	0,723400000	43 110
28	0,75000	-	-	-	-	-	(11 638)
29	16,67000	3 549	2,323700000	16,65000	-	-	87 977
30	0,01993	48 898	0,795253000	0,02774	81 375	0,795253000	(19 425)
31	0,11000	-	-	0,11000	-	-	(99 565)
32	4,84000	25 378	0,260600000	4,84000	34 509	0,272340000	15 244
Empresa	Cot. Ação Ordinária	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Cot. Ação Preferencial	Dividendo Total	Dividendo Por Ação	Lucro/Prejuízo do Exercício
33	0,70875	64 853	0,538740000	0,70875	33 487	0,086970000	14 281
34	2,83000	3 781	0,201339000	2,55000	5 501	0,402658375	10 126
35	13,39000	119 581	2,391570300	10,57000	132 058	2,630727640	82 458
36	0,02614	129 585	0,012832334	0,02614	124 504	0,012832334	213 812
37	0,01308	260 735	0,004858591	0,01308	9 174	0,006506129	63 241
38	2,38000	48 289	0,294560000	2,54000	106 097	0,674456000	185 746
39	26,14000	19 731	4,900278742	26,14000	32 752	7,029247794	25 917
40	0,02622	256 738	0,017324300	0,02622	552 207	0,013272380	264 823
41	0,01560	42 646	0,185405194	0,01560	89 535	0,203945544	3 672
42	7,95000	686 889	1,509955945	9,29000	956 311	3,321903079	1 162 694
43	0,00343	-	-	0,00343	-	-	(34 864)
44	3,70000	195 396	0,616730000	4,16000	407 625	0,678410000	309 108
45	2,01000	-	-	2,05000	-	-	(41 901)
46	0,00343	-	-	0,00343	-	-	(34 864)
47	3,47000	32 176	0,192528312	3,47000	43 102	0,211781202	64 716
48	11,80000	142 346	0,957140000	11,80000	256 211	2,364660000	499 649
49	28,00000	427 036	10,410880000	28,00000	379 854	11,447950000	549 131
50	1,30000	19 725	0,103215000	1,30000	10 735	0,113541000	43 730
51	0,90000	2 915	0,030149000	0,90000	5 828	0,030149000	1 436
52	2,22032	27 207	1,915790000	2,22032	54 414	1,915790000	40 958
53	0,00201	-	-	0,00201	-	-	27 161
54	0,01541	58 870	0,002449000	0,01491	54 372	0,005389000	88 039
55	0,06886	-	-	0,06886	-	-	(86 377)
56	0,49000	-	-	0,49000	-	-	(67 901)
57	0,13452	35 278	0,043410000	0,13452	65 491	0,086820000	47 601
58	7,60200	11 419	2,287900000	4,83600	24 688	2,517000000	138 295
59	6,61000	52 665	7,416722800	4,24000	115 216	8,158467200	169 788
60	33,00000	93 095	4,302557000	27,28000	204 023	4,732952000	325 477
61	1,39000	22 371	0,280910600	1,28000	4 695	0,280910600	(117 450)
62	40,03000	10 241 815	11,350000000	36,20000	7 467 272	11,350000000	23 724 723

Cotação: Por ações em reais

Dividendos: Em reais mil

Ações: Em ações mil

Lucro Líquido Exercício: Em reais mil