

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD-ADM)

Mirella Ferlauto

RELAÇÃO ENTRE PAGAMENTOS DE PROVENTOS EM DINHEIRO E
GANHOS DE CAPITAL

Porto Alegre
2007

Mirella Ferlauto

RELAÇÃO ENTRE PAGAMENTOS DE PROVENTOS EM DINHEIRO E
GANHOS DE CAPITAL

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

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Porto Alegre

2007

Mirella Ferlauto

RELAÇÃO ENTRE PAGAMENTOS DE PROVENTOS EM DINHEIRO E
GANHOS DE CAPITAL

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

Conceito Final:.....

Aprovado em de de 2007.

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner – EA / UFRGS

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, por terem me ensinado que a educação seria a maior e melhor herança que eu poderia deles herdar. À minha irmã Luana pelo amor, amizade, companheirismo e lealdade únicos. Aos meus demais familiares e amigos os quais, cada um a seu modo, estiveram comigo no decorrer dessa e de outras tantas jornadas percorridas até aqui. Ao meu amado Ricardo de Campos Ludwig, colega, amigo e companheiro que esteve sempre ao meu lado apoiando, incentivando e participando de todos os meus projetos, sonhos e realizações. Aos meus sogros, cunhados e cunhadas pelo carinho, incentivo e convívio familiar tão enriquecedor. Ao meu professor orientador, Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner e, finalmente, mas não menos importante, fica meu agradecimento a toda equipe da Solidus Corretora pela participação e incentivo, em especial aos colegas do departamento de Administração de Carteiras pela disponibilidade e compreensão fundamentais para que este trabalho pudesse se concretizar.

RESUMO

O presente trabalho objetiva a investigação e análise acerca da relação entre pagamento de proventos em dinheiro e ganhos de capital relativos a investimentos em bolsa de valores. Para tanto, realizou-se um estudo exploratório a partir dos dados de 2001 a 2006 dos *dividend yields*, e da variação no preço das ações estudadas. Não é raro que parte da teoria e do senso comum acreditem que empresas que pagam altos dividendos (e/ou juros sobre capital próprio) estão compensando os seus acionistas por não oferecerem retornos através de altos ganhos de capital e vice-versa. Diante dessa premissa e da ausência de consenso quanto à sua aplicabilidade este estudo buscou analisar se as empresas que pagam altos proventos em dinheiro também remuneraram seus acionistas através de altos ganhos de capital. A análise de dados revelou a existência de correlação positiva entre esses dois componentes dos retornos totais. Ou seja, os pagamentos de proventos em dinheiro e os ganhos de capital estão associados e relacionados.

Palavras-chave: *Dividend Yield*. Ganhos de Capital. Retorno Total. Proventos em dinheiro. Correlação.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Ranking com ações de maior <i>Dividend Yield</i> nos últimos seis anos.....	28
Tabela 2 – <i>Dividend Yield</i> para os anos 2001 a 2006.....	40
Tabela 3 – Médias e Desvio-Padrão do <i>Dividend Yield</i>	42
Tabela 4 – <i>Dividend Yield</i> por empresa: média de 6 anos.....	42
Tabela 5 – <i>Dividend Yield</i> médio dos grupos a partir da média de 6 anos.....	44
Tabela 6 – Ganhos de Capital para os anos 2001 a 2006.....	45
Tabela 7 – Médias e Desvio-Padrão dos Ganhos de Capital.....	47
Tabela 8 – Ganhos de Capital por empresa: média de 6 anos.....	47
Tabela 9 – Ganhos de Capital médio dos grupos a partir da média de 6 anos.....	49
Tabela 10 - Grupo 1: altos <i>dividend yields</i> e altos ganhos de capital, média de 6 anos.....	50
Tabela 11 - Alto <i>Dividend Yield</i> X Ganhos de Capital.....	50
Tabela 12 - Grupo 4: baixos <i>dividend yields</i> e baixos ganhos de capital, média de 6 anos.....	51
Tabela 13 - Baixo <i>Dividend Yield</i> X Ganhos de Capital.....	52
Tabela 14 - <i>Dividend Yields</i> , Ganhos de Capital e Correlação.....	53
Tabela 15 - Correlação ano a ano.....	55
Tabela 16 - Retorno Totais para os anos 2001 a 2006.....	55
Tabela 17 - Médias e Desvio-Padrão dos Retornos Totais.....	57
Tabela 18 - Ibovespa, Média e Desvio-Padrão.....	57
Tabela 19 - Retorno Total, média de 6 anos X Ibovespa, média de 6 anos.....	58
Tabela 20 - <i>Dividend Yield</i> por empresa: média de 3 anos.....	61
Tabela 21 – <i>Dividend Yield</i> médio dos grupos a partir da média de 3 anos.....	63
Tabela 22 – Ganhos de capital por empresa: média de 3 anos.....	64
Tabela 23 – Ganho de Capital médio dos grupos a partir da média de 3 anos.....	66

Tabela 24 - Grupo 1: altos <i>dividend yields</i> e altos ganhos de capital, média de 3 anos.....	66
Tabela 25 – Alto <i>Dividend Yield</i> X Ganhos de Capital.....	67
Tabela 26 - Grupo 4: baixos <i>dividend yields</i> e baixos ganhos de capital, média de 3 anos.....	67
Tabela 27 – Baixo <i>Dividend Yield</i> X Ganhos de Capital.....	68
Tabela 28 – <i>Dividend Yields</i> , Ganhos de Capital e Correlação.....	69
Tabela 29 – Retorno Total média de 3 anos X Ibovespa médio 3 anos.....	71

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	11
JUSTIFICATIVA.....	12
OBJETIVOS	13
OBJETIVO GERAL.....	13
OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	13
1 MERCADO DE CAPITAIS E BOLSA DE VALORES	14
1.1 MERCADO DE CAPITAIS	14
1.2 BOVESPA.....	15
1.2.1 Ibovespa	16
2 TIPOS DE AÇÕES	19
3 RISCO E RETORNO	21
3.1 RISCO.....	21
3.1.1 Risco Sistemático	22
3.1.2 Risco Não-Sistemático	22
3.1.3 Risk Free Rate e Risk Premium	23
3.2 RETORNO.....	24
4 PROVENTOS EM DINHEIRO	25
4.1 JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO	25
4.2 DIVIDENDOS.....	26
4.2.1 Dividend Yield	27
4.2.2 Índice de pagamento de dividendos ou Payout Ratio	29
4.2.3 Políticas de Dividendos	30
4.2.3.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos	30
4.2.3.2 Teoria do “Pássaro na mão”	31
4.2.3.3 Teoria da preferência tributária.....	32
4.2.3.4 Teoria do efeito de conteúdo informacional	32
5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	34
5.1 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS.....	34
5.2 INDICADORES DE RENTABILIDADE.....	35
5.2.1 Dividend Yield	36

5.2.2	Ganhos de Capital	37
5.2.3	Retorno Total Percentual	37
6	ANÁLISE DE DADOS	38
6.1	RESULTADOS E ANÁLISES PARA AS MÉDIAS DE SEIS ANOS	39
6.1.1	Resultados dos <i>Dividend Yields</i>	40
6.1.2	Resultados dos Ganhos de Capital.....	45
6.1.3	<i>Dividend Yields</i> , Ganhos de Capital e Retornos Totais.....	49
6.2	RESULTADOS E ANÁLISES PARA AS MÉDIAS DE TRÊS ANOS	61
6.2.1	Resultados dos <i>Dividend Yields</i>	61
6.2.2	Resultados dos Ganhos de Capital.....	64
6.2.3	<i>Dividend Yields</i> , Ganhos de Capital e Retornos Totais.....	66
7	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	74
	REFERÊNCIAS	76
	ANEXOS.....	78
	ANEXO A – Grupo 2: médio-altos <i>dividend yields</i> e médio-altos ganhos de capital, média de seis anos.....	79
	ANEXO B – Grupo 3: médio-baixos <i>dividend yields</i> e médio-baixos ganhos de capital, média de seis anos.....	80
	ANEXO C – <i>Dividend yield</i> e ganhos de capital ano a ano.....	81
	ANEXO D – Grupo 2: médio-altos <i>dividend yields</i> e médio-altos ganhos de capital, média de três anos.....	84
	ANEXO E – Grupo 3: médio-baixos <i>dividend yields</i> e médio-baixos ganhos de capital, média de três anos	85

INTRODUÇÃO

A política econômica e monetária do Brasil, desde meados de 1999, vem se destacando pela adoção do sistema de metas para a inflação, definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Desde então, o Comitê de Política Monetária (Copom) passou a ter como objetivo, além de implementar a política monetária, definir a meta da Taxa SELIC e seu eventual viés, e analisar o Relatório de Inflação. A partir de setembro de 2005, o Copom, sistematicamente, reduziu a meta percentual (ao ano) para a SELIC chegando a 11,25 (setembro de 2007), o que representa uma queda de mais de oito pontos desde então.

Aliado a esse cenário, o país passa por uma fase de extremo otimismo em relação aos investimentos representada pela redução do risco-país a patamares históricos e pela proximidade crescente do *investment grade* ou grau de investimento, classificação concedida pelas agências de risco aos países que possuem baixo risco de calote. Reunidas essas condições, observa-se uma diminuição na remuneração do capital na modalidade renda fixa, além de um aumento na confiança de investidores internos e externos no país. Nesse sentido aumenta-se a procura pelo mercado de renda variável, destacando-se a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), único centro de negociação de ações do país.

Diferentes investidores possuem diferentes objetivos e estratégias, mas para a maior parte deles investe-se hoje para se ter mais amanhã. Independente da tolerância ao risco, todos eles têm o objetivo de obter retornos totais positivos. Ao investir em ações de empresas com capital aberto, negociadas em Bolsa, pode-se obter retornos através de dois componentes. Corrado e Jordan (2005) definem retorno total como sendo a soma dos proventos em dinheiro auferidos e o ganho (ou perda) de capital resultado da variação no preço da ação.

$$\text{Retorno Total} = \text{Proventos em dinheiro} + \text{Ganho (ou perda) de Capital}$$

Algumas empresas se destacam por pagarem altos proventos em dinheiro, mas isso não é verdade para todas as companhias. Algumas pagam menos do que o considerado razoável e outras ainda pagam somente o mínimo previsto em lei (no caso dos dividendos). Esse percentual do lucro que é distribuído aos acionistas pode variar dependendo da política de dividendos e da saúde econômico-financeira de cada sociedade.

DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Empresas que não são famosas por pagarem bons proventos em dinheiro não necessariamente não teriam condições de fazê-lo; podem preferir reinvestir os lucros na própria empresa financiando o seu crescimento. Por outro lado, especula-se que boas pagadoras de proventos em dinheiro podem estar tentando compensar seus acionistas por não oferecerem retornos através de ganhos de capital. Ambas as situações são apenas hipóteses, as quais não são nem devem ser tidas como verdades absolutas. Pode ocorrer de as melhores pagadoras, além de oferecerem retornos através de proventos em dinheiro, também fornecerem bons ganhos de capital. É uma análise a qual não se pôde concluir decisivamente e que este trabalho se propõe a esclarecer.

Afinal, qual é a relação entre os retornos de empresas que pagam os melhores proventos em dinheiro e aquelas que ficam fora dessa classificação? É possível que as empresas que pagam bons proventos em dinheiro também remunerem os seus acionistas através de bons ganhos de capital? São os ganhos de capital proporcionais ou não ao pagamento de proventos em dinheiro? É esta análise de desempenho e comparação de retornos entre perfis diferenciados que este trabalho pretende realizar.

JUSTIFICATIVA

Analisar de que maneira a valorização das ações de empresas listadas em bolsa se relaciona com os proventos em dinheiro pagos aos acionistas e que tendência pode ser observada a partir deste estudo poderá auxiliar a tomada de decisão de analistas de investimento, gestores profissionais e investidores individuais frente à gama de possibilidades presentes no mercado, e à ausência de consenso sobre a problemática em questão, no sentido de maximização dos retornos totais.

Pessoalmente, o esforço de pesquisa e compilação de dados, bem como o conhecimento adquirido e reforçado foram extremamente desafiadores e motivadores do início ao fim deste projeto.

O presente trabalho é composto por uma revisão acerca dos conteúdos teóricos e práticos utilizados pelo mercado na administração de carteiras, um esclarecimento sobre os procedimentos metodológicos utilizados, indicadores estudados, bem como definição da amostra e coleta de dados. Após isso são apresentados os resultados e análise de dados seguidos das considerações finais.

OBJETIVOS

OBJETIVO GERAL

O objetivo geral deste trabalho é analisar a relação entre pagamento de proventos em dinheiro e ganhos de capital relativos a investimentos em bolsa de valores.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

A partir da questão central de estudo buscar-se-á:

- ✓ Reunir os dados relevantes ao cálculo e análise dos *dividend yields* e ganhos de capital nos anos de 2001 a 2006;
- ✓ Verificar a existência de relação entre pagamento de proventos em dinheiro e ganhos de capital;
- ✓ Calcular os retornos totais percentuais e analisar sua relação com o Ibovespa do período.

1 MERCADO DE CAPITAIS E BOLSA DE VALORES

O objetivo desta, e das próximas três seções, é reunir os principais conceitos, métodos e teorias relevantes ao estudo proposto com o intuito de respaldar e auxiliar a sua compreensão, bem como o de refletir criticamente acerca das diferentes perspectivas teóricas utilizadas.

1.1 MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais é um segmento do mercado financeiro no qual um conjunto de instituições negocia títulos e valores mobiliários com o intuito de injetar capital em empresas (tomadoras de recursos) além de dar liquidez aos títulos por elas emitidos. A sistemática nesse mercado é a de investidores com capital disponível financiarem companhias em troca de apreciação, no futuro, deste investimento.

O surgimento do mercado de capitais ocorreu quando o mercado de crédito deixou de atender às necessidades da atividade produtiva, no sentido de garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazos, custos e exigibilidades. (PINHEIRO, 2005, p. 135).

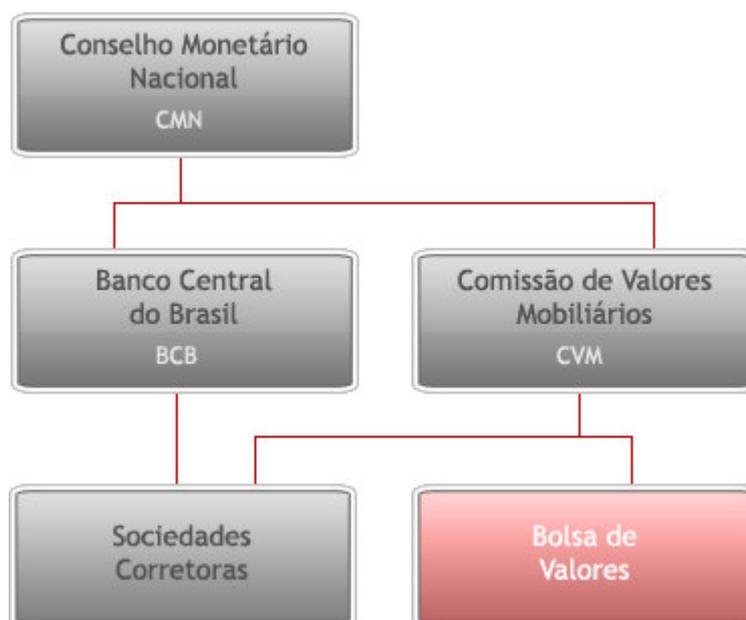
Deste modo, o mercado de capitais, além de suas atividades essenciais de financiamento, contribui para o desenvolvimento econômico, no sentido de aumentar a competitividade, típica de uma economia de mercado, e estimular a formação de uma poupança privada (PINHEIRO, 2005).

As transações dos títulos e valores mobiliários já emitidos ocorrem nos mercados secundários, os quais incluem as bolsas de valores. No Brasil, a Bovespa concentra toda a negociação de ações (entre outros valores mobiliários), passando a Bolsa do Rio de Janeiro (BVRJ), adquirida em 2002 pela Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), a deter os direitos de administração e operacionalização do sistema de negociação de Títulos Públicos, o Sisbex.

1.2 BOVESPA

A Bovespa é uma entidade que integra o Sistema Financeiro Nacional (SFN) e está inserida no seguinte contexto:

Figura 1 – A Bolsa de Valores no Sistema Financeiro Nacional



Fonte: Bovespa (2007).

As bolsas de valores, de acordo com o disposto na Resolução n. 2.690 de 28.01.2000 do CMN, constituíam-se como associações civis, sem fins lucrativos ou sociedades anônimas, e tinham por objetivo social, entre outros:

manter local adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por seus membros, pela autoridade monetária e, em especial, pela CVM¹. (CAVALCANTE; MISUMI, 2001, p. 34).

No entanto, a Bovespa acaba de passar por seu processo de desmutualização, o qual resultou, em outubro de 2007, em sua abertura de capital (IPO²). A conclusão da desmutualização visa contribuir para o aumento da democratização do mercado de capitais, com a possibilidade de criação de novas corretoras de valores nas diversas regiões do País. Anteriormente, para atuar na

¹ Comissão de Valores Mobiliários.

² *Initial Public Offering*.

Bovespa as corretoras precisavam deter títulos patrimoniais, que chegavam a custar alguns milhões de reais. Com a desmutualização, isso não é mais necessário, abrindo a possibilidade para que os corretores simplesmente se credenciem na entidade para operar para seus clientes. A desmutualização também faz a Bovespa deixar de ser uma entidade sem fins lucrativos para se tornar uma empresa como qualquer outra. Esta é uma tendência geral, o processo de pulverização e de acesso a mercados está ocorrendo em todo o mundo.

Ainda assim, a Bovespa é a entidade que fornece as ferramentas necessárias à realização dos negócios, ficando para as Corretoras de Valores o papel de, efetivamente, comprar e vender ações. Além do papel de agente integrador, também compete à Bovespa ser um centro de liquidez e de formação de preços, bem como propiciar ambiente seguro, transparente e educativo aos negócios e aos investidores.

1.2.1 Ibovespa

O Índice Bovespa (Ibovespa) é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro por retratar o comportamento dos principais papéis negociados na bolsa. É considerado o mais tradicional e confiável índice, pois sua metodologia de cálculo não sofreu alterações (apenas ajustes) desde a sua criação em 1968.

O índice representa o valor atual de uma carteira teórica a qual reúne as ações que atenderem, com relação aos doze meses anteriores à formação da carteira, aos seguintes requisitos (Bovespa, 2007):

- estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total;
- ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período.

Para ser excluída do índice a ação precisa deixar de atender a pelo menos dois desses critérios, portanto a inclusão e/ou exclusão de uma ação ao índice tem relação direta com a representatividade do mesmo no mercado *spot*. O índice de negociabilidade é calculado pela Bovespa da seguinte maneira:

$$IN = \sqrt{\frac{n_i}{N} * \frac{v_i}{V}}$$

3

onde:

IN = índice de negociabilidade

n_i = número de negócios com a ação “i” no mercado à vista (lote-padrão)

N = número total de negócios no mercado à vista da Bovespa (lote-padrão)

v_i = volume financeiro gerado pelos negócios com a ação “i” no mercado à vista (lote-padrão)

V = volume financeiro total do mercado à vista da Bovespa (lote-padrão)

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

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

onde:

$I_{bovespa,t}$ = Índice Bovespa no instante “t”

n = número total de ações componentes da carteira teórica

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

³ No cálculo do índice de negociabilidade não são considerados os negócios diretos.

$Q_{i,t}$ = quantidade teórica da ação "i" na carteira no instante "t"

A bolsa "cai" ou "sobe" quando a pontuação do Ibovespa fica abaixo ou acima da última pontuação registrada no horário de encerramento do pregão anterior.

A carteira teórica do Ibovespa tem vigência de quatro meses, vigorando para os períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro, sendo reavaliada ao final de cada quadrimestre.

A finalidade básica do Ibovespa é a de servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para tanto, sua composição procura aproximar-se o máximo possível da real configuração das negociações à vista na Bovespa. As ações reunidas neste índice possuem liquidez no mercado, respondendo por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da bolsa, além de serem responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociáveis na bolsa.

Desta maneira, não é de surpreender a grande confiabilidade conferida ao Ibovespa. Ele é o único dos indicadores de performance de ações brasileiras a ter um mercado futuro líquido, um dos maiores mercados de contrato de índice do mundo (Bovespa, 2007) e é *benchmark* para muitas carteiras administradas, Clubes e Fundos de Investimentos.

2 TIPOS DE AÇÕES

As ações, títulos de propriedade de uma parte do capital social da empresa que os emitiu, conferem aos seus proprietários a obrigação de integralizar sua parte no capital, mas também uma série de direitos, tais como o direito à participação nos lucros sociais, o direito de transmissão, o direito a voto, o direito a informações, o direito de preferência na subscrição de novas ações além do direito de retirada (PINHEIRO, 2005). Esses direitos são condicionados ao tipo de ação que se detém, as quais podem ser ordinárias (ON) ou preferenciais (PN).

A principal vantagem ou direito de quem detém uma ação ordinária é o do voto, mas em caso de liquidação da empresa esse tipo de acionista é o último em prioridade de reclamação dos bens da mesma (PINHEIRO, 2005). Neste sentido, o acionista detentor de ações ordinárias tem responsabilidade limitada, ou seja, o máximo que ele pode perder em caso de fracasso da corporação é o seu investimento inicial.

Já as ações preferenciais têm a preferência na hora de receber os reembolsos de capital e os dividendos prioritariamente sobre os acionistas ordinários. É com interesse nos dividendos que muitos investidores condicionam sua composição de carteira. Diferentemente dos acionistas detentores de ações ordinárias, aqueles que detêm ações preferenciais não têm direito ao voto.

Atualmente existe a tendência de as empresas que abrem capital no Brasil o fazerem de acordo com as diretrizes do Novo Mercado. O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. A entrada de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio

de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada. A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias (Bovespa, 2007).

3 RISCO E RETORNO

Investidores estão dispostos a abrir mão do seu dinheiro agora com a expectativa de ver esse dinheiro apreciado com o tempo. O mercado acionário, ou mercado de renda variável é uma das tantas opções a qual os investidores podem recorrer para aplicar seu capital. A lógica pareceria simples não fosse por um detalhe: o risco. A todo retorno esperado está associado um risco. Uma das decisões mais difíceis a ser tomada é o grau de risco que cada um está disposto a correr, ou seja, a sua tolerância ao risco. “Na decisão sobre investimentos, questões de como o risco é medido, como é recompensado e quanto risco assumir são fundamentais” (DAMODARAN, 1997, p.25). O investidor deve medir o grau de risco que está disposto a assumir, uma vez que existem perfis de investidores diversificados, uns com uma aversão maior ao risco que outros (PINDYCK, 2002). Mas afinal o que é risco?

3.1 RISCO

Não existe unanimidade, tampouco clareza e consistência no que diz respeito à definição deste importante componente de um investimento, talvez por ele ser vago e subjetivo, e ter significados bem diferentes para diferentes perfis de investidores. Brigham e Houston (1999, p. 158) afirmam que “risco se refere à chance de ocorrer algum evento desfavorável”. De forma mais aplicada pode-se inferir que risco, portanto, representa a variabilidade ou o grau de incerteza sobre os retornos futuros em um determinado ativo ou investimento. Neste sentido Damodaran (2006, p. 17) coloca que o retorno esperado difere do retorno observado (exceto no caso do ativo livre de risco, onde o retorno que se espera é igual ao retorno que se obtém) e que “a dispersão dos retornos observados em torno do retorno esperado é medida pela variância ou desvio padrão da distribuição”.

Atentos a isso os investidores poderiam tentar eliminar o risco associado a seus investimentos, mas então surge outro aspecto: existem dois tipos de risco, o risco sistemático e o risco não-sistemático.

3.1.1 Risco Sistemático

Corrado e Jordan (2005) explicam que o risco sistemático é aquele que influencia um grande número de ativos, tem vastos efeitos e, portanto, é também chamado de risco de mercado. Brigham e Houston (1999, p. 219) também discorrem sobre este risco:

Advém de fatores que sistematicamente afetam a maioria das empresas: guerra, inflação, recessão e taxas de juros altas. Como a maioria das ações é negativamente afetada por esses fatores, o risco de mercado não pode ser eliminado pela diversificação.

Ou seja, nenhuma empresa, individualmente, é capaz de evitar esse tipo de evento, portanto não se têm condições de eliminá-lo, razão pela qual é também conhecido como risco não-diversificável.

3.1.2 Risco Não-Sistemático

Já o risco não-sistemático afeta um único ativo ou um pequeno número deles, é um risco específico e, portanto pode ser eliminado a partir da diversificação. É também conhecido como risco diversificável. Considerando que o risco não-sistemático pode ser essencialmente eliminado através de diversificação, resta, a um portfólio de carteira diversificado, o risco sistemático.

3.1.3 *Risk free rate e Risk Premium*

Supondo um investidor avesso ao risco, mas que esteja disposto a abrir mão de seu dinheiro num determinado período de tempo, ele poderá obter uma taxa livre de risco (*risk free rate*, R_f), por exemplo, com letras do tesouro. Nesse caso a compensação vem por se esperar e não por assumir riscos, portanto é geralmente chamado de valor do dinheiro no tempo (do inglês *time value of money*⁴). Por outro lado, se o investidor está disposto a assumir riscos ele espera obter uma compensação por esse risco, chamado prêmio de risco, ou *risk premium*, que nada mais é do que o retorno esperado que exceda os dos títulos livre de riscos.

$$R_p = R_a - R_f$$

Onde:

R_p = *risk premium* ou prêmio de risco

R_a = retorno esperado do ativo "a"

R_f = *risk free rate* ou taxa livre de risco

Neste sentido Bodie, Kane e Marcus (2000, p. 29) colocam que:

os investidores iriam preferir os investimentos com o retorno esperado mais alto [...] quem desejar retornos esperados mais altos terá que pagar um preço em termos de aceitar um risco mais alto no investimento.

Quanto maior o risco a que se sujeita maior o prêmio de risco. Apesar disso, nem sempre investimentos mais arriscados trazem maiores retornos, é isso o que os torna, de fato, mais arriscados, pois não existem garantias.

⁴ TVOM.

3.2 RETORNO

O conceito de retorno total em termos totais ou absolutos foi previamente definido na seção introdutória como suporte ao então proposto raciocínio, mas em termos práticos torna-se mais conveniente apurá-lo em termos percentuais, pois estes valem para qualquer montante aplicado. O resultado informa o retorno obtido para cada unidade monetária aplicada, em termos percentuais, levando em conta todos os fluxos, ganhos ou perdas de capital (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002). Calculando-se os retornos totais em termos percentuais tem-se que:

$$R_{t+1} = \frac{\text{Div}_{t+1}}{P_t} + \frac{(P_{t+1} - P_t)}{P_t}$$

Onde:

t = o ano que está sendo analisado

Div_{t+1} = o dividendo (e/ou juros sobre capital próprio) pago pela ação durante o ano

P_t = o preço da ação no início do ano

P_{t+1} = o preço da ação no final do ano

A expressão para o cálculo envolve dois componentes principais: o *dividend yield* e o *capital gains yield* ou ganho (ou perda) de capital.

O primeiro, o *dividend yield*⁵, expressa os proventos em dinheiro anuais como percentagem do preço da ação no início do ano, enquanto que o segundo componente, o *capital gains yield* ou ganho de capital, expressa a variação no preço da ação como percentagem do preço da ação no início do ano. Ambos serão extremamente úteis no auxílio à compilação de dados, os quais darão suporte às análises aqui propostas.

⁵ O conceito de dividend yield será aprofundado em seção posterior que trata especificamente dos dividendos.

4 PROVENTOS EM DINHEIRO

O conceito básico por trás dos proventos em dinheiro é a distribuição de parte dos lucros obtidos por uma empresa para seus acionistas. As empresas brasileiras atualmente têm à sua disposição duas formas de fazê-lo, através de juros sobre o capital próprio ou dividendos.

4.1 JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO

Em seu Manual de Contabilidade Introdutória Nagatsuka e Teles (2002, p. 140) explicam e esclarecem o cálculo:

Criado pela Lei n. 9.249/95, é a chamada “forma fiscal de distribuir lucros”. A empresa verifica a taxa de juros de longo prazo⁶ no período e a multiplica pelo patrimônio líquido da empresa (menos a reserva de reavaliação não realizada). O valor encontrado são os juros sobre o capital próprio e será distribuído aos acionistas. É importante salientar que os juros sobre o capital próprio são considerados uma despesa financeira na DRE, portanto, diminui o imposto de renda e a contribuição social sobre o lucro.

Para o acionista, a grande diferença é que ao receber este tipo de provento ele deve reter 15% de imposto de renda na fonte.

Para a empresa, muitas vezes o pagamento de juros sobre o capital próprio é vantajoso do ponto de vista fiscal. O pagamento de JCP permite que a empresa remunere seus acionistas até o valor da taxa TJLP, com o valor sendo considerado como despesa financeira, reduzindo o lucro tributável e, conseqüentemente, diminuindo o IR a ser pago pela empresa. A empresa paga impostos maiores sobre o lucro, na faixa de 25%, ao passo que os acionistas pagam 15% sobre os JCP. Assim, ela pode oferecer JCP, que mesmo após o pagamento de IR, podem ser maiores do que seriam na forma de dividendos, em função da diferença nas alíquotas de tributação.

⁶ TJLP

4.2 DIVIDENDOS

Como resultado de seus fluxos de caixa positivos uma empresa pode optar entre reinvestir os recursos ou distribuí-los aos acionistas. Se optar por distribuí-los poderá o fazer através do pagamento de dividendos. Damodaran (2002, p. 363) coloca que os dividendos têm sido “tradicionalmente considerados o principal meio de as empresas de capital aberto devolverem recursos ou ativos a seus acionistas”. Pinheiro (2005, p. 149) aprofunda:

Os dividendos são valores representativos de parte dos lucros da empresa, que é distribuído aos acionistas, em dinheiro, na proporção da quantidade de ações possuídas. Normalmente, é resultado dos lucros obtidos por uma empresa, no exercício corrente ou em exercícios passados.

A Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976, a qual dispõe sobre as sociedades por ações (S.A.'s), em seu artigo 202 prevê o pagamento de dividendo obrigatório, em cada exercício, não podendo ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado a não ser quando adotada uma política de redução do mesmo, a qual deve ser aprovada por todos os acionistas em assembléia.

Para a empresa, os dividendos são distribuídos a partir do lucro líquido, ou seja, após o pagamento de Imposto de Renda (IR), Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e outros impostos ou contribuições. Com isso, os valores que são anunciados em dividendos para os acionistas já são líquidos de imposto de renda, visto que a empresa efetuou o pagamento de impostos sobre estes lucros.

Ao anunciar ao mercado o pagamento de dividendos diz-se que uma ação ficou ex-dividendos. A data ex-dividendo é a data a qual uma ação começará a ser negociada ex-dividendo, sendo o preço de sua cotação ajustada, ou seja, um investidor que comprar a ação antes disso terá direito a receber o dividendo, enquanto que o investidor que comprar a mesma ação na data ex ou depois não terá direito ao dividendo. Antes disso diz-se que a ação é negociada com dividendos.

4.2.1 *Dividend Yield*

O *Dividend Yield* ou rendimento de dividendos (ou ainda taxa de dividendo) é um índice que relaciona diretamente os dividendos (e/ou juros sobre o capital próprio) distribuídos com a cotação da ação. Ele expressa percentualmente o retorno via dividendos do investidor sobre o capital investido (preço da ação) no período.

$$\text{Dividend Yield} = (\text{Dividendo por ação} / \text{Preço da ação}) \times 100$$

É importante, pois fornece uma medida da parcela do retorno total que provém dos dividendos, além de ser considerado uma medida de risco e um dos possíveis critérios de escolha para investimento (DAMODARAN, 2002). Por um lado, Damodaran (2002) afirma que estudos indicariam que ações com rendimentos altos de dividendos obtêm retornos extras, após ajustes relativos a desempenho de mercado e risco. Por outro lado, Brigham e Ehrhardt (2006, p. 695) afirmam que se houver aumento no pagamento de dividendos “menos dinheiro estará disponível para reinvestimento, e isso provocará uma queda na taxa de crescimento esperada e uma tendência de baixa no preço da ação”. No entanto a teoria não é unânime nesse sentido, observa-se uma lacuna no que diz respeito a essa relação entre proventos em dinheiro pagos e ganhos de capital. Não se tem, conclusivamente, para o mercado acionário brasileiro, uma regra ou tendência nesse sentido.

Uma relação geralmente aceita é de que companhias com ações bem cotadas e baixo *dividend yield* são empresas que, de modo geral, reinvestem grandes parcelas de seus resultados anuais. Ao mesmo tempo, elevado *dividend yield* seria característico de empresas que não realizam reinvestimentos elevados, preferindo distribuir resultados maiores aos acionistas. O investidor pode usar este índice, de modo a auxiliá-lo em sua estratégia de investimento.

Na Tabela 1 é listado o ranking das ações com maior *dividend yield*, nos últimos seis anos, de modo que a classificação se dá em função da média de seis

anos, e não há nenhum tipo de exclusão em função da liquidez dessas ações em bolsa.

Tabela 1 - Ranking com ações de maior *Dividend Yield* nos últimos seis anos

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Média de 6 anos	Média de 3 anos	Yield Atual
1Petropar PN	18,8%	40,6%	22,2%	9,3%	11,1%	9,4%	18,6%	10,0%	7,7%
2Banese PN	0,0%	25,6%	18,2%	14,9%	26,3%	15,2%	16,7%	18,8%	20,9%
3Coelba ON	19,3%	8,4%	18,7%	19,8%	21,0%	12,9%	16,7%	17,9%	12,4%
4Eternit ON	23,5%	27,6%	13,4%	11,5%	13,4%	8,9%	16,4%	11,2%	7,9%
5Sid Nacional ON	35,4%	9,4%	10,9%	16,1%	10,0%	8,6%	15,0%	11,6%	6,2%
6Barrisul PN	12,8%	14,2%	27,2%	6,2%	17,3%	6,1%	14,0%	9,9%	5,2%
7Panatlantica PN	8,4%	22,6%	13,6%	8,6%	16,1%	7,9%	12,8%	10,8%	7,6%
8Bardella PN	13,0%	15,9%	8,7%	12,1%	16,4%	9,8%	12,6%	12,8%	7,2%
9Celpe PNA	19,6%	2,9%	18,2%	2,9%	15,9%	13,5%	12,2%	10,8%	11,7%
10Coelce PNA	0,0%	16,9%	13,2%	5,4%	20,6%	15,9%	12,0%	14,0%	12,8%
11Telesp PN	7,3%	6,1%	17,0%	12,4%	16,2%	11,3%	11,7%	13,3%	11,8%
12Tekno PN	17,3%	13,0%	12,2%	9,2%	11,1%	6,3%	11,5%	8,9%	5,4%
13Mont Aranha ON	23,5%	22,1%	8,0%	4,9%	8,8%	0,0%	11,2%	4,6%	5,9%
14Metal Leve PN	9,8%	7,4%	5,4%	11,1%	25,3%	4,5%	10,6%	13,6%	3,6%
15Bic Monark ON	17,9%	13,1%	10,9%	6,1%	5,9%	8,3%	10,4%	6,8%	6,6%
16CBC Cartucho PN	8,5%	17,3%	11,1%	10,9%	2,6%	11,1%	10,3%	8,2%	6,6%
17Sondotecnica PNA	14,1%	0,0%	10,4%	5,7%	17,7%	12,0%	10,0%	11,8%	7,3%
18Souza Cruz ON	14,8%	14,0%	8,5%	6,6%	7,8%	7,1%	9,8%	7,2%	6,5%
19Iguacu Cafe ON	9,4%	16,9%	8,6%	8,0%	6,7%	8,2%	9,6%	7,6%	5,7%
20AES Tiete PN	4,8%	6,0%	15,2%	8,4%	11,1%	10,3%	9,3%	10,0%	9,1%
21Petroq. Uniao ON	14,1%	13,7%	8,8%	5,8%	4,3%	8,4%	9,2%	6,2%	8,0%
22Copesul ON	0,5%	13,7%	7,4%	9,5%	12,0%	11,3%	9,1%	10,9%	11,9%
23Millennium PNA	6,1%	13,0%	5,5%	9,5%	17,6%	2,1%	9,0%	9,7%	1,9%
24Amazonia ON	0,0%	1,8%	16,5%	5,9%	18,5%	10,6%	8,9%	11,7%	9,3%
25Fosfertil PN	9,1%	23,9%	3,6%	8,3%	5,2%	2,3%	8,7%	5,3%	1,6%
26Inds Romi ON	11,5%	10,7%	7,3%	6,2%	5,8%	10,3%	8,6%	7,4%	10,2%
27Gerdau Met PN	11,5%	15,1%	6,2%	7,8%	6,1%	5,1%	8,6%	6,3%	4,3%
28Baumer ON	7,5%	25,8%	5,9%	4,0%	7,1%	0,0%	8,4%	3,7%	4,7%
29Tractebel ON	7,0%	0,0%	12,9%	9,2%	10,4%	7,9%	7,9%	9,2%	7,8%
30Sanepar PN	9,2%	10,1%	11,2%	5,9%	6,5%	4,3%	7,9%	5,5%	4,4%
31Merc. Financeir PN	8,6%	6,7%	9,3%	7,4%	9,0%	5,4%	7,8%	7,3%	5,4%
32Trans. Paulist PN	6,7%	17,8%	7,1%	3,4%	8,5%	2,6%	7,7%	4,8%	2,8%
33Karsten PN	11,1%	15,6%	7,2%	8,4%	3,4%	0,0%	7,6%	3,9%	2,5%
34Grazziotin PN	7,6%	5,8%	4,3%	10,5%	11,8%	4,4%	7,4%	8,9%	2,0%
35Ultrapar PN	23,2%	3,7%	2,8%	4,6%	6,0%	3,6%	7,3%	4,7%	2,5%
36Sabesp ON	13,0%	4,1%	10,8%	3,4%	7,8%	3,2%	7,1%	4,8%	3,4%
37Gera Paranap. PN	5,8%	12,0%	10,1%	3,9%	7,1%	2,6%	6,9%	4,5%	2,9%
38Merc Brasil PN	7,8%	7,5%	5,9%	4,8%	6,6%	8,7%	6,9%	6,7%	5,0%
39Cemig PN	4,1%	5,1%	3,7%	6,6%	13,4%	8,1%	6,9%	9,4%	7,9%
40Magnesita PNA	8,1%	13,5%	5,4%	4,5%	4,1%	5,0%	6,8%	4,5%	4,0%
41Fras-Le PN	9,4%	13,6%	9,4%	2,2%	2,7%	3,3%	6,8%	2,7%	2,6%
42Telemar N. L. PNA	4,9%	7,8%	6,3%	8,3%	7,3%	5,6%	6,7%	7,1%	5,5%
43Cedro PN	9,3%	8,8%	7,4%	6,8%	6,1%	0,7%	6,5%	4,5%	1,1%
44Confab PN	11,3%	8,7%	8,9%	2,1%	6,1%	1,4%	6,4%	3,2%	1,1%
45Alpargatas PN	6,0%	13,4%	7,3%	5,4%	4,1%	2,2%	6,4%	3,9%	2,1%

46	Met Duque PN	10,3%	6,1%	7,9%	5,7%	2,4%	5,2%	6,3%	4,4%	3,0%
47	Brasil Telecom PN	3,3%	5,1%	3,0%	6,0%	11,5%	6,9%	6,0%	8,1%	6,1%
48	Usiminas PNA	6,9%	0,0%	5,5%	9,0%	9,4%	4,9%	5,9%	7,8%	4,0%
49	Marcopolo PN	7,7%	4,5%	7,4%	5,0%	6,5%	3,8%	5,8%	5,1%	3,8%
50	Sadia PN	10,1%	8,3%	5,5%	3,6%	4,6%	2,5%	5,8%	3,6%	2,0%

Fonte: Solidus (2007).

4.2.2 Índice de pagamento de dividendos ou *Payout Ratio*

O índice de pagamento de dividendos ou *payout ratio* é a razão entre os dividendos pagos e o lucro da empresa:

$$\text{Índice de pagamento de dividendos} = (\text{Dividendos} / \text{Lucro Líquido}) \times 100$$

Este índice é utilizado como uma forma de estimar dividendos futuros, além de ajudar a estimar o crescimento futuro dos lucros, pois permite o cálculo do índice de retenção:

$$\text{Índice de Retenção} = 1 - \text{índice de pagamento de dividendos}$$

Índices de retenção mais altos indicam índices de pagamento mais baixos, o que pode sugerir taxas de crescimento de lucros mais altas do que empresas com índices de retenção mais baixos. Apesar de matematicamente correta essa inferência será discutida mais adiante neste trabalho, em momento oportuno, pois dá a entender que altos dividendos não combinam com altos crescimentos e conseqüentes altos retornos via ganhos de capital, e é essa, entre outras, uma das análises que se pretende realizar.

4.2.3 Políticas de dividendos

A política de dividendos de uma empresa é considerada fato extremamente importante, pois é ela, entre outras, que determina os montantes a serem pagos aos investidores e os que serão retidos para reinvestimento. “A política de dividendos também pode transmitir informação ao acionista a respeito do desempenho da empresa” (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002, p. 399). O nível ideal de dividendos pagos é questão que envolve prós e contras, neste sentido Ross, Westerfield e Jaffe (2002) colocam que existem muitos bons motivos para se pagar altos dividendos, mas, por outro lado, outros motivos também existem para que se paguem baixos dividendos.

Uma das correntes que defendem o pagamento de dividendos coloca, por exemplo, que os dividendos podem servir de importante instrumento na redução dos custos de agência⁷ (*agency costs*) visto que pagando-se dividendos iguais ao montante de fluxo de caixa excedente, uma empresa pode diminuir a capacidade da administração de alocar mal os recursos disponíveis.

A seguir são apresentadas algumas teorias sobre políticas de dividendos.

4.2.3.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos

Proposta por Merton Miller e Franco Modigliani (MM), e explicitada por Brigham e Ehrhardt (2006, p. 696) a Teoria da Irrelevância dos Dividendos argumenta:

O valor da empresa é determinado apenas pela sua capacidade de geração de lucros e pelo seu risco do negócio. Em outras palavras, MM alegaram que

⁷ Custos estes que podem surgir a partir de conflitos de interesse entre acionistas e administradores. Acredita-se que os administradores e executivos podem priorizar os seus objetivos às expensas dos acionistas.

o valor da empresa dependia apenas do lucro produzido por seus ativos, e não de como esse lucro é dividido entre dividendos e lucros acumulados.

Neste mesmo sentido Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 405) colocam que:

A política de dividendos não é capaz de elevar o dividendo por ação numa data, mantendo-o constante em todas as demais datas. Na verdade, a política de dividendos simplesmente estabelece a forma pela qual os dividendos de uma data são trocados por dividendos de outras datas.

Ou seja, segundo essa teoria, os dividendos são relevantes; a política de dividendos é irrelevante.

O importante a observar é que essa teoria desconsidera os custos de corretagem e incorrência de impostos, assume que os investidores têm expectativas homogêneas e que a política de investimentos de uma empresa não é alterada por mudanças na política de dividendos.

4.2.3.2 Teoria do “Pássaro na mão”

Essa teoria afirma que “os investidores têm menos certeza de receber os ganhos de capital supostamente resultantes dos lucros acumulados do que de receber os pagamentos dos dividendos” (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006, p. 696). MM refutaram essa teoria (além de chamá-la de falácia do pássaro na mão), afirmando que os investidores são indiferentes entre dividendos e os ganhos de capital, supondo que ao receber um abra-se mão do outro. Nesse sentido, a análise que se propõe a realizar neste trabalho busca evidenciar uma correlação, ainda que fraca, entre pagamento de proventos em dinheiro e ganhos de capital, de modo que, os investidores possam esperar retornos através de proventos em dinheiro e, ao mesmo tempo, ganhos de capital.

4.2.3.3 Teoria da preferência tributária

Essa teoria surgiu da idéia de que, a partir de algumas vantagens fiscais, os investidores podem preferir empresas que reinvestem os seus lucros, financiando crescimento e proporcionando posterior ganho de capital, a empresas que pagam altos dividendos sujeitos a altas tributações. “Essa teoria pressupõe que os investidores estariam propensos a pagar mais por empresas com baixa distribuição de dividendos que por outras similares com alta distribuição” (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006, p. 697).

4.2.3.4 Teoria do efeito de conteúdo informacional

Esta talvez seja a mais importante das teorias apresentadas até então para efeitos deste trabalho, pois ela relaciona diretamente o pagamento de dividendos com a valorização das ações.

Diz-se que as empresas aumentarão seus dividendos quando existir uma forte expectativa de que os lucros e fluxos de caixa futuros sejam altos. “Um aumento do dividendo é o sinal dado pela administração ao mercado de que se espera que a empresa tenha bom desempenho” (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002, p. 415). O efeito de conteúdo informacional, portanto, é o nome dado ao aumento nas cotações das ações como consequência do sinal dado pelos dividendos. Em virtude disso, uma vez iniciados ou aumentados os dividendos seria difícil reduzi-los sem que isso afetasse negativamente o preço das ações.

Outras tantas abordagens para a política de dividendos nos são colocadas pela teoria relevante ao assunto. Buscou-se nessa seção apresentar algumas delas com o intuito de, especialmente, evidenciar que as possibilidades são muitas quando se parte de diferentes premissas e pontos de vista. Muitas dessas teorias

são até hoje questionadas por diversos autores e não se pretende neste trabalho defender nenhuma delas, mas sim ilustrá-las, de modo a seguir adiante em busca dos objetivos deste trabalho em específico.

5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

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

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

5.1 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS

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

- ✓ estar listada na Bovespa em *status* ativo
- ✓ apresentar liquidez em bolsa de no mínimo 0,01, o que equivale à presença de negociação raramente abaixo de 50% e, na maioria das empresas de 100%. Este cálculo é realizado pela Economática Sistemas da seguinte maneira:

$$\text{Liquidez em bolsa} = 100 * p / P * \sqrt{(n / N * v / V)}$$

Onde:

p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido

- P = número total de dias do período escolhido
- n = número de negócios com a ação dentro do período escolhido
- N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido
- v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido
- V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido
- ✓ somente uma classe de ação por empresa. Neste caso, o próprio Económática dá a opção de mostrar apenas uma ação por empresa – a de maior volume.
- Ao final deste filtro restaram para cálculo e análise iniciais 198 empresas.

5.2 INDICADORES DE RENTABILIDADE

Visto que o objetivo deste trabalho é analisar a relação entre pagamento de proventos em dinheiro e ganhos de capital relativos a investimentos em bolsa de valores, foram escolhidos alguns indicadores de rentabilidade bem aceitos pelo mercado para a análise do questionamento:

- ✓ *Dividend Yield*;
- ✓ Ganhos de Capital ou *Capital Gains Yield*;
- ✓ Retorno Total em termos percentuais.

Todos eles foram calculados e analisados levando em conta os dados disponíveis para os anos de 2001, 2002, 2003, 2004, 2005 e 2006, o que representa seis exercícios completos. A seguir são evidenciados os procedimentos utilizados para o cálculo dos mesmos.

5.2.1 *Dividend Yield*

O *dividend yield* poderia ser calculado de diferentes maneiras a partir do tipo de dados disponíveis no banco de dados utilizado. Optou-se por apurar o total de dividendos (os quais incluem os juros sobre capital próprio) pago em cada exercício alvo de estudo e dividi-lo pelo valor de mercado⁸ da empresa no início deste exercício. Por exemplo, para calcular o *dividend yield* de 2001 usa-se o total de dividendos (e/ou juros sobre capital próprio) pagos neste ano (2001) por uma empresa dividindo-o pelo valor de mercado desta mesma empresa no início deste mesmo ano (1/1/2001 ou ainda 31/12/2000). Nota-se que estes dados abrangem o número total de ações, mas seu resultado é uma percentagem, a qual também vale caso calculássemos o *dividend yield* utilizando o dividendo pago por ação dividido pelo preço de uma ação no início do período.

$$\frac{\text{Total de Dividendos}}{\text{Valor de mercado}} = \frac{\text{Dividendos por ação}}{\text{Preço por ação}}$$

Ao final do cálculo do *dividend yield* para as empresas que haviam se enquadrado nos critérios acima mencionados para inclusão na amostra verificou-se que algumas delas não haviam apresentado resultado para este índice por dois motivos distintos: não ter pago dividendos (dividendo no ano = 0) ou ainda não negociar em bolsa nos anos apurados, portanto sem dados de dividendos e/ou valor de mercado. Visto que o período total de análise é de seis anos julgou-se justo e relevante manter na amostra apenas empresas que tivessem apresentado resultado para pelo menos três dos seis anos calculados. Feito isso, a amostra passou de um número inicial de 198 empresas para o resultado final da amostra de 80 empresas. A partir desta amostra final realizou-se o cálculo do ganho de capital seguido dos demais cálculos e análises.

⁸ Valor de mercado = número total de ações X preço da ação

5.2.2 Ganhos de Capital

Para o cálculo do ganho de capital optou-se por utilizar as cotações de fechamento no início e fim dos períodos estudados. Por exemplo, para o cálculo do ganho de capital de uma ação no ano de 2001 subtraiu-se a cotação de fechamento em 31/12/2001 (fim) da cotação de fechamento em 31/12/2000 (início) e então se dividiu pela cotação de fechamento em 31/12/2000 (início).

5.2.3 Retorno Total Percentual

A apuração do retorno total das ações integrantes da amostra se deu através da soma do resultado para o *dividend yield* no período mais o ganho de capital para o mesmo período.

A seguir são apresentados os resultados dos cálculos realizados bem como as análises que podem vir a elucidar soluções, respostas ou ainda novas hipóteses à problemática acerca do pagamento de proventos em dinheiro e dos ganhos de capital.

6 ANÁLISE DE DADOS

A partir do cálculo do *dividend yield* das empresas que compuseram a amostra num primeiro momento (atenderam aos primeiros critérios impostos) verificou-se que somente 80 das 198 apresentaram resultados para pelo menos três dos seis anos estudados. Sendo assim chegou-se à amostra final, distribuída da seguinte maneira entre dezenove setores da economia conforme mostra a Figura 2:

Figura 2 – Setores da economia analisados no estudo



Com base na Figura 2 pode-se inferir que a amostra estudada apresenta grande diversificação, visto que abrange dezenove diferentes setores da economia, sem apresentar maior concentração significativa em nenhum deles. Deste modo, e considerando que este trabalho abrange seis anos em sua análise, pode-se esperar que não haja grandes desvios nos resultados apurados, pois ainda que eventos pontuais afetassem a economia (ou algum setor dela) e/ou o mercado acionário de

alguma maneira em algum desses seis anos, estes eventos encontram-se diluídos nos resultados do restante da diversificada amostra.

Ainda a partir do cálculo do *dividend yield* observou-se que mais de 70% das células que não apresentavam resultado estavam nos anos de 2001, 2002 ou 2003. Isso, aliado ao fato de algumas empresas terem tido *yields* altos nos primeiros anos levou a crer que alguns resultados para as empresas individualmente poderiam ser diferentes caso esses três primeiros anos fossem excluídos (alterando sua classificação), portanto optou-se por realizar as análises para as médias de seis anos, seguida da análise para a média de três anos (2004, 2005 e 2006).

Na próxima seção são apresentados os principais resultados ano a ano e as análises de seis anos. Na seção seguinte, por fim, são apresentadas as análises de três anos.

6.1 RESULTADOS E ANÁLISES PARA AS MÉDIAS DE SEIS ANOS

Esta seção contempla os cálculos e resultados do *dividend yield* e suas respectivas médias anuais e média de seis anos, desvio-padrão e classificação por grupos (os critérios adotados e objetivos desta classificação são expostos mais adiante, no momento de sua aplicação). Em seguida, também aborda os cálculos e resultados dos ganhos de capital, suas médias anuais, média de seis anos, desvio-padrão e, novamente, classificação por grupos. A partir dos grupos fez-se uma análise relacionando as duas variáveis em questão. No mesmo sentido realizou-se o cálculo da correlação entre elas, utilizando-se os dados anuais e as médias de seis anos. Sintetizando os resultados dos *dividend yields* e dos ganhos de capital calculou-se os retornos totais e suas respectivas médias, desvio-padrão e relação com o Ibovespa.

6.1.1 Resultados dos *Dividend Yields*

O resultado do cálculo do *dividend yield*, um dos dois componentes do retorno total juntamente com o ganho de capital, das empresas estudadas, listadas em ordem alfabética, nos seis anos (2001 até 2006) é ilustrada na Tabela 2 a seguir:

Tabela 2 – *Dividend Yield* para os anos 2001 a 2006

Empresa	Classe	Dividend Yield 2001	Dividend Yield 2002	Dividend Yield 2003	Dividend Yield 2004	Dividend Yield 2005	Dividend Yield 2006
Acos Vill	ON	0.00%	0.00%	0.00%	39.02%	14.33%	8.41%
AES Tiete	PN	6.73%	4.34%	17.22%	22.74%	16.44%	12.66%
Alfa Financ	PN	6.90%	6.00%	7.93%	0.00%	5.31%	6.02%
Alfa Invest	PN	6.50%	7.51%	5.95%	3.98%	4.79%	5.58%
Alpargatas	PN	4.95%	13.48%	13.41%	0.00%	8.18%	3.79%
Amazonia	ON	0.00%	0.94%	24.50%	6.63%	13.25%	16.24%
Ambev	PN	1.85%	2.76%	4.83%	4.73%	3.22%	3.18%
Aracruz	PNB	6.14%	6.13%	6.14%	3.74%	4.51%	5.06%
Banestes	ON	0.51%	-	1.20%	2.89%	7.74%	9.69%
Bradesco	PN	4.33%	5.26%	8.96%	5.49%	6.17%	3.26%
Bradespar	PN	0.00%	0.00%	0.00%	4.21%	5.95%	5.07%
Brasil	ON	6.24%	7.69%	10.39%	5.43%	5.77%	7.17%
Brasil T Par	PN	1.93%	3.43%	3.50%	3.74%	12.06%	7.22%
Brasil Telec	PN	2.78%	4.64%	3.92%	5.42%	8.44%	7.55%
Braskem	PNA	6.49%	1.40%	0.00%	4.46%	2.73%	0.56%
Brasmotor	PN	8.90%	5.99%	2.15%	1.09%	2.23%	10.39%
CCR Rodovias	ON	-	-	7.97%	9.21%	3.44%	4.76%
Celesc	PNB	0.00%	0.00%	6.72%	7.64%	5.99%	4.68%
Cemig	PN	4.79%	4.19%	7.48%	8.10%	19.68%	8.97%
Coelce	PNA	-	11.05%	18.60%	5.26%	35.50%	25.63%
Comgas	PNA	1.16%	2.42%	4.00%	7.16%	9.55%	5.87%
Confab	PN	21.08%	17.48%	11.16%	3.70%	6.30%	2.33%
Copel	PNB	3.93%	0.00%	1.56%	2.58%	3.87%	5.71%
Coteminas	PN	4.54%	7.04%	3.38%	4.19%	1.77%	1.16%
Drogasil	ON	-	-	8.18%	7.67%	7.42%	16.65%
Duratex	PN	3.57%	4.41%	4.25%	5.99%	3.17%	4.41%
Eletrobras	PNB	8.09%	2.78%	2.56%	1.49%	2.10%	2.05%
Embraer	ON	6.02%	4.20%	2.14%	4.23%	3.91%	2.52%
Eternit	ON	14.36%	35.60%	13.39%	15.89%	11.31%	18.86%
Ferbasa	PN	14.46%	14.05%	11.59%	7.25%	2.65%	2.82%
Forjas Taurus	PN	23.80%	-	3.81%	5.71%	5.53%	7.05%
Fosfertil	PN	10.74%	38.46%	8.45%	11.85%	4.28%	2.87%
Gerdau	PN	8.46%	11.52%	9.36%	9.67%	5.68%	5.15%
Gerdau Met	PN	11.22%	28.06%	15.22%	16.16%	6.55%	6.96%
Guararapes	ON	3.93%	6.44%	-	4.66%	1.60%	1.14%

Inds Romi	ON	15.59%	15.83%	17.30%	10.23%	7.58%	22.54%
lochp-Maxion	PN	11.05%	0.00%	0.00%	7.30%	3.58%	2.25%
Ipiranga Dis	PN	5.66%	5.70%	13.84%	14.28%	10.75%	10.09%
Ipiranga Pet	PN	2.21%	0.00%	13.05%	14.82%	9.16%	7.81%
Ipiranga Ref	ON	10.41%	0.00%	0.00%	6.41%	3.52%	1.33%
Itaubanco	PN	3.79%	4.21%	5.91%	4.28%	4.10%	3.57%
Itausa	PN	6.88%	6.34%	10.36%	6.37%	6.01%	5.54%
Kepler Weber	ON	-	2.66%	4.11%	2.05%	0.16%	0.00%
Klabin S/A	PN	2.24%	0.00%	28.17%	4.78%	3.47%	6.07%
La Fonte Par	PN	0.00%	5.37%	3.81%	0.00%	0.00%	1.45%
Lix da Cunha	PN	37.34%	26.04%	2.34%	0.00%	0.00%	0.00%
Lojas Americ	PN	5.98%	32.21%	14.57%	4.48%	2.22%	2.30%
Magnesita	PNA	7.59%	20.83%	13.96%	7.07%	4.08%	6.11%
Marcopolo	PN	10.85%	8.03%	8.40%	7.08%	5.52%	7.76%
Metal Leve	PN	13.74%	10.19%	9.38%	18.58%	18.03%	4.61%
Millennium	PNA	7.67%	-	11.90%	16.72%	14.35%	1.72%
P.Acucar-CBD	PN	0.80%	1.06%	0.89%	1.12%	0.80%	0.23%
Perdigao S/A	ON	7.56%	0.84%	5.39%	9.87%	6.02%	1.20%
Petrobras	PN	7.63%	4.97%	11.20%	6.02%	6.59%	4.90%
Randon Part	PN	3.77%	10.71%	10.65%	8.82%	3.35%	3.72%
Rasip Agro	PN	0.00%	1.32%	0.00%	4.41%	0.00%	4.50%
Rossi Resid	ON	0.00%	2.07%	0.00%	4.53%	2.18%	1.01%
Sabesp	ON	9.89%	2.88%	19.24%	3.29%	7.77%	6.06%
Sadia S/A	PN	10.13%	9.68%	17.15%	5.46%	5.05%	2.72%
Sao Carlos	ON	1.58%	5.40%	1.62%	0.00%	0.00%	5.32%
Saraiva Livr	PN	3.05%	3.41%	4.98%	4.10%	4.01%	3.55%
Sid Nacional	ON	22.45%	13.12%	33.35%	20.49%	9.42%	11.04%
Souza Cruz	ON	24.20%	17.70%	14.48%	7.78%	6.36%	9.28%
Suzano Papel	PNA	5.46%	5.43%	12.83%	4.04%	3.55%	3.41%
Suzano Petr	PN	-	-	2.25%	6.14%	0.29%	0.00%
Telemar	PN	1.93%	3.71%	8.21%	6.52%	4.66%	2.08%
Telemar N L	PNA	-	5.86%	8.70%	9.96%	6.80%	4.30%
Telemig Part	ON	0.90%	1.06%	2.97%	1.54%	4.40%	1.07%
Telesp	PN	8.27%	7.06%	22.45%	13.86%	15.06%	13.49%
Tim Part S/A	PN	0.00%	2.40%	4.24%	5.13%	4.71%	8.69%
Tractebel	ON	9.92%	0.00%	29.57%	11.28%	15.96%	9.47%
Tran Paulist	PN	10.20%	15.37%	17.58%	3.63%	15.45%	2.92%
Ultrapar	PN	23.80%	6.56%	4.15%	6.32%	4.43%	5.47%
Unibanco	UnN1	4.70%	4.86%	7.59%	5.37%	5.98%	4.41%
Unipar	PNB	10.60%	9.43%	7.92%	6.99%	2.95%	2.71%
Usiminas	PNA	5.08%	0.00%	28.35%	14.35%	9.42%	7.13%
V C P	PN	4.39%	3.15%	5.21%	4.11%	3.38%	5.79%
Vale R Doce	PNA	10.44%	4.99%	6.02%	5.72%	6.17%	3.34%
Weg	ON	9.61%	7.65%	8.56%	5.68%	3.51%	-
Whirlpool	PN	11.89%	6.73%	1.36%	0.26%	2.00%	11.98%

A partir desses resultados calculou-se, em média, qual o *dividend yield* pago a cada ano para a amostra. Na totalidade dos anos (2001-2006) chegou-se a uma média de pagamentos na ordem de 7,20%, ou seja, o retorno via dividendos (e/ou

juros sobre capital próprio) do investidor sobre o capital investido no período. A Tabela 3, a seguir, ilustra esses resultados:

Tabela 3 – Médias e Desvio-Padrão do *Dividend Yield*

Ano	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Yield médio no ano	7.48%	7.46%	8.91%	7.04%	6.43%	5.88%
Média no período (2001-2006)	7.20%					
Desvio Padrão	1.04%					

O desvio-padrão de 1,04%, ainda que calculado levando em conta somente seis resultados, indica que não há grande dispersão ao redor da média de 7,20%, ou seja, a amostra das 80 empresas ao longo dos seis anos não apresentou diferença significativa nos padrões de pagamento dos proventos em dinheiro, ao contrário, verificou-se constância no pagamento dos mesmos.

Ao analisar as empresas individualmente, calculou-se o *dividend yield* médio para cada uma delas no período de seis anos, classificando-as a partir desse resultado, conforme ilustra a Tabela 4.

Tabela 4 – *Dividend Yield* por empresa: média de 6 anos

	Empresa	Classe	Dividend Yield 2001	Dividend Yield 2002	Dividend Yield 2003	Dividend Yield 2004	Dividend Yield 2005	Dividend Yield 2006	Média 6 anos
1	Coelce	PNA	-	11.05%	18.60%	5.26%	35.50%	25.63%	19.21%
2	Sid Nacional	ON	22.45%	13.12%	33.35%	20.49%	9.42%	11.04%	18.31%
3	Eternit	ON	14.36%	35.60%	13.39%	15.89%	11.31%	18.86%	18.23%
4	Inds Romi	ON	15.59%	15.83%	17.30%	10.23%	7.58%	22.54%	14.85%
5	Gerdau Met	PN	11.22%	28.06%	15.22%	16.16%	6.55%	6.96%	14.03%
6	Telesp	PN	8.27%	7.06%	22.45%	13.86%	15.06%	13.49%	13.36%
7	AES Tiete	PN	6.73%	4.34%	17.22%	22.74%	16.44%	12.66%	13.35%
8	Souza Cruz	ON	24.20%	17.70%	14.48%	7.78%	6.36%	9.28%	13.30%
9	Fosfertil	PN	10.74%	38.46%	8.45%	11.85%	4.28%	2.87%	12.77%
10	Tractebel	ON	9.92%	0.00%	29.57%	11.28%	15.96%	9.47%	12.70%
11	Metal Leve	PN	13.74%	10.19%	9.38%	18.58%	18.03%	4.61%	12.42%
12	Lix da Cunha	PN	37.34%	26.04%	2.34%	0.00%	0.00%	0.00%	10.95%
13	Tran Paulist	PN	10.20%	15.37%	17.58%	3.63%	15.45%	2.92%	10.86%
14	Usiminas	PNA	5.08%	0.00%	28.35%	14.35%	9.42%	7.13%	10.72%
15	Millennium	PNA	7.67%	-	11.90%	16.72%	14.35%	1.72%	10.47%
16	Confab	PN	21.08%	17.48%	11.16%	3.70%	6.30%	2.33%	10.34%
17	Acos Vill	ON	0.00%	0.00%	0.00%	39.02%	14.33%	8.41%	10.29%
18	Lojas Americ	PN	5.98%	32.21%	14.57%	4.48%	2.22%	2.30%	10.29%
19	Amazonia	ON	0.00%	0.94%	24.50%	6.63%	13.25%	16.24%	10.26%
20	Ipiranga Dis	PN	5.66%	5.70%	13.84%	14.28%	10.75%	10.09%	10.05%

21	Drogasil	ON	-	-	8.18%	7.67%	7.42%	16.65%	9.98%
22	Magnesita	PNA	7.59%	20.83%	13.96%	7.07%	4.08%	6.11%	9.94%
23	Forjas Taurus	PN	23.80%	-	3.81%	5.71%	5.53%	7.05%	9.18%
24	Cemig	PN	4.79%	4.19%	7.48%	8.10%	19.68%	8.97%	8.87%
25	Ferbasa	PN	14.46%	14.05%	11.59%	7.25%	2.65%	2.82%	8.80%
26	Ultrapar	PN	23.80%	6.56%	4.15%	6.32%	4.43%	5.47%	8.45%
27	Sadia S/A	PN	10.13%	9.68%	17.15%	5.46%	5.05%	2.72%	8.36%
28	Gerdau	PN	8.46%	11.52%	9.36%	9.67%	5.68%	5.15%	8.31%
29	Sabesp	ON	9.89%	2.88%	19.24%	3.29%	7.77%	6.06%	8.19%
30	Marcopolo	PN	10.85%	8.03%	8.40%	7.08%	5.52%	7.76%	7.94%
31	Ipiranga Pet	PN	2.21%	0.00%	13.05%	14.82%	9.16%	7.81%	7.84%
32	Klabin S/A	PN	2.24%	0.00%	28.17%	4.78%	3.47%	6.07%	7.45%
33	Alpargatas	PN	4.95%	13.48%	13.41%	0.00%	8.18%	3.79%	7.30%
34	Telemar N L	PNA	-	5.86%	8.70%	9.96%	6.80%	4.30%	7.12%
35	Brasil	ON	6.24%	7.69%	10.39%	5.43%	5.77%	7.17%	7.11%
36	Weg	ON	9.61%	7.65%	8.56%	5.68%	3.51%	-	7.00%
37	Itausa	PN	6.88%	6.34%	10.36%	6.37%	6.01%	5.54%	6.92%
38	Petrobras	PN	7.63%	4.97%	11.20%	6.02%	6.59%	4.90%	6.89%
39	Randon Part	PN	3.77%	10.71%	10.65%	8.82%	3.35%	3.72%	6.84%
40	Unipar	PNB	10.60%	9.43%	7.92%	6.99%	2.95%	2.71%	6.77%
41	CCR Rodovias	ON	-	-	7.97%	9.21%	3.44%	4.76%	6.35%
42	Vale R Doce	PNA	10.44%	4.99%	6.02%	5.72%	6.17%	3.34%	6.11%
43	Suzano Papel	PNA	5.46%	5.43%	12.83%	4.04%	3.55%	3.41%	5.79%
44	Alfa Invest	PN	6.50%	7.51%	5.95%	3.98%	4.79%	5.58%	5.72%
45	Whirpool	PN	11.89%	6.73%	1.36%	0.26%	2.00%	11.98%	5.70%
46	Bradesco	PN	4.33%	5.26%	8.96%	5.49%	6.17%	3.26%	5.58%
47	Unibanco	UnN1	4.70%	4.86%	7.59%	5.37%	5.98%	4.41%	5.48%
48	Brasil Telec	PN	2.78%	4.64%	3.92%	5.42%	8.44%	7.55%	5.46%
49	Alfa Financ	PN	6.90%	6.00%	7.93%	0.00%	5.31%	6.02%	5.36%
50	Brasil T Par	PN	1.93%	3.43%	3.50%	3.74%	12.06%	7.22%	5.31%
51	Aracruz	PNB	6.14%	6.13%	6.14%	3.74%	4.51%	5.06%	5.29%
52	Perdigao S/A	ON	7.56%	0.84%	5.39%	9.87%	6.02%	1.20%	5.15%
53	Brasmotor	PN	8.90%	5.99%	2.15%	1.09%	2.23%	10.39%	5.13%
54	Comgas	PNA	1.16%	2.42%	4.00%	7.16%	9.55%	5.87%	5.03%
55	Telemar	PN	1.93%	3.71%	8.21%	6.52%	4.66%	2.08%	4.52%
56	Banestes	ON	0.51%	-	1.20%	2.89%	7.74%	9.69%	4.40%
57	V C P	PN	4.39%	3.15%	5.21%	4.11%	3.38%	5.79%	4.34%
58	Itaubanco	PN	3.79%	4.21%	5.91%	4.28%	4.10%	3.57%	4.31%
59	Duratex	PN	3.57%	4.41%	4.25%	5.99%	3.17%	4.41%	4.30%
60	Tim Part S/A	PN	0.00%	2.40%	4.24%	5.13%	4.71%	8.69%	4.20%
61	Celesc	PNB	0.00%	0.00%	6.72%	7.64%	5.99%	4.68%	4.17%
62	lochp-Maxion	PN	11.05%	0.00%	0.00%	7.30%	3.58%	2.25%	4.03%
63	Saraiva Livr	PN	3.05%	3.41%	4.98%	4.10%	4.01%	3.55%	3.85%
64	Embraer	ON	6.02%	4.20%	2.14%	4.23%	3.91%	2.52%	3.84%
65	Coteminas	PN	4.54%	7.04%	3.38%	4.19%	1.77%	1.16%	3.68%
66	Ipiranga Ref	ON	10.41%	0.00%	0.00%	6.41%	3.52%	1.33%	3.61%
67	Guararapes	ON	3.93%	6.44%	-	4.66%	1.60%	1.14%	3.55%
68	Ambev	PN	1.85%	2.76%	4.83%	4.73%	3.22%	3.18%	3.43%
69	Eletrobras	PNB	8.09%	2.78%	2.56%	1.49%	2.10%	2.05%	3.18%
70	Copel	PNB	3.93%	0.00%	1.56%	2.58%	3.87%	5.71%	2.94%
71	Braskem	PNA	6.49%	1.40%	0.00%	4.46%	2.73%	0.56%	2.61%
72	Bradespar	PN	0.00%	0.00%	0.00%	4.21%	5.95%	5.07%	2.54%
73	Sao Carlos	ON	1.58%	5.40%	1.62%	0.00%	0.00%	5.32%	2.32%
74	Suzano Petr	PN	-	-	2.25%	6.14%	0.29%	0.00%	2.17%

75	Telemig Part	ON	0.90%	1.06%	2.97%	1.54%	4.40%	1.07%	1.99%
76	Kepler Weber	ON	-	2.66%	4.11%	2.05%	0.16%	0.00%	1.80%
77	La Fonte Par	PN	0.00%	5.37%	3.81%	0.00%	0.00%	1.45%	1.77%
78	Rasip Agro	PN	0.00%	1.32%	0.00%	4.41%	0.00%	4.50%	1.71%
79	Rossi Resid	ON	0.00%	2.07%	0.00%	4.53%	2.18%	1.01%	1.63%
80	P.Acucar-CBD	PN	0.80%	1.06%	0.89%	1.12%	0.80%	0.23%	0.82%

Visto que o problema central que se propõe a esclarecer e investigar neste trabalho é se as empresas que pagam proventos em dinheiro também remuneraram seus acionistas através de ganhos de capital, escolheu-se para efeitos didáticos dividir o resultado da Tabela 4 acima e de algumas das próximas a seguir em quatro grupos de 20 empresas, de modo a facilitar a compreensão dos resultados obtidos, bem como balizar a análise e comparação de resultados entre tabelas. É importante ressaltar que a escolha do número de grupos poderia ter sido outra (para mais ou para menos), e, muito provavelmente, o objetivo proposto também seria atingido. Visto que as empresas estão classificadas em ordem decrescente de resultado, cada grupo de 20 empresas ganhou um título, o qual buscou refletir o seu desempenho. Os grupos ficaram assim definidos e valem para as outras tabelas que também exibem classificações:

- ✓ Grupo 1: classificação 1 ao 20 - ALTO
- ✓ Grupo 2: classificação 21 ao 40 – MÉDIO-ALTO
- ✓ Grupo 3: classificação 41 ao 60 – MÉDIO-BAIXO
- ✓ Grupo 4: classificação 60 ao 80 – BAIXO

A partir da Tabela 4 e dos *dividend yields* médios para cada empresa ao longo dos seis anos, também se calculou a média para cada um dos quatro grupos. A Tabela 5, a seguir, ilustra esses resultados, evidenciando o pagamento médio de proventos em dinheiro para os diferentes grupos.

Tabela 5 – Dividend Yield médio dos grupos a partir da média de 6 anos

	Yield Médio
GRUPO 1 – Alto	12.84%
GRUPO 2 - Médio-Alto	7.96%
GRUPO 3 - Médio-Baixo	5.18%
GRUPO 4 – Baixo	2.78%

Ainda em busca de resultados que pudessem colaborar com o trabalho proposto partiu-se para o cálculo dos ganhos de capital da amostra em questão, também no período de seis anos, a fim de poder analisar de que modo pagamento de proventos em dinheiro e ganhos de capital se comportam e relacionam entre si.

6.1.2 Resultados dos Ganhos de Capital

Os resultados desta etapa estão ilustrados na Tabela 6, empresa a empresa, em ordem alfabética.

Tabela 6 – Ganhos de Capital para os anos 2001 a 2006

Empresa	Classe	Ganho de Capital 2001	Ganho de Capital 2002	Ganho de Capital 2003	Ganho de Capital 2004	Ganho de Capital 2005	Ganho de Capital 2006
Acos Vill	ON	-22.14%	-4.00%	379.17%	200.00%	-13.04%	102.67%
AES Tiete	PN	40.47%	-28.13%	13.04%	169.15%	45.77%	22.40%
Alfa Financ	PN	34.74%	-10.16%	65.22%	34.21%	2.35%	19.16%
Alfa Invest	PN	7.55%	26.67%	44.04%	-2.88%	-3.96%	18.56%
Alpargatas	PN	-16.92%	0.94%	83.47%	80.00%	102.19%	77.91%
Amazonia	ON	2.78%	-49.19%	48.40%	12.90%	-28.57%	53.33%
Ambev	PN	1.28%	13.45%	36.85%	0.14%	42.69%	17.38%
Aracruz	PNB	37.68%	72.89%	56.80%	-4.53%	-8.10%	41.18%
Banestes	ON	-	-	62.50%	-30.77%	44.44%	182.66%
Bradesco	PN	-10.71%	-11.60%	39.69%	28.64%	110.81%	28.54%
Bradespar	PN	-33.05%	-26.58%	117.24%	38.89%	35.54%	70.32%
Brasil	ON	77.39%	-7.46%	144.90%	35.61%	29.85%	51.66%
Brasil T Par	PN	-18.71%	-0.05%	18.74%	-6.99%	-14.43%	6.45%
Brasil Telec	PN	-20.43%	-11.06%	29.47%	-9.87%	-26.64%	9.01%
Braskem	PNA	-22.75%	-52.54%	507.73%	100.45%	-43.28%	-21.05%
Brasmotor	PN	24.52%	-17.10%	-3.13%	35.48%	-35.71%	132.59%
CCR Rodovias	ON	-	-	248.65%	125.19%	27.37%	55.95%
Celesc	PNB	-20.69%	17.39%	50.00%	39.51%	29.20%	17.16%
Cemig	PN	17.02%	-18.26%	99.43%	23.03%	46.38%	10.52%
Coelce	PNA	-24.59%	-32.77%	41.33%	-2.83%	72.33%	61.27%
Comgas	PNA	-20.16%	-41.97%	241.01%	47.49%	-4.31%	40.30%
Confab	PN	86.09%	100.93%	25.35%	78.66%	4.05%	61.14%
Copel	PNB	6.33%	-40.48%	36.00%	-14.71%	55.09%	38.97%
Coteminas	PN	15.15%	95.20%	-15.31%	37.30%	-28.67%	16.82%
Drogasil	ON	-	-	24.51%	25.00%	-15.00%	488.24%
Duratex	PN	-13.82%	9.70%	59.63%	49.38%	19.76%	123.57%
Eletrobras	PNB	-13.36%	-24.87%	92.83%	-13.27%	1.02%	20.96%

Embraer	ON	1.30%	16.86%	50.78%	-18.13%	13.92%	22.50%
Eternit	ON	-38.92%	28.88%	0.00%	38.89%	-15.33%	113.07%
Ferbasa	PN	18.35%	121.69%	92.50%	27.95%	-26.75%	-0.42%
Forjas Taurus	PN	97.50%	149.37%	-28.93%	-4.29%	11.19%	173.83%
Fosfertil	PN	18.38%	61.94%	137.11%	42.78%	-17.78%	26.67%
Gerdau	PN	20.09%	61.21%	129.85%	55.74%	24.11%	33.24%
Gerdau Met	PN	0.58%	71.18%	124.58%	102.10%	7.94%	35.93%
Guararapes	ON	-8.91%	47.83%	50.00%	93.14%	244.37%	56.99%
Inds Romi	ON	41.64%	42.00%	135.92%	64.18%	30.91%	119.44%
lochp-Maxion	PN	-12.28%	-16.67%	232.00%	259.02%	27.52%	-4.47%
Ipiranga Dis	PN	-23.08%	-17.39%	28.95%	67.35%	-1.46%	36.14%
Ipiranga Pet	PN	-21.69%	-37.94%	80.31%	93.40%	5.24%	32.40%
Ipiranga Ref	ON	-20.47%	-68.23%	258.33%	120.93%	139.47%	-6.15%
Itaubanco	PN	-4.87%	-2.55%	67.35%	39.02%	41.10%	37.48%
Itausa	PN	12.81%	-12.93%	82.95%	35.25%	61.10%	47.73%
Kepler Weber	ON	-	11.00%	152.25%	278.57%	-10.38%	-31.16%
Klabin S/A	PN	-32.88%	5.10%	265.05%	43.62%	-23.15%	28.92%
La Fonte Par	PN	-5.88%	-16.67%	25.00%	0.00%	100.00%	5.00%
Lix da Cunha	PN	80.00%	100.00%	8.33%	-34.36%	-37.50%	100.00%
Lojas Americ	PN	13.80%	127.72%	231.63%	33.07%	76.08%	67.16%
Magnesita	PNA	-8.11%	42.65%	120.62%	48.13%	-2.27%	24.40%
Marcopolo	PN	40.87%	34.49%	13.21%	42.50%	-14.91%	104.47%
Metal Leve	PN	40.63%	30.00%	72.65%	67.82%	-28.61%	3.17%
Millennium	PNA	-	-	117.50%	75.86%	-18.30%	-16.80%
P.Acucar-CBD	PN	-30.59%	10.12%	29.17%	-2.41%	11.94%	-2.51%
Perdigao S/A	ON	0.00%	0.00%	40.00%	95.38%	63.05%	34.44%
Petrobras	PN	11.73%	-9.29%	64.66%	27.16%	53.21%	33.83%
Randon Part	PN	31.25%	98.41%	130.40%	159.38%	2.41%	25.49%
Rasip Agro	PN	33.33%	100.00%	31.25%	13.11%	-25.00%	44.44%
Rossi Resid	ON	-31.58%	-28.21%	10.56%	29.55%	364.91%	28.77%
Sabesp	ON	-24.14%	-30.30%	77.39%	-3.52%	-0.29%	86.62%
Sadia S/A	PN	7.76%	8.80%	192.65%	50.25%	10.37%	8.48%
Sao Carlos	ON	62.50%	38.46%	11.00%	10.11%	18.27%	199.00%
Saraiva Livr	PN	-1.36%	-16.13%	9.34%	20.60%	43.33%	52.85%
Sid Nacional	ON	-41.22%	40.14%	206.35%	29.65%	-0.96%	28.23%
Souza Cruz	ON	65.12%	25.49%	69.87%	17.67%	-18.59%	31.21%
Suzano Papel	PNA	-8.20%	20.27%	144.04%	8.20%	-14.28%	80.12%
Suzano Petr	PN	-	-	113.79%	114.19%	-28.01%	-17.99%
Telemar	PN	-13.10%	-25.21%	66.37%	-2.25%	-3.60%	-22.89%
Telemar N L	PNA	-	-24.99%	28.00%	17.27%	-6.00%	-23.46%
Telemig Part	ON	-19.50%	-42.23%	102.36%	9.34%	7.95%	-21.04%
Telesp	PN	14.31%	8.72%	32.07%	11.92%	-5.42%	14.70%
Tim Part S/A	PN	-29.82%	-24.10%	50.73%	-1.94%	46.26%	26.09%
Tractebel	ON	37.17%	-12.28%	128.86%	22.35%	53.57%	19.60%
Tran Paulist	PN	-4.27%	-13.69%	146.88%	5.42%	80.82%	14.02%
Ultrapar	PN	1.08%	33.16%	49.76%	36.77%	-26.72%	50.74%
Unibanco	UnN1	-9.81%	-19.80%	75.93%	22.11%	68.68%	37.65%
Unipar	PNB	3.73%	11.76%	126.75%	114.47%	-38.86%	-11.59%
Usiminas	PNA	-25.85%	0.77%	417.53%	58.91%	3.06%	44.78%
V C P	PN	46.89%	48.53%	52.25%	18.50%	-33.03%	43.34%
Vale R Doce	PNA	13.10%	81.77%	50.80%	30.74%	30.55%	29.19%
Weg	ON	65.25%	21.03%	111.86%	53.00%	-	-
Whirlpool	PN	42.86%	34.29%	-1.06%	-8.60%	-23.53%	204.62%

Novamente, a partir desses resultados calculou-se, em média, qual o ganho de capital a cada ano para a amostra. Na totalidade dos anos (2001-2006) chegou-se a uma média de ganhos de capital, ou seja, da variação no preço da ação como percentagem do preço da ação no início do ano, na ordem de 38,37%. A tabela 7, a seguir, ilustra esses resultados:

Tabela 7 – Médias e Desvio-Padrão dos Ganhos de Capital

Ano	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ganho de K médio no ano	7.11%	14.35%	94.56%	45.06%	21.11%	48.05%
Média no período (2001-2006)	38.37%					
Desvio Padrão	32.09%					

Ao contrário do comportamento observado com o *dividend yield*, os ganhos de capital e as médias anuais da amostra se mostraram bastante voláteis ao longo dos anos. Tanto é que o desvio-padrão desse pequeno grupo de médias é igual a 32,09%, maior que o desvio calculado para as médias do *dividend yield*.

Ao analisar as empresas individualmente, calculou-se o ganho de capital médio para cada uma delas no período de seis anos, classificando-as a partir desse resultado, conforme ilustra a Tabela 8.

Tabela 8 – Ganhos de Capital por empresa: média de 6 anos

	Empresa	Classe	Ganho de Capital 2001	Ganho de Capital 2002	Ganho de Capital 2003	Ganho de Capital 2004	Ganho de Capital 2005	Ganho de Capital 2006	Média 6 anos
1	Drogasil	ON	-	-	24.51%	25.00%	-15.00%	488.24%	130.69%
2	CCR Rodovias	ON	-	-	248.65%	125.19%	27.37%	55.95%	114.29%
3	Acos Vill	ON	-22.14%	-4.00%	379.17%	200.00%	-13.04%	102.67%	107.11%
4	Lojas Americ	PN	13.80%	127.72%	231.63%	33.07%	76.08%	67.16%	91.58%
5	Usiminas	PNA	-25.85%	0.77%	417.53%	58.91%	3.06%	44.78%	83.20%
6	lochp-Maxion	PN	-12.28%	-16.67%	232.00%	259.02%	27.52%	-4.47%	80.85%
7	Guararapes	ON	-8.91%	47.83%	50.00%	93.14%	244.37%	56.99%	80.57%
8	Kepler Weber	ON	-	11.00%	152.25%	278.57%	-10.38%	-31.16%	80.06%
9	Braskem	PNA	-22.75%	-52.54%	507.73%	100.45%	-43.28%	-21.05%	78.09%
10	Randon Part	PN	31.25%	98.41%	130.40%	159.38%	2.41%	25.49%	74.56%
11	Inds Romi	ON	41.64%	42.00%	135.92%	64.18%	30.91%	119.44%	72.35%
12	Ipiranga Ref	ON	-20.47%	-68.23%	258.33%	120.93%	139.47%	-6.15%	70.65%
13	Forjas Taurus	PN	97.50%	149.37%	-28.93%	-4.29%	11.19%	173.83%	66.44%
14	Banestes	ON	-	-	62.50%	-30.77%	44.44%	182.66%	64.71%
15	Weg	ON	65.25%	21.03%	111.86%	53.00%	-	-	62.79%

16	Rossi Resid	ON	-31.58%	-28.21%	10.56%	29.55%	364.91%	28.77%	62.33%
17	Confab	PN	86.09%	100.93%	25.35%	78.66%	4.05%	61.14%	59.37%
18	Gerdau Met	PN	0.58%	71.18%	124.58%	102.10%	7.94%	35.93%	57.05%
19	Sao Carlos	ON	62.50%	38.46%	11.00%	10.11%	18.27%	199.00%	56.56%
20	Brasil	ON	77.39%	-7.46%	144.90%	35.61%	29.85%	51.66%	55.32%
21	Alpargatas	PN	-16.92%	0.94%	83.47%	80.00%	102.19%	77.91%	54.60%
22	Gerdau	PN	20.09%	61.21%	129.85%	55.74%	24.11%	33.24%	54.04%
23	Klabin S/A	PN	-32.88%	5.10%	265.05%	43.62%	-23.15%	28.92%	47.78%
24	Sadia S/A	PN	7.76%	8.80%	192.65%	50.25%	10.37%	8.48%	46.38%
25	Suzano Petr	PN	-	-	113.79%	114.19%	-28.01%	-17.99%	45.50%
26	Fosfertil	PN	18.38%	61.94%	137.11%	42.78%	-17.78%	26.67%	44.85%
27	AES Tiete	PN	40.47%	-28.13%	13.04%	169.15%	45.77%	22.40%	43.79%
28	Comgas	PNA	-20.16%	-41.97%	241.01%	47.49%	-4.31%	40.30%	43.73%
29	Sid Nacional	ON	-41.22%	40.14%	206.35%	29.65%	-0.96%	28.23%	43.70%
30	Tractebel	ON	37.17%	-12.28%	128.86%	22.35%	53.57%	19.60%	41.54%
31	Whirpool	PN	42.86%	34.29%	-1.06%	-8.60%	-23.53%	204.62%	41.43%
32	Duratex	PN	-13.82%	9.70%	59.63%	49.38%	19.76%	123.57%	41.37%
33	Millennium	PNA	-	-	117.50%	75.86%	-18.30%	-16.80%	39.57%
34	Vale R Doce	PNA	13.10%	81.77%	50.80%	30.74%	30.55%	29.19%	39.36%
35	Ferbasa	PN	18.35%	121.69%	92.50%	27.95%	-26.75%	-0.42%	38.89%
36	Perdigao S/A	ON	0.00%	0.00%	40.00%	95.38%	63.05%	34.44%	38.81%
37	Suzano Papel	PNA	-8.20%	20.27%	144.04%	8.20%	-14.28%	80.12%	38.36%
38	Tran Paulist	PN	-4.27%	-13.69%	146.88%	5.42%	80.82%	14.02%	38.19%
39	Itausa	PN	12.81%	-12.93%	82.95%	35.25%	61.10%	47.73%	37.82%
40	Magnesita	PNA	-8.11%	42.65%	120.62%	48.13%	-2.27%	24.40%	37.57%
41	Marcopolo	PN	40.87%	34.49%	13.21%	42.50%	-14.91%	104.47%	36.77%
42	Lix da Cunha	PN	80.00%	100.00%	8.33%	-34.36%	-37.50%	100.00%	36.08%
43	Unipar	PNB	3.73%	11.76%	126.75%	114.47%	-38.86%	-11.59%	34.38%
44	Bradespar	PN	-33.05%	-26.58%	117.24%	38.89%	35.54%	70.32%	33.73%
45	Rasip Agro	PN	33.33%	100.00%	31.25%	13.11%	-25.00%	44.44%	32.86%
46	Aracruz	PNB	37.68%	72.89%	56.80%	-4.53%	-8.10%	41.18%	32.65%
47	Souza Cruz	ON	65.12%	25.49%	69.87%	17.67%	-18.59%	31.21%	31.80%
48	Metal Leve	PN	40.63%	30.00%	72.65%	67.82%	-28.61%	3.17%	30.94%
49	Bradesco	PN	-10.71%	-11.60%	39.69%	28.64%	110.81%	28.54%	30.89%
50	Petrobras	PN	11.73%	-9.29%	64.66%	27.16%	53.21%	33.83%	30.22%
51	Cemig	PN	17.02%	-18.26%	99.43%	23.03%	46.38%	10.52%	29.69%
52	Itaubanco	PN	-4.87%	-2.55%	67.35%	39.02%	41.10%	37.48%	29.59%
53	V C P	PN	46.89%	48.53%	52.25%	18.50%	-33.03%	43.34%	29.42%
54	Unibanco	UnN1	-9.81%	-19.80%	75.93%	22.11%	68.68%	37.65%	29.13%
55	Ipiranga Pet	PN	-21.69%	-37.94%	80.31%	93.40%	5.24%	32.40%	25.29%
56	Alfa Financ	PN	34.74%	-10.16%	65.22%	34.21%	2.35%	19.16%	24.25%
57	Ultrapar	PN	1.08%	33.16%	49.76%	36.77%	-26.72%	50.74%	24.13%
58	Brasmotor	PN	24.52%	-17.10%	-3.13%	35.48%	-35.71%	132.59%	22.78%
59	Celesc	PNB	-20.69%	17.39%	50.00%	39.51%	29.20%	17.16%	22.09%
60	Eternit	ON	-38.92%	28.88%	0.00%	38.89%	-15.33%	113.07%	21.10%
61	Coteminas	PN	15.15%	95.20%	-15.31%	37.30%	-28.67%	16.82%	20.08%
62	Coelce	PNA	-24.59%	-32.77%	41.33%	-2.83%	72.33%	61.27%	19.12%
63	Ambev	PN	1.28%	13.45%	36.85%	0.14%	42.69%	17.38%	18.63%
64	Saraiva Livr	PN	-1.36%	-16.13%	9.34%	20.60%	43.33%	52.85%	18.11%
65	La Fonte Par	PN	-5.88%	-16.67%	25.00%	0.00%	100.00%	5.00%	17.91%
66	Sabesp	ON	-24.14%	-30.30%	77.39%	-3.52%	-0.29%	86.62%	17.63%
67	Ipiranga Dis	PN	-23.08%	-17.39%	28.95%	67.35%	-1.46%	36.14%	15.08%
68	Alfa Invest	PN	7.55%	26.67%	44.04%	-2.88%	-3.96%	18.56%	14.99%
69	Embraer	ON	1.30%	16.86%	50.78%	-18.13%	13.92%	22.50%	14.54%

70	Copel	PNB	6.33%	-40.48%	36.00%	-14.71%	55.09%	38.97%	13.53%
71	Telesp	PN	14.31%	8.72%	32.07%	11.92%	-5.42%	14.70%	12.72%
72	Tim Part S/A	PN	-29.82%	-24.10%	50.73%	-1.94%	46.26%	26.09%	11.20%
73	Eletrobras	PNB	-13.36%	-24.87%	92.83%	-13.27%	1.02%	20.96%	10.55%
74	Amazonia	ON	2.78%	-49.19%	48.40%	12.90%	-28.57%	53.33%	6.61%
75	Telemig Part	ON	-19.50%	-42.23%	102.36%	9.34%	7.95%	-21.04%	6.15%
76	P.Acucar-CBD	PN	-30.59%	10.12%	29.17%	-2.41%	11.94%	-2.51%	2.62%
77	Telemar	PN	-13.10%	-25.21%	66.37%	-2.25%	-3.60%	-22.89%	-0.11%
78	Telemar N L	PNA	-	-24.99%	28.00%	17.27%	-6.00%	-23.46%	-1.83%
79	Brasil T Par	PN	-18.71%	-0.05%	18.74%	-6.99%	-14.43%	6.45%	-2.50%
80	Brasil Telec	PN	-20.43%	-11.06%	29.47%	-9.87%	-26.64%	9.01%	-4.92%

Novamente os resultados da Tabela 8 foram agrupados em grupos de 20 empresas, pois essa divisão será usada como ferramenta de comparação e análise dos resultados. A partir dela e dos ganhos de capital médios para cada empresa ao longo dos seis anos, também se calculou a média para cada um dos quatro grupos. A Tabela 9, a seguir, ilustra esses resultados, evidenciando o pagamento médio através de ganhos de capital para os diferentes grupos.

Tabela 9 – Ganhos de Capital médio dos grupos a partir da média de 6 anos

	Ganho de Capital Médio
GRUPO 1 - Alto	77.43%
GRUPO 2 - Médio-Alto	42.86%
GRUPO 3 - Médio-Baixo	29.39%
GRUPO 4 - Baixo	10.51%

6.1.3 *Dividend Yields*, Ganhos de Capital e Retornos Totais

Tem-se, portanto, a partir das médias de seis anos, os grupos 1, 2, 3 e 4 para os *dividend yields* e ganhos de capital. Os grupos foram analisados um a um, iniciando pelo grupo 1, dos que pagam altos *dividend yields* e altos ganhos de capital, levando em consideração a média de seis anos:

Tabela 10 - Grupo 1: altos *dividend yields* e altos ganhos de capital, média de 6 anos

Dividend Yield			Ganho de Capital		
GRUPO 1			GRUPO 1		
	Empresa	Classe		Empresa	Classe
1	Coelce	PNA	1	Drogasil	ON
2	Sid Nacional	ON	2	CCR Rodovias	ON
3	Eternit	ON	3	Acos Vill	ON
4	Inds Romi	ON	4	Lojas Americ	PN
5	Gerdau Met	PN	5	Usiminas	PNA
6	Telesp	PN	6	lochp-Maxion	PN
7	AES Tiete	PN	7	Guararapes	ON
8	Souza Cruz	ON	8	Kepler Weber	ON
9	Fosfertil	PN	9	Braskem	PNA
10	Tractebel	ON	10	Randon Part	PN
11	Metal Leve	PN	11	Inds Romi	ON
12	Lix da Cunha	PN	12	Ipiranga Ref	ON
13	Tran Paulist	PN	13	Forjas Taurus	PN
14	Usiminas	PNA	14	Banestes	ON
15	Millennium	PNA	15	Weg	ON
16	Confab	PN	16	Rossi Resid	ON
17	Acos Vill	ON	17	Confab	PN
18	Lojas Americ	PN	18	Gerdau Met	PN
19	Amazonia	ON	19	Sao Carlos	ON
20	Ipiranga Dis	PN	20	Brasil	ON

Nesta tabela listou-se as maiores pagadoras de proventos em dinheiro bem como as maiores pagadoras via ganhos de capital com o intuito de observar e analisar se as empresas componentes deste Grupo 1 seriam as mesmas nos dois casos. O resultado dessa análise mostra que 30% das empresas que têm altos *dividend yields* também têm altos ganhos de capital (destacadas em negrito). Das demais altas pagadoras de proventos em dinheiro pôde-se observar o seguinte quanto aos ganhos de capital:

Tabela 11 - Alto *Dividend Yield* X Ganhos de Capital

Alto <i>Dividend Yield</i> (G1)	Ganhos de K
30.00%	G1 – Alto
30.00%	G2 – Médio-Alto
20.00%	G3 – Médio-Baixo
20.00%	G4 – Baixo
100.00%	

Ou seja, a maioria (60%) das altas pagadoras de proventos em dinheiro, levando em conta a média de seis anos, remunera seus acionistas através de altos ou médio-altos ganhos de capital, ao contrário do que parte da teoria supõe ao afirmar que quanto maior a distribuição que a empresa faz, menos ela estaria reinvestindo em suas operações ocasionando em baixos ganhos de capital, e vice-versa. Vale ressaltar que essa é a primeira análise de caráter mais decisivo que este trabalho está apresentando, certamente faz-se necessária uma série de outras análises que possam responder aos questionamentos aqui propostos.

Analisando o outro extremo, das empresas que têm baixo *dividend yield* e, ao mesmo tempo, baixos ganhos de capital, levando em consideração a média de seis anos, ficam os grupos assim definidos:

Tabela 12 - Grupo 4: baixos *dividend yields* e baixos ganhos de capital, média de 6 anos

<i>Dividend Yield</i>			<i>Ganho de Capital</i>		
GRUPO 4			GRUPO 4		
	Empresa	Classe		Empresa	Classe
61	Celesc	PNB	61	Coteminas	PN
62	Iochp-Maxion	PN	62	Coelce	PNA
63	Saraiva Livr	PN	63	Ambev	PN
64	Embraer	ON	64	Saraiva Livr	PN
65	Coteminas	PN	65	La Fonte Par	PN
66	Ipiranga Ref	ON	66	Sabesp	ON
67	Guararapes	ON	67	Ipiranga Dis	PN
68	Ambev	PN	68	Alfa Invest	PN
69	Eletronbras	PNB	69	Embraer	ON
70	Copel	PNB	70	Copel	PNB
71	Braskem	PNA	71	Telesp	PN
72	Bradespar	PN	72	Tim Part S/A	PN
73	Sao Carlos	ON	73	Eletronbras	PNB
74	Suzano Petr	PN	74	Amazonia	ON
75	Telemig Part	ON	75	Telemig Part	ON
76	Kepler Weber	ON	76	P.Acucar-CBD	PN
77	La Fonte Par	PN	77	Telemar	PN
78	Rasip Agro	PN	78	Telemar N L	PNA
79	Rossi Resid	ON	79	Brasil T Par	PN
80	P.Acucar-CBD	PN	80	Brasil Telec	PN

Ao analisar este grupo poderia se esperar que poucos tivessem baixo *dividend yield* e, ao mesmo tempo, baixo ganho de capital, pois, novamente, a teoria muitas vezes acredita que empresas que não estão distribuindo seus lucros (quando os têm)

estão reinvestindo-os na própria empresa, financiando o seu crescimento e conseqüente bom desempenho de suas ações em bolsa. Ao contrário disso, as médias de seis anos das empresas em seus *dividend yields* e ganhos de capital mostra que a maioria delas (60%) classificadas no Grupo 4, o de baixo *dividend yield*, remunera seus acionistas através de baixos ou médio-baixos ganhos de capital. Seguem os dados completos:

Tabela 13 - Baixo *Dividend Yield* X Ganhos de Capital

Baixo <i>Dividend Yield</i> (G4)	Ganhos de K
35.00%	G1 - Alto
5.00%	G2 – Médio-Alto
15.00%	G3 – Médio-Baixo
45.00%	G4 - Baixo
100.00%	

Portanto 45% das empresas estão simultaneamente no Grupo 4 levando em conta as duas variáveis estudadas e a média de seis anos.

O mesmo tipo de análise foi realizado para os grupos 2 (Médio-Alto) e 3 (Médio-Baixo), considerando as médias de seis anos das empresas em seus *dividend yields* e ganhos de capital. As tabelas completas e detalhadas encontram-se no Anexo A e B, respectivamente. Os resultados mostraram que o Grupo 2 possui 35% das empresas com ganhos de capital médio-altos, e a maioria (60%) com ganhos alto ou médio-altos. Da mesma maneira, o Grupo 3 apresentou 35% das empresas com ganhos de capital médio-baixos, e a maioria (60%) com ganhos baixo ou médio-baixos.

Ainda a partir das médias de seis anos dos *dividend yields* e dos ganhos de capital, e em busca de resultados que pudessem corroborar os de até então, realizou-se um teste estatístico de correlação. Tal teste permite avaliar a relação entre duas variáveis, neste caso *dividend yields* e ganhos de capital, e analisar se as mesmas estão associadas, ou seja, se um aumento de uma delas corresponde a um aumento ou diminuição na outra. Os dados utilizados para o cálculo e respectivos resultados estão dispostos na Tabela 14 a seguir:

Tabela 14 - *Dividend Yields, Ganhos de Capital e Correlação*

Empresa	Classe	Div. Yield medio	Ganho de capital medio
Acos Vill	ON	10,29%	107,11%
AES Tiete	PN	13,35%	43,79%
Alfa Financ	PN	5,36%	24,25%
Alfa Invest	PN	5,72%	14,99%
Alpargatas	PN	7,30%	54,60%
Amazonia	ON	10,26%	6,61%
Ambev	PN	3,43%	18,63%
Aracruz	PNB	5,29%	32,65%
Banestes	ON	4,40%	64,71%
Bradesco	PN	5,58%	30,89%
Bradespar	PN	2,54%	33,73%
Brasil	ON	7,11%	55,32%
Brasil T Par	PN	5,31%	-2,50%
Brasil Telec	PN	5,46%	-4,92%
Braskem	PNA	2,61%	78,09%
Brasmotor	PN	5,13%	22,78%
CCR Rodovias	ON	6,35%	114,29%
Celesc	PNB	4,17%	22,09%
Cemig	PN	8,87%	29,69%
Coelce	PNA	19,21%	19,12%
Comgas	PNA	5,03%	43,73%
Confab	PN	10,34%	59,37%
Copel	PNB	2,94%	13,53%
Coteminas	PN	3,68%	20,08%
Drogasil	ON	9,98%	130,69%
Duratex	PN	4,30%	41,37%
Eletrobras	PNB	3,18%	10,55%
Embraer	ON	3,84%	14,54%
Eternit	ON	18,23%	21,10%
Ferbasa	PN	8,80%	38,89%
Forjas Taurus	PN	9,18%	66,44%
Fosfertil	PN	12,77%	44,85%
Gerdau	PN	8,31%	54,04%
Gerdau Met	PN	14,03%	57,05%
Guararapes	ON	3,55%	80,57%
Inds Romi	ON	14,85%	72,35%
lochp-Maxion	PN	4,03%	80,85%
Ipiranga Dis	PN	10,05%	15,08%
Ipiranga Pet	PN	7,84%	25,29%
Ipiranga Ref	ON	3,61%	70,65%
Itaubanco	PN	4,31%	29,59%
Itausa	PN	6,92%	37,82%
Kepler Weber	ON	1,80%	80,06%
Klabin S/A	PN	7,45%	47,78%
La Fonte Par	PN	1,77%	17,91%
Lix da Cunha	PN	10,95%	36,08%
Lojas Americ	PN	10,29%	91,58%
Magnesita	PNA	9,94%	37,57%
Marcopolo	PN	7,94%	36,77%
Metal Leve	PN	12,42%	30,94%

Tabela 15 - Correlação ano a ano

Ano	Correlação
2001	0,49656
2002	0,56621
2003	0,20222
2004	0,42878
2005	0,00069
2006	0,44925

Com exceção de 2005, os resultados anuais apresentaram a existência de correlação positiva mais forte do que a correlação para a média de seis anos, a maioria delas próxima a 0,5. Mais uma vez esses resultados indicam a associação entre *dividend yields* e os ganhos de capital, ou seja, alterações sofridas por um são acompanhadas por modificações no outro.

Após analisar os *dividend yields* e os ganhos de capital individualmente e, após, interagindo entre si, realizou-se o cálculo dos retornos totais, os quais reúnem os ganhos através de proventos em dinheiro, bem como através da valorização no preço das ações. Os retornos totais ano a ano, dispostos em ordem alfabética de empresa são ilustrados na Tabela 16, a seguir:

Tabela 16 - Retorno Totais para os anos 2001 a 2006

Empresa	Classe	Retorno	Retorno	Retorno	Retorno	Retorno	Retorno
		Total (%)					
		2001	2002	2003	2004	2005	2006
Acos Vill	ON	-22,14%	-4,00%	379,17%	239,02%	1,29%	111,08%
AES Tiete	PN	47,21%	-23,79%	30,27%	191,89%	62,21%	35,06%
Alfa Financ	PN	41,64%	-4,16%	73,15%	34,21%	7,67%	25,18%
Alfa Invest	PN	14,05%	34,17%	49,99%	1,09%	0,83%	24,13%
Alpargatas	PN	-11,97%	14,42%	96,88%	80,00%	110,37%	81,70%
Amazonia	ON	2,78%	-48,25%	72,91%	19,53%	-15,32%	69,58%
Ambev	PN	3,13%	16,21%	41,69%	4,87%	45,90%	20,55%
Aracruz	PNB	43,82%	79,02%	62,94%	-0,79%	-3,59%	46,24%
Banestes	ON	0,51%	0,00%	63,70%	-27,88%	52,18%	192,35%
Bradesco	PN	-6,39%	-6,34%	48,66%	34,14%	116,97%	31,80%
Bradespar	PN	-33,05%	-26,58%	117,24%	43,10%	41,49%	75,39%
Brasil	ON	83,63%	0,23%	155,29%	41,04%	35,61%	58,83%
Brasil T Par	PN	-16,77%	3,38%	22,24%	-3,25%	-2,37%	13,67%
Brasil Telec	PN	-17,66%	-6,42%	33,39%	-4,45%	-18,20%	16,56%
Braskem	PNA	-16,26%	-51,14%	507,73%	104,91%	-40,55%	-20,49%
Brasmotor	PN	33,42%	-11,11%	-0,98%	36,58%	-33,48%	142,98%
CCR Rodovias	ON	0,00%	0,00%	256,62%	134,41%	30,81%	60,70%
Celesc	PNB	-20,69%	17,39%	56,72%	47,14%	35,20%	21,84%

Cemig	PN	21,81%	-14,06%	106,91%	31,13%	66,06%	19,49%
Coelce	PNA	-24,59%	-21,71%	59,93%	2,43%	107,83%	86,90%
Comgas	PNA	-19,00%	-39,55%	245,02%	54,64%	5,24%	46,16%
Confab	PN	107,17%	118,41%	36,50%	82,36%	10,35%	63,47%
Copel	PNB	10,26%	-40,48%	37,56%	-12,12%	58,96%	44,67%
Coteminas	PN	19,69%	102,24%	-11,93%	41,49%	-26,90%	17,98%
Drogasil	ON	0,00%	0,00%	32,69%	32,67%	-7,58%	504,88%
Duratex	PN	-10,25%	14,11%	63,88%	55,37%	22,93%	127,98%
Eletrobras	PNB	-5,27%	-22,10%	95,40%	-11,79%	3,12%	23,01%
Embraer	ON	7,31%	21,06%	52,92%	-13,90%	17,83%	25,02%
Eternit	ON	-24,57%	64,48%	13,39%	54,78%	-4,02%	131,93%
Ferbasa	PN	32,82%	135,74%	104,09%	35,21%	-24,10%	2,40%
Forjas Taurus	PN	121,30%	149,37%	-25,12%	1,43%	16,72%	180,87%
Fosfertil	PN	29,12%	100,39%	145,56%	54,63%	-13,51%	29,53%
Gerdau	PN	28,55%	72,73%	139,22%	65,41%	29,79%	38,40%
Gerdau Met	PN	11,80%	99,24%	139,79%	118,26%	14,49%	42,89%
Guararapes	ON	-4,98%	54,27%	50,00%	97,79%	245,96%	58,12%
Inds Romi	ON	57,23%	57,83%	153,21%	74,41%	38,49%	141,98%
lochp-Maxion	PN	-1,23%	-16,67%	232,00%	266,32%	31,11%	-2,22%
Ipiranga Dis	PN	-17,42%	-11,69%	42,79%	81,63%	9,29%	46,23%
Ipiranga Pet	PN	-19,48%	-37,94%	93,36%	108,22%	14,41%	40,21%
Ipiranga Ref	ON	-10,07%	-68,23%	258,33%	127,34%	142,99%	-4,83%
Itaubanco	PN	-1,08%	1,66%	73,26%	43,31%	45,21%	41,04%
Itausa	PN	19,69%	-6,59%	93,31%	41,62%	67,11%	53,26%
Kepler Weber	ON	0,00%	13,66%	156,37%	280,63%	-10,22%	-31,16%
Klabin S/A	PN	-30,64%	5,10%	293,22%	48,40%	-19,68%	34,98%
La Fonte Par	PN	-5,88%	-11,29%	28,81%	0,00%	100,00%	6,45%
Lix da Cunha	PN	117,34%	126,04%	10,67%	-34,36%	-37,50%	100,00%
Lojas Americ	PN	19,78%	159,93%	246,20%	37,55%	78,31%	69,46%
Magnesita	PNA	-0,52%	63,47%	134,58%	55,20%	1,81%	30,51%
Marcopolo	PN	51,72%	42,52%	21,60%	49,58%	-9,40%	112,23%
Metal Leve	PN	54,36%	40,19%	82,03%	86,40%	-10,59%	7,78%
Millennium	PNA	7,67%	0,00%	129,40%	92,59%	-3,95%	-15,08%
P.Acucar-CBD	PN	-29,79%	11,19%	30,06%	-1,30%	12,73%	-2,28%
Perdigao S/A	ON	7,56%	0,84%	45,39%	105,25%	69,07%	35,64%
Petrobras	PN	19,36%	-4,32%	75,86%	33,18%	59,79%	38,74%
Randon Part	PN	35,02%	109,12%	141,05%	168,20%	5,76%	29,21%
Rasip Agro	PN	33,33%	101,32%	31,25%	17,52%	-25,00%	48,94%
Rossi Resid	ON	-31,58%	-26,13%	10,56%	34,08%	367,09%	29,79%
Sabesp	ON	-14,25%	-27,42%	96,63%	-0,23%	7,48%	92,68%
Sadia S/A	PN	17,89%	18,48%	209,79%	55,71%	15,41%	11,20%
Sao Carlos	ON	64,08%	43,86%	12,62%	10,11%	18,27%	204,32%
Saraiva Livr	PN	1,68%	-12,72%	14,32%	24,70%	47,35%	56,39%
Sid Nacional	ON	-18,77%	53,26%	239,70%	50,14%	8,45%	39,27%
Souza Cruz	ON	89,31%	43,19%	84,34%	25,45%	-12,23%	40,49%
Suzano Papel	PNA	-2,73%	25,70%	156,87%	12,23%	-10,73%	83,53%
Suzano Petr	PN	0,00%	0,00%	116,04%	120,34%	-27,72%	-17,99%
Telemar	PN	-11,16%	-21,50%	74,59%	4,27%	1,05%	-20,81%
Telemar N L	PNA	0,00%	-19,12%	36,70%	27,24%	0,80%	-19,17%
Telemig Part	ON	-18,60%	-41,17%	105,33%	10,88%	12,35%	-19,96%
Telesp	PN	22,58%	15,78%	54,52%	25,78%	9,64%	28,19%
Tim Part S/A	PN	-29,82%	-21,70%	54,97%	3,19%	50,97%	34,78%
Tractebel	ON	47,09%	-12,28%	158,43%	33,63%	69,53%	29,07%
Tran Paulist	PN	5,93%	1,68%	164,46%	9,04%	96,27%	16,93%

Ultrapar	PN	24,88%	39,71%	53,91%	43,08%	-22,28%	56,21%
Unibanco	UnN1	-5,11%	-14,94%	83,51%	27,48%	74,66%	42,06%
Unipar	PNB	14,32%	21,20%	134,68%	121,45%	-35,90%	-8,88%
Usiminas	PNA	-20,77%	0,77%	445,88%	73,26%	12,48%	51,91%
V C P	PN	51,28%	51,69%	57,46%	22,62%	-29,65%	49,14%
Vale R Doce	PNA	23,54%	86,76%	56,82%	36,46%	36,73%	32,53%
Weg	ON	74,86%	28,67%	120,43%	58,68%	3,51%	0,00%
Whirpool	PN	54,75%	41,02%	0,30%	-8,34%	-21,53%	216,59%

O retorno total a cada ano, em média, para a amostra foi calculado e é apresentado a seguir. Na totalidade dos anos (2001-2006) chegou-se a uma média dos retornos de 44,96% e desvio padrão 33,00%, destacando-se o resultado no ano de 2003.

Tabela 17 - Médias e Desvio-Padrão dos Retornos Totais

Ano	2001	2002	2003	2004	2005	2006
RT médio no ano	13.41%	20.35%	103.36%	52.10%	27.27%	53.25%
Média no período (2001-2006)	44.96%					
Desvio Padrão	33.00%					

Influenciados pelos ganhos de capital e ao contrário dos *dividend yields*, os retornos totais apresentaram forte volatilidade ao longo dos anos, evidenciada no resultado do desvio-padrão, calculado a partir da média de seis exercícios. O Ibovespa nesse mesmo período apresentou o seguinte comportamento:

Tabela 18 - Ibovespa, Média e Desvio-Padrão

Ano	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ibovespa no ano	-11.02%	-17.01%	97.34%	17.81%	27.71%	32.93%
Média no período (2001-2006)	24.63%					
Desvio Padrão	41.03%					

Estas últimas duas tabelas deram um panorama geral comparativo entre os retornos da amostra estudada e o retorno do Ibovespa no mesmo período. A análise dos resultados evidencia um desempenho superior para as médias da amostra em relação às do índice.

Os retornos totais, em média, nos seis anos, por empresa foram calculados e anexados aos resultados das médias de seis anos dos *dividend yields*. O objetivo nesta análise foi reunir os quatro grupos segundo as médias de seis anos dos *dividend yields* e analisar de que maneira seus retornos totais médios (seis anos) se relacionam ao Ibovespa médio do mesmo período (evidenciado na Tabela 18). Os resultados estão a seguir:

Tabela 19 - Retorno Total, média de 6 anos X Ibovespa, média de 6 anos

	Empresa	Classe	Yield médio 6 anos	RT médio 6 anos	Superou Ibov. médio (24.63) em
1	Coelce	PNA	19.21%	35.13%	10.50%
2	Sid Nacional	ON	18.31%	62.01%	37.38%
3	Eternit	ON	18.23%	39.33%	14.70%
4	Inds Romi	ON	14.85%	87.19%	62.56%
5	Gerdau Met	PN	14.03%	71.08%	46.45%
6	Telesp	PN	13.36%	26.08%	1.45%
7	AES Tiete	PN	13.35%	57.14%	32.51%
8	Souza Cruz	ON	13.30%	45.09%	20.46%
9	Fosfertil	PN	12.77%	57.62%	32.99%
10	Tractebel	ON	12.70%	54.25%	29.62%
11	Metal Leve	PN	12.42%	43.36%	18.73%
12	Lix da Cunha	PN	10.95%	47.03%	22.40%
13	Tran Paulist	PN	10.86%	49.05%	24.42%
14	Usiminas	PNA	10.72%	93.92%	69.29%
15	Millennium	PNA	10.47%	35.10%	10.47%
16	Confab	PN	10.34%	69.71%	45.08%
17	Acos Vill	ON	10.29%	117.40%	92.77%
18	Lojas Americ	PN	10.29%	101.87%	77.24%
19	Amazonia	ON	10.26%	16.87%	-7.76%
20	Ipiranga Dis	PN	10.05%	25.14%	0.51%
21	Drogasil	ON	9.98%	93.78%	69.15%
22	Magnesita	PNA	9.94%	47.51%	22.88%
23	Forjas Taurus	PN	9.18%	74.09%	49.46%
24	Cemig	PN	8.87%	38.56%	13.93%
25	Ferbasa	PN	8.80%	47.69%	23.06%
26	Ultrapar	PN	8.45%	32.58%	7.95%
27	Sadia S/A	PN	8.36%	54.75%	30.12%
28	Gerdau	PN	8.31%	62.35%	37.72%
29	Sabesp	ON	8.19%	25.81%	1.18%
30	Marcopolo	PN	7.94%	44.71%	20.08%
31	Ipiranga Pet	PN	7.84%	33.13%	8.50%
32	Klabin S/A	PN	7.45%	55.23%	30.60%
33	Alpargatas	PN	7.30%	61.90%	37.27%
34	Telemar N L	PNA	7.12%	4.41%	-20.22%
35	Brasil	ON	7.11%	62.44%	37.81%
36	Weg	ON	7.00%	47.69%	23.06%

37	Itausa	PN	6.92%	44.74%	20.11%
38	Petrobras	PN	6.89%	37.10%	12.47%
39	Randon Part	PN	6.84%	81.39%	56.76%
40	Unipar	PNB	6.77%	41.14%	16.51%
41	CCR Rodovias	ON	6.35%	80.42%	55.79%
42	Vale R Doce	PNA	6.11%	45.47%	20.84%
43	Suzano Papel	PNA	5.79%	44.15%	19.52%
44	Alfa Invest	PN	5.72%	20.71%	-3.92%
45	Whirpool	PN	5.70%	47.13%	22.50%
46	Bradesco	PN	5.58%	36.47%	11.84%
47	Unibanco	UnN1	5.48%	34.61%	9.98%
48	Brasil Telec	PN	5.46%	0.54%	-24.09%
49	Alfa Financ	PN	5.36%	29.61%	4.98%
50	Brasil T Par	PN	5.31%	2.82%	-21.81%
51	Aracruz	PNB	5.29%	37.94%	13.31%
52	Perdigao S/A	ON	5.15%	43.96%	19.33%
53	Brasmotor	PN	5.13%	27.90%	3.27%
54	Comgas	PNA	5.03%	48.75%	24.12%
55	Telemar	PN	4.52%	4.41%	-20.22%
56	Banestes	ON	4.40%	46.81%	22.18%
57	V C P	PN	4.34%	33.76%	9.13%
58	Itaubanco	PN	4.31%	33.90%	9.27%
59	Duratex	PN	4.30%	45.67%	21.04%
60	Tim Part S/A	PN	4.20%	15.40%	-9.23%
61	Celesc	PNB	4.17%	26.27%	1.64%
62	lochp-Maxion	PN	4.03%	84.89%	60.26%
63	Saraiva Livr	PN	3.85%	21.96%	-2.67%
64	Embraer	ON	3.84%	18.37%	-6.26%
65	Coteminas	PN	3.68%	23.76%	-0.87%
66	Ipiranga Ref	ON	3.61%	74.26%	49.63%
67	Guararapes	ON	3.55%	83.53%	58.90%
68	Ambev	PN	3.43%	22.06%	-2.57%
69	Eletrobras	PNB	3.18%	13.73%	-10.90%
70	Copel	PNB	2.94%	16.47%	-8.16%
71	Braskem	PNA	2.61%	80.70%	56.07%
72	Bradespar	PN	2.54%	36.26%	11.63%
73	Sao Carlos	ON	2.32%	58.88%	34.25%
74	Suzano Petr	PN	2.17%	31.78%	7.15%
75	Telemig Part	ON	1.99%	8.14%	-16.49%
76	Kepler Weber	ON	1.80%	68.21%	43.58%
77	La Fonte Par	PN	1.77%	19.68%	-4.95%
78	Rasip Agro	PN	1.71%	34.56%	9.93%
79	Rossi Resid	ON	1.63%	63.97%	39.34%
80	P.Acucar-CBD	PN	0.82%	3.44%	-21.19%
Grupo 1 superou o Ibovespa em média em					
32.09%					
Grupo 2 superou o Ibovespa em média em					
24.92%					
Grupo 3 superou o Ibovespa em média em					
9.39%					
Grupo 4 superou o Ibovespa em média em					
14.92%					

Os resultados evidenciam que os pagadores de altos *dividend yields* (Grupo 1) têm retornos totais maiores que os outros três grupos, tanto é que superam o Ibovespa em 32,09%.

A análise de dados e os resultados apurados para as médias de seis anos indicaram seis conclusões principais:

- ✓ Altos *dividend yields* correspondem, em 60% dos casos, a altos ou médio-altos ganhos de capital
- ✓ Médio-altos *dividend yields* correspondem, em 60% dos casos, a altos ou médio-altos ganhos de capital
- ✓ Médio-baixos *dividend yields* correspondem, em 60% dos casos, a baixos ou médio-baixos ganhos de capital
- ✓ Baixos *dividend yields* correspondem, em 60% dos casos, a baixos ou médio-baixos ganhos de capital
- ✓ Existe correlação positiva entre *dividend yields* e ganhos de capital
- ✓ Altos *dividend yields* possuem retornos totais, os quais superam o Ibovespa com a maior margem.

De posse desses resultados pode-se afirmar, para a amostra estudada, com os dados da média de seis anos, a existência de uma relação entre pagamentos de proventos em dinheiro e ganhos de capital. A aplicação do teste de correlação também indicou uma associação entre as duas variáveis (fraca para a média de seis anos). Essa correlação, positiva, evidencia que as duas variáveis se movem juntas, aumentos de uma delas correspondem a aumentos na outra.

6.2 RESULTADOS E ANÁLISES PARA AS MÉDIAS DE TRÊS ANOS

Esta última seção contempla os cálculos e resultados da média de três anos do *dividend yield* e classificação por grupos. Em seguida, também aborda os cálculos e resultados da média de três anos dos ganhos de capital e, novamente, a classificação por grupos. A partir dos grupos fez-se uma análise relacionando as duas variáveis em questão. No mesmo sentido realizou-se o cálculo da correlação entre elas, utilizando-se as médias de três anos. Sintetizando os resultados dos *dividend yields* e dos ganhos de capital calculou-se a média de três anos dos retornos totais e sua relação com o Ibovespa no mesmo período.

6.2.1 Resultados dos *Dividend Yields*

O resultado do cálculo do *dividend yield* médio nos três últimos anos é ilustrado a seguir e classificado em 4 grupos de vinte empresas segundo essa média. Assim como se fez para a média de seis anos, esses grupos foram analisados e comparados aos ganhos de capital médios de 2004, 2005 e 2006.

Tabela 20 - *Dividend Yield* por empresa: média de 3 anos

	Empresa	Classe	Dividend Yield 2001	Dividend Yield 2002	Dividend Yield 2003	Dividend Yield 2004	Dividend Yield 2005	Dividend Yield 2006	Média 3 anos
1	Coelce	PNA	-	11.05%	18.60%	5.26%	35.50%	25.63%	22.13%
2	Acos Vill	ON	0.00%	0.00%	0.00%	39.02%	14.33%	8.41%	20.59%
3	AES Tiete	PN	6.73%	4.34%	17.22%	22.74%	16.44%	12.66%	17.28%
4	Eternit	ON	14.36%	35.60%	13.39%	15.89%	11.31%	18.86%	15.36%
5	Telesp	PN	8.27%	7.06%	22.45%	13.86%	15.06%	13.49%	14.14%
6	Metal Leve	PN	13.74%	10.19%	9.38%	18.58%	18.03%	4.61%	13.74%
7	Sid Nacional	ON	22.45%	13.12%	33.35%	20.49%	9.42%	11.04%	13.65%
8	Inds Romi	ON	15.59%	15.83%	17.30%	10.23%	7.58%	22.54%	13.45%
9	Cemig	PN	4.79%	4.19%	7.48%	8.10%	19.68%	8.97%	12.25%
10	Tractebel	ON	9.92%	0.00%	29.57%	11.28%	15.96%	9.47%	12.24%
11	Amazonia	ON	0.00%	0.94%	24.50%	6.63%	13.25%	16.24%	12.04%

12	Ipiranga Dis	PN	5.66%	5.70%	13.84%	14.28%	10.75%	10.09%	11.71%
13	Millennium	PNA	7.67%	-	11.90%	16.72%	14.35%	1.72%	10.93%
14	Ipiranga Pet	PN	2.21%	0.00%	13.05%	14.82%	9.16%	7.81%	10.60%
15	Drogasil	ON	-	-	8.18%	7.67%	7.42%	16.65%	10.58%
16	Usiminas	PNA	5.08%	0.00%	28.35%	14.35%	9.42%	7.13%	10.30%
17	Gerdau Met	PN	11.22%	28.06%	15.22%	16.16%	6.55%	6.96%	9.89%
18	Souza Cruz	ON	24.20%	17.70%	14.48%	7.78%	6.36%	9.28%	7.80%
19	Brasil T Par	PN	1.93%	3.43%	3.50%	3.74%	12.06%	7.22%	7.67%
20	Comgas	PNA	1.16%	2.42%	4.00%	7.16%	9.55%	5.87%	7.53%
21	Tran Paulist	PN	10.20%	15.37%	17.58%	3.63%	15.45%	2.92%	7.33%
22	Brasil Telec	PN	2.78%	4.64%	3.92%	5.42%	8.44%	7.55%	7.14%
23	Telemar N L	PNA	-	5.86%	8.70%	9.96%	6.80%	4.30%	7.02%
24	Gerdau	PN	8.46%	11.52%	9.36%	9.67%	5.68%	5.15%	6.84%
25	Marcopolo	PN	10.85%	8.03%	8.40%	7.08%	5.52%	7.76%	6.79%
26	Banestes	ON	0.51%	-	1.20%	2.89%	7.74%	9.69%	6.77%
27	Fosfertil	PN	10.74%	38.46%	8.45%	11.85%	4.28%	2.87%	6.33%
28	Tim Part S/A	PN	0.00%	2.40%	4.24%	5.13%	4.71%	8.69%	6.18%
29	Brasil	ON	6.24%	7.69%	10.39%	5.43%	5.77%	7.17%	6.12%
30	Celesc	PNB	0.00%	0.00%	6.72%	7.64%	5.99%	4.68%	6.10%
31	Forjas Taurus	PN	23.80%	-	3.81%	5.71%	5.53%	7.05%	6.10%
32	Itausa	PN	6.88%	6.34%	10.36%	6.37%	6.01%	5.54%	5.97%
33	Petrobras	PN	7.63%	4.97%	11.20%	6.02%	6.59%	4.90%	5.84%
34	CCR Rodovias	ON	-	-	7.97%	9.21%	3.44%	4.76%	5.80%
35	Magnesita	PNA	7.59%	20.83%	13.96%	7.07%	4.08%	6.11%	5.75%
36	Sabesp	ON	9.89%	2.88%	19.24%	3.29%	7.77%	6.06%	5.70%
37	Perdigao S/A	ON	7.56%	0.84%	5.39%	9.87%	6.02%	1.20%	5.69%
38	Ultrapar	PN	23.80%	6.56%	4.15%	6.32%	4.43%	5.47%	5.41%
39	Randon Part	PN	3.77%	10.71%	10.65%	8.82%	3.35%	3.72%	5.30%
40	Unibanco	UnN1	4.70%	4.86%	7.59%	5.37%	5.98%	4.41%	5.25%
41	Bradespar	PN	0.00%	0.00%	0.00%	4.21%	5.95%	5.07%	5.08%
42	Vale R Doce	PNA	10.44%	4.99%	6.02%	5.72%	6.17%	3.34%	5.08%
43	Bradesco	PN	4.33%	5.26%	8.96%	5.49%	6.17%	3.26%	4.97%
44	Alfa Invest	PN	6.50%	7.51%	5.95%	3.98%	4.79%	5.58%	4.78%
45	Klabin S/A	PN	2.24%	0.00%	28.17%	4.78%	3.47%	6.07%	4.77%
46	Whirlpool	PN	11.89%	6.73%	1.36%	0.26%	2.00%	11.98%	4.74%
47	Weg	ON	9.61%	7.65%	8.56%	5.68%	3.51%	-	4.59%
48	Brasmotor	PN	8.90%	5.99%	2.15%	1.09%	2.23%	10.39%	4.57%
49	Duratex	PN	3.57%	4.41%	4.25%	5.99%	3.17%	4.41%	4.52%
50	Aracruz	PNB	6.14%	6.13%	6.14%	3.74%	4.51%	5.06%	4.44%
51	V C P	PN	4.39%	3.15%	5.21%	4.11%	3.38%	5.79%	4.43%
52	Telemar	PN	1.93%	3.71%	8.21%	6.52%	4.66%	2.08%	4.42%
53	Sadia S/A	PN	10.13%	9.68%	17.15%	5.46%	5.05%	2.72%	4.41%
54	lochp-Maxion	PN	11.05%	0.00%	0.00%	7.30%	3.58%	2.25%	4.38%
55	Ferbasa	PN	14.46%	14.05%	11.59%	7.25%	2.65%	2.82%	4.24%
56	Unipar	PNB	10.60%	9.43%	7.92%	6.99%	2.95%	2.71%	4.22%
57	Confab	PN	21.08%	17.48%	11.16%	3.70%	6.30%	2.33%	4.11%
58	Copel	PNB	3.93%	0.00%	1.56%	2.58%	3.87%	5.71%	4.05%
59	Alpargatas	PN	4.95%	13.48%	13.41%	0.00%	8.18%	3.79%	3.99%
60	Itaubanco	PN	3.79%	4.21%	5.91%	4.28%	4.10%	3.57%	3.98%
61	Saraiva Livr	PN	3.05%	3.41%	4.98%	4.10%	4.01%	3.55%	3.89%
62	Alfa Financ	PN	6.90%	6.00%	7.93%	0.00%	5.31%	6.02%	3.78%
63	Ipiranga Ref	ON	10.41%	0.00%	0.00%	6.41%	3.52%	1.33%	3.75%
64	Ambev	PN	1.85%	2.76%	4.83%	4.73%	3.22%	3.18%	3.71%
65	Suzano Papel	PNA	5.46%	5.43%	12.83%	4.04%	3.55%	3.41%	3.67%

66	Embraer	ON	6.02%	4.20%	2.14%	4.23%	3.91%	2.52%	3.55%
67	Lojas Americ	PN	5.98%	32.21%	14.57%	4.48%	2.22%	2.30%	3.00%
68	Rasip Agro	PN	0.00%	1.32%	0.00%	4.41%	0.00%	4.50%	2.97%
69	Braskem	PNA	6.49%	1.40%	0.00%	4.46%	2.73%	0.56%	2.58%
70	Rossi Resid	ON	0.00%	2.07%	0.00%	4.53%	2.18%	1.01%	2.57%
71	Guararapes	ON	3.93%	6.44%	-	4.66%	1.60%	1.14%	2.46%
72	Coteminas	PN	4.54%	7.04%	3.38%	4.19%	1.77%	1.16%	2.38%
73	Telemig Part	ON	0.90%	1.06%	2.97%	1.54%	4.40%	1.07%	2.34%
74	Suzano Petr	PN	-	-	2.25%	6.14%	0.29%	0.00%	2.14%
75	Eletronbras	PNB	8.09%	2.78%	2.56%	1.49%	2.10%	2.05%	1.88%
76	Sao Carlos	ON	1.58%	5.40%	1.62%	0.00%	0.00%	5.32%	1.77%
77	Kepler Weber	ON	-	2.66%	4.11%	2.05%	0.16%	0.00%	0.74%
78	P.Acucar-CBD	PN	0.80%	1.06%	0.89%	1.12%	0.80%	0.23%	0.71%
79	La Fonte Par	PN	0.00%	5.37%	3.81%	0.00%	0.00%	1.45%	0.48%
80	Lix da Cunha	PN	37.34%	26.04%	2.34%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

A partir da Tabela 20 e dos *dividend yields* médios para cada empresa ao longo dos três últimos anos, também se calculou a média para cada um dos quatro grupos. A Tabela 21, a seguir, ilustra esses resultados, evidenciando o pagamento médio de proventos em dinheiro para os diferentes grupos.

Tabela 21 – *Dividend Yield* médio dos grupos a partir da média de 3 anos

	<i>Yield Médio</i>
GRUPO 1 – Alto	12.69%
GRUPO 2 - Médio-Alto	6.17%
GRUPO 3 - Médio-Baixo	4.49%
GRUPO 4 – Baixo	2.42%

Dando suporte à análise proposta, novamente calcularam-se os ganhos de capital médio para cada uma das empresas no período de três anos, a fim de poder analisar de que modo pagamento de proventos em dinheiro e ganhos de capital se comportam e relacionam entre si neste período.

6.2.2 Resultados dos Ganhos de Capital

O resultado é apresentado na Tabela 22, a seguir, a qual classifica as empresas a partir desta média.

Tabela 22 – Ganhos de capital por empresa: média de 3 anos

	Empresa	Classe	Ganho de Capital 2001	Ganho de Capital 2002	Ganho de Capital 2003	Ganho de Capital 2004	Ganho de Capital 2005	Ganho de Capital 2006	Média 3 anos
1	Drogasil	ON	-	-	24.51%	25.00%	-15.00%	488.24%	166.08%
2	Rossi Resid	ON	-31.58%	-28.21%	10.56%	29.55%	364.91%	28.77%	141.08%
3	Guararapes	ON	-8.91%	47.83%	50.00%	93.14%	244.37%	56.99%	131.50%
4	Acos Vill	ON	-22.14%	-4.00%	379.17%	200.00%	-13.04%	102.67%	96.54%
5	lochp-Maxion	PN	-12.28%	-16.67%	232.00%	259.02%	27.52%	-4.47%	94.02%
6	Alpargatas	PN	-16.92%	0.94%	83.47%	80.00%	102.19%	77.91%	86.70%
7	Ipiranga Ref	ON	-20.47%	-68.23%	258.33%	120.93%	139.47%	-6.15%	84.75%
8	AES Tiete	PN	40.47%	-28.13%	13.04%	169.15%	45.77%	22.40%	79.11%
9	Kepler Weber	ON	-	11.00%	152.25%	278.57%	-10.38%	-31.16%	79.01%
10	Sao Carlos	ON	62.50%	38.46%	11.00%	10.11%	18.27%	199.00%	75.79%
11	Inds Romi	ON	41.64%	42.00%	135.92%	64.18%	30.91%	119.44%	71.51%
12	CCR Rodovias	ON	-	-	248.65%	125.19%	27.37%	55.95%	69.50%
13	Banestes	ON	-	-	62.50%	-30.77%	44.44%	182.66%	65.45%
14	Perdigao S/A	ON	0.00%	0.00%	40.00%	95.38%	63.05%	34.44%	64.29%
15	Duratex	PN	-13.82%	9.70%	59.63%	49.38%	19.76%	123.57%	64.24%
16	Randon Part	PN	31.25%	98.41%	130.40%	159.38%	2.41%	25.49%	62.42%
17	Forjas Taurus	PN	97.50%	149.37%	-28.93%	-4.29%	11.19%	173.83%	60.24%
18	Lojas Americ	PN	13.80%	127.72%	231.63%	33.07%	76.08%	67.16%	58.77%
19	Whirlpool	PN	42.86%	34.29%	-1.06%	-8.60%	-23.53%	204.62%	57.49%
20	Bradesco	PN	-10.71%	-11.60%	39.69%	28.64%	110.81%	28.54%	56.00%
21	Weg	ON	65.25%	21.03%	111.86%	53.00%	-	-	53.00%
22	Gerdau Met	PN	0.58%	71.18%	124.58%	102.10%	7.94%	35.93%	48.65%
23	Bradespar	PN	-33.05%	-26.58%	117.24%	38.89%	35.54%	70.32%	48.25%
24	Itausa	PN	12.81%	-12.93%	82.95%	35.25%	61.10%	47.73%	48.03%
25	Confab	PN	86.09%	100.93%	25.35%	78.66%	4.05%	61.14%	47.95%
26	Eternit	ON	-38.92%	28.88%	0.00%	38.89%	-15.33%	113.07%	45.54%
27	Brasmotor	PN	24.52%	-17.10%	-3.13%	35.48%	-35.71%	132.59%	44.12%
28	Marcopolo	PN	40.87%	34.49%	13.21%	42.50%	-14.91%	104.47%	44.02%
29	Ipiranga Pet	PN	-21.69%	-37.94%	80.31%	93.40%	5.24%	32.40%	43.68%
30	Coelce	PNA	-24.59%	-32.77%	41.33%	-2.83%	72.33%	61.27%	43.59%
31	Unibanco	UnN1	-9.81%	-19.80%	75.93%	22.11%	68.68%	37.65%	42.81%
32	Itaubanco	PN	-4.87%	-2.55%	67.35%	39.02%	41.10%	37.48%	39.20%
33	Brasil	ON	77.39%	-7.46%	144.90%	35.61%	29.85%	51.66%	39.04%
34	Saraiva Livr	PN	-1.36%	-16.13%	9.34%	20.60%	43.33%	52.85%	38.93%
35	Petrobras	PN	11.73%	-9.29%	64.66%	27.16%	53.21%	33.83%	38.07%
36	Gerdau	PN	20.09%	61.21%	129.85%	55.74%	24.11%	33.24%	37.70%
37	Usiminas	PNA	-25.85%	0.77%	417.53%	58.91%	3.06%	44.78%	35.58%

38	La Fonte Par	PN	-5.88%	-16.67%	25.00%	0.00%	100.00%	5.00%	35.00%
39	Ipiranga Dis	PN	-23.08%	-17.39%	28.95%	67.35%	-1.46%	36.14%	34.01%
40	Tran Paulist	PN	-4.27%	-13.69%	146.88%	5.42%	80.82%	14.02%	33.42%
41	Tractebel	ON	37.17%	-12.28%	128.86%	22.35%	53.57%	19.60%	31.84%
42	Vale R Doce	PNA	13.10%	81.77%	50.80%	30.74%	30.55%	29.19%	30.16%
43	Celesc	PNB	-20.69%	17.39%	50.00%	39.51%	29.20%	17.16%	28.62%
44	Comgas	PNA	-20.16%	-41.97%	241.01%	47.49%	-4.31%	40.30%	27.82%
45	Sabesp	ON	-24.14%	-30.30%	77.39%	-3.52%	-0.29%	86.62%	27.61%
46	Cemig	PN	17.02%	-18.26%	99.43%	23.03%	46.38%	10.52%	26.64%
47	Copel	PNB	6.33%	-40.48%	36.00%	-14.71%	55.09%	38.97%	26.45%
48	Suzano Papel	PNA	-8.20%	20.27%	144.04%	8.20%	-14.28%	80.12%	24.68%
49	Tim Part S/A	PN	-29.82%	-24.10%	50.73%	-1.94%	46.26%	26.09%	23.47%
50	Magnesita	PNA	-8.11%	42.65%	120.62%	48.13%	-2.27%	24.40%	23.42%
51	Sadia S/A	PN	7.76%	8.80%	192.65%	50.25%	10.37%	8.48%	23.03%
52	Suzano Petr	PN	-	-	113.79%	114.19%	-28.01%	-17.99%	22.73%
53	Unipar	PNB	3.73%	11.76%	126.75%	114.47%	-38.86%	-11.59%	21.34%
54	Ultrapar	PN	1.08%	33.16%	49.76%	36.77%	-26.72%	50.74%	20.26%
55	Ambev	PN	1.28%	13.45%	36.85%	0.14%	42.69%	17.38%	20.07%
56	Sid Nacional	ON	-41.22%	40.14%	206.35%	29.65%	-0.96%	28.23%	18.97%
57	Alfa Financ	PN	34.74%	-10.16%	65.22%	34.21%	2.35%	19.16%	18.57%
58	Fosfertil	PN	18.38%	61.94%	137.11%	42.78%	-17.78%	26.67%	17.22%
59	Klabin S/A	PN	-32.88%	5.10%	265.05%	43.62%	-23.15%	28.92%	16.46%
60	Metal Leve	PN	40.63%	30.00%	72.65%	67.82%	-28.61%	3.17%	14.13%
61	Millennium	PNA	-	-	117.50%	75.86%	-18.30%	-16.80%	13.59%
62	Amazonia	ON	2.78%	-49.19%	48.40%	12.90%	-28.57%	53.33%	12.56%
63	Braskem	PNA	-22.75%	-52.54%	507.73%	100.45%	-43.28%	-21.05%	12.04%
64	Rasip Agro	PN	33.33%	100.00%	31.25%	13.11%	-25.00%	44.44%	10.85%
65	Souza Cruz	ON	65.12%	25.49%	69.87%	17.67%	-18.59%	31.21%	10.10%
66	V C P	PN	46.89%	48.53%	52.25%	18.50%	-33.03%	43.34%	9.61%
67	Aracruz	PNB	37.68%	72.89%	56.80%	-4.53%	-8.10%	41.18%	9.52%
68	Lix da Cunha	PN	80.00%	100.00%	8.33%	-34.36%	-37.50%	100.00%	9.38%
69	Coteminas	PN	15.15%	95.20%	-15.31%	37.30%	-28.67%	16.82%	8.49%
70	Telesp	PN	14.31%	8.72%	32.07%	11.92%	-5.42%	14.70%	7.07%
71	Embraer	ON	1.30%	16.86%	50.78%	-18.13%	13.92%	22.50%	6.10%
72	Alfa Invest	PN	7.55%	26.67%	44.04%	-2.88%	-3.96%	18.56%	3.90%
73	Eletrobras	PNB	-13.36%	-24.87%	92.83%	-13.27%	1.02%	20.96%	2.90%
74	P.Acucar-CBD	PN	-30.59%	10.12%	29.17%	-2.41%	11.94%	-2.51%	2.34%
75	Ferbasa	PN	18.35%	121.69%	92.50%	27.95%	-26.75%	-0.42%	0.26%
76	Telemig Part	ON	-19.50%	-42.23%	102.36%	9.34%	7.95%	-21.04%	-1.25%
77	Telemar N L	PNA	-	-24.99%	28.00%	17.27%	-6.00%	-23.46%	-4.06%
78	Brasil T Par	PN	-18.71%	-0.05%	18.74%	-6.99%	-14.43%	6.45%	-4.99%
79	Brasil Telec	PN	-20.43%	-11.06%	29.47%	-9.87%	-26.64%	9.01%	-9.17%
80	Telemar	PN	-13.10%	-25.21%	66.37%	-2.25%	-3.60%	-22.89%	-9.58%

Novamente, os resultados da Tabela 22 foram agrupados em grupos de 20 empresas. A partir dela e dos ganhos de capital médios para cada empresa ao longo dos três anos, também se calculou a média para cada um dos quatro grupos. A Tabela 23, a seguir, ilustra esses resultados, evidenciando o pagamento médio através de ganhos de capital para os diferentes grupos.

Tabela 23 – Ganho de Capital médio dos grupos a partir da média de 3 anos

	Ganho de Capital Médio
GRUPO 1 - Alto	83.22%
GRUPO 2 - Médio-Alto	42.03%
GRUPO 3 - Médio-Baixo	23.18%
GRUPO 4 - Baixo	4.48%

Tem-se, portanto, a partir das médias de três anos, os grupos 1, 2, 3 e 4 para os *dividend yields* e ganhos de capital.

6.2.3 *Dividend Yields*, Ganhos de Capital e Retornos Totais

Os grupos foram analisados um a um, iniciando pelo grupo 1, dos que pagam altos *dividend yields* e altos ganhos de capital, levando em consideração a média de três anos. Os resultados encontram-se a seguir:

Tabela 24 - Grupo 1: altos *dividend yields* e altos ganhos de capital, média de 3 anos

<i>Dividend Yield</i>			Ganho de Capital		
GRUPO 1			GRUPO 1		
	Empresa	Classe		Empresa	Classe
1	Coelce	PNA	1	Drogasil	ON
2	Acos Vill	ON	2	Rossi Resid	ON
3	AES Tiete	PN	3	Guararapes	ON
4	Eternit	ON	4	Acos Vill	ON
5	Telesp	PN	5	lochp-Maxion	PN
6	Metal Leve	PN	6	Alpargatas	PN
7	Sid Nacional	ON	7	Ipiranga Ref	ON
8	Inds Romi	ON	8	AES Tiete	PN
9	Cemig	PN	9	Kepler Weber	ON
10	Tractebel	ON	10	Sao Carlos	ON
11	Amazonia	ON	11	Inds Romi	ON
12	Ipiranga Dis	PN	12	CCR Rodovias	ON
13	Millennium	PNA	13	Banestes	ON
14	Ipiranga Pet	PN	14	Perdigao S/A	ON
15	Drogasil	ON	15	Duratex	PN
16	Usiminas	PNA	16	Randon Part	PN
17	Gerdau Met	PN	17	Forjas Taurus	PN

18	Souza Cruz	ON	18	Lojas Americ	PN
19	Brasil T Par	PN	19	Whirpool	PN
20	Comgas	PNA	20	Bradesco	PN

O resultado dessa análise, levando-se em conta a média dos últimos 3 anos, mostra que, desta vez, 20% das empresas que têm altos *dividend yields* também têm altos ganhos de capital. Das demais altas pagadoras de proventos em dinheiro pode-se observar o seguinte quanto aos ganhos de capital:

Tabela 25 – Alto *Dividend Yield* X Ganhos de Capital

Alto <i>Dividend Yield</i> (G1)	Ganhos de K
20.00%	G1 – Alto
30.00%	G2 – Médio-Alto
25.00%	G3 – Médio-Baixo
25.00%	G4 – Baixo
100.00%	

Neste caso existe um equilíbrio, ou seja, 50% das altas pagadoras de proventos em dinheiro, levando em conta a média de três anos, remuneraram seus acionistas através de altos ou médio-altos ganhos de capital.

Novamente, também se buscou analisar de que maneira os baixos pagadores de proventos em dinheiro se comportam quando a média é de três anos. Os resultados encontram-se a seguir:

Tabela 26 - Grupo 4: baixos *dividend yields* e baixos ganhos de capital, média de 3 anos

<i>Dividend Yield</i>			Ganho de Capital		
GRUPO 4			GRUPO 4		
	Empresa	Classe		Empresa	Classe
61	Saraiva Livr	PN	61	Millennium	PNA
62	Alfa Financ	PN	62	Amazonia	ON
63	Ipiranga Ref	ON	63	Braskem	PNA
64	Ambev	PN	64	Rasip Agro	PN
65	Suzano Papel	PNA	65	Souza Cruz	ON
66	Embraer	ON	66	V C P	PN
67	Lojas Americ	PN	67	Aracruz	PNB
68	Rasip Agro	PN	68	Lix da Cunha	PN
69	Braskem	PNA	69	Coteminas	PN
70	Rossi Resid	ON	70	Telesp	PN

71	Guararapes	ON	71	Embraer	ON
72	Coteminas	PN	72	Alfa Invest	PN
73	Telemig Part	ON	73	Eletrobras	PNB
74	Suzano Petr	PN	74	P.Acucar-CBD	PN
75	Eletrobras	PNB	75	Ferbasa	PN
76	Sao Carlos	ON	76	Telemig Part	ON
77	Kepler Weber	ON	77	Telemar N L	PNA
78	P.Acucar-CBD	PN	78	Brasil T Par	PN
79	La Fonte Par	PN	79	Brasil Telec	PN
80	Lix da Cunha	PN	80	Telemar	PN

Das empresas com baixo *dividend yield*, 40% também têm baixo ganho de capital. Neste caso, a maioria (60%) das empresas com baixo *dividend yield* apresenta baixo ou médio-baixo ganho de capital. Seguem os dados completos:

Tabela 27 – Baixo *Dividend Yield* X Ganhos de Capital

Baixo <i>Dividend Yield</i> (G4)	Ganhos de K
30.00%	G1 – Alto
10.00%	G2 – Médio-Alto
20.00%	G3 – Médio-Baixo
40.00%	G4 – Baixo
100.00%	

O mesmo tipo de análise foi realizado para os grupos 2 (Médio-Alto) e 3 (Médio-Baixo), considerando as médias de três anos das empresas em seus *dividend yields* e ganhos de capital. As tabelas completas e detalhadas encontram-se no Anexo D e E, respectivamente. Os resultados mostraram que o Grupo 2 possui 35% das empresas com ganhos de capital médio-altos, e a maioria (60%) com ganhos alto ou médio-altos. Já o Grupo 3 apresentou 25% das empresas com ganhos de capital médio-baixos, e 50% com ganhos baixo ou médio-baixos.

Ainda a partir das médias de três anos dos *dividend yields* e dos ganhos de capital, realizou-se novamente o teste estatístico de correlação. Tal teste avaliou a relação entre as duas variáveis e analisou se as mesmas, para as médias de três anos, estão associadas, ou seja, se aumentos de uma delas correspondem a aumentos ou diminuições na outra. Os dados utilizados para o cálculo e respectivos resultados estão dispostos na Tabela 28 a seguir:

Tabela 28 – *Dividend Yields, Ganhos de Capital e Correlação*

Empresa	Classe	Div. Yield medio	Ganho de capital medio
Acos Vill	ON	20.59%	96.54%
AES Tiete	PN	17.28%	79.11%
Alfa Financ	PN	3.78%	18.57%
Alfa Invest	PN	4.78%	3.90%
Alpargatas	PN	3.99%	86.70%
Amazonia	ON	12.04%	12.56%
Ambev	PN	3.71%	20.07%
Aracruz	PNB	4.44%	9.52%
Banestes	ON	6.77%	65.45%
Bradesco	PN	4.97%	56.00%
Bradespar	PN	5.08%	48.25%
Brasil	ON	6.12%	39.04%
Brasil T Par	PN	7.67%	-4.99%
Brasil Telec	PN	7.14%	-9.17%
Braskem	PNA	2.58%	12.04%
Brasmotor	PN	4.57%	44.12%
CCR Rodovias	ON	5.80%	69.50%
Celesc	PNB	6.10%	28.62%
Cemig	PN	12.25%	26.64%
Coelce	PNA	22.13%	43.59%
Comgas	PNA	7.53%	27.82%
Confab	PN	4.11%	47.95%
Copel	PNB	4.05%	26.45%
Coteminas	PN	2.38%	8.49%
Drogasil	ON	10.58%	166.08%
Duratex	PN	4.52%	64.24%
Eletrobras	PNB	1.88%	2.90%
Embraer	ON	3.55%	6.10%
Eternit	ON	15.36%	45.54%
Ferbasa	PN	4.24%	0.26%
Forjas Taurus	PN	6.10%	60.24%
Fosfertil	PN	6.33%	17.22%
Gerdau	PN	6.84%	37.70%
Gerdau Met	PN	9.89%	48.65%
Guararapes	ON	2.46%	131.50%
Inds Romi	ON	13.45%	71.51%
lochp-Maxion	PN	4.38%	94.02%
Ipiranga Dis	PN	11.71%	34.01%
Ipiranga Pet	PN	10.60%	43.68%
Ipiranga Ref	ON	3.75%	84.75%
Itaubanco	PN	3.98%	39.20%
Itausa	PN	5.97%	48.03%
Kepler Weber	ON	0.74%	79.01%
Klabin S/A	PN	4.77%	16.46%
La Fonte Par	PN	0.48%	35.00%
Lix da Cunha	PN	0.00%	9.38%
Lojas Americ	PN	3.00%	58.77%
Magnesita	PNA	5.75%	23.42%
Marcopolo	PN	6.79%	44.02%

Metal Leve	PN	13.74%	14.13%
Millennium	PNA	10.93%	13.59%
P.Acucar-CBD	PN	0.71%	2.34%
Perdigao S/A	ON	5.69%	64.29%
Petrobras	PN	5.84%	38.07%
Randon Part	PN	5.30%	62.42%
Rasip Agro	PN	2.97%	10.85%
Rossi Resid	ON	2.57%	141.08%
Sabesp	ON	5.70%	27.61%
Sadia S/A	PN	4.41%	23.03%
Sao Carlos	ON	1.77%	75.79%
Saraiva Livr	PN	3.89%	38.93%
Sid Nacional	ON	13.65%	18.97%
Souza Cruz	ON	7.80%	10.10%
Suzano Papel	PNA	3.67%	24.68%
Suzano Petr	PN	2.14%	22.73%
Telemar	PN	4.42%	-9.58%
Telemar N L	PNA	7.02%	-4.06%
Telemig Part	ON	2.34%	-1.25%
Telesp	PN	14.14%	7.07%
Tim Part S/A	PN	6.18%	23.47%
Tractebel	ON	12.24%	31.84%
Tran Paulist	PN	7.33%	33.42%
Ultrapar	PN	5.41%	20.26%
Unibanco	UnN1	5.25%	42.81%
Unipar	PNB	4.22%	21.34%
Usiminas	PNA	10.30%	35.58%
V C P	PN	4.43%	9.61%
Vale R Doce	PNA	5.08%	30.16%
Weg	ON	4.59%	53.00%
Whirpool	PN	4.74%	57.49%
		Variável 1	Variável 2
Média		6.44%	38.23%
Variância		0.0019075	0.11059598
Observações		80	80
Pearson - Correlação		0.100448678	

O resultado para o teste de correlação entre as médias de três anos do *dividend yield* e dos ganhos de capital mostrou-se bastante semelhante ao encontrado para as médias de seis anos. A correlação no valor de 0.100448678 é positiva e tida como fraca, mas ainda assim, este resultado indica que aumentos nos *dividend yields* são acompanhados por aumentos nos ganhos de capital.

Finalizando esta seção, apresenta-se o resultado da comparação entre o Ibovespa (em sua média de três anos) e os retornos totais, em média, dos últimos três exercícios, das empresas classificadas segundo o *dividend yield* médio de três anos.

Tabela 29 – Retorno Total média de 3 anos X Ibovespa médio 3 anos

	Empresa	Classe	Yield médio 3 anos	RT médio 3 anos	Superou Ibov. médio (26.15) em
1	Coelce	PNA	22.13%	65.72%	39.57%
2	Acos Vill	ON	20.59%	117.13%	90.98%
3	AES Tiete	PN	17.28%	96.39%	70.24%
4	Eternit	ON	15.36%	60.90%	34.75%
5	Telesp	PN	14.14%	21.20%	-4.95%
6	Metal Leve	PN	13.74%	27.86%	1.71%
7	Sid Nacional	ON	13.65%	32.62%	6.47%
8	Inds Romi	ON	13.45%	84.96%	58.81%
9	Cemig	PN	12.25%	38.89%	12.74%
10	Tractebel	ON	12.24%	44.08%	17.93%
11	Amazonia	ON	12.04%	24.60%	-1.55%
12	Ipiranga Dis	PN	11.71%	45.71%	19.56%
13	Millennium	PNA	10.93%	24.52%	-1.63%
14	Ipiranga Pet	PN	10.60%	54.28%	28.13%
15	Drogasil	ON	10.58%	176.66%	150.51%
16	Usiminas	PNA	10.30%	45.88%	19.73%
17	Gerdau Met	PN	9.89%	58.55%	32.40%
18	Souza Cruz	ON	7.80%	17.90%	-8.25%
19	Brasil T Par	PN	7.67%	2.68%	-23.47%
20	Comgas	PNA	7.53%	35.35%	9.20%
21	Tran Paulist	PN	7.33%	40.75%	14.60%
22	Brasil Telec	PN	7.14%	-2.03%	-28.18%
23	Telemar N L	PNA	7.02%	2.96%	-23.19%
24	Gerdau	PN	6.84%	44.53%	18.38%
25	Marcopolo	PN	6.79%	50.81%	24.66%
26	Banestes	ON	6.77%	72.22%	46.07%
27	Fosfertil	PN	6.33%	23.55%	-2.60%
28	Tim Part S/A	PN	6.18%	29.65%	3.50%
29	Brasil	ON	6.12%	45.16%	19.01%
30	Celesc	PNB	6.10%	34.73%	8.58%
31	Forjas Taurus	PN	6.10%	66.34%	40.19%
32	Itausa	PN	5.97%	54.00%	27.85%
33	Petrobras	PN	5.84%	43.90%	17.75%
34	CCR Rodovias	ON	5.80%	75.31%	49.16%
35	Magnesita	PNA	5.75%	29.17%	3.02%
36	Sabesp	ON	5.70%	33.31%	7.16%
37	Perdigao S/A	ON	5.69%	69.99%	43.84%
38	Ultrapar	PN	5.41%	25.67%	-0.48%
39	Randon Part	PN	5.30%	67.72%	41.57%
40	Unibanco	UnN1	5.25%	48.06%	21.91%
41	Bradespar	PN	5.08%	53.33%	27.18%
42	Vale R Doce	PNA	5.08%	35.24%	9.09%
43	Bradesco	PN	4.97%	60.97%	34.82%
44	Alfa Invest	PN	4.78%	8.69%	-17.46%
45	Klabin S/A	PN	4.77%	21.23%	-4.92%
46	Whirpool	PN	4.74%	62.24%	36.09%

47	Weg	ON	4.59%	20.73%	-5.42%
48	Brasmotor	PN	4.57%	48.69%	22.54%
49	Duratex	PN	4.52%	68.76%	42.61%
50	Aracruz	PNB	4.44%	13.95%	-12.20%
51	V C P	PN	4.43%	14.04%	-12.11%
52	Telemar	PN	4.42%	-5.16%	-31.31%
53	Sadia S/A	PN	4.41%	27.44%	1.29%
54	lochp-Maxion	PN	4.38%	98.40%	72.25%
55	Ferbasa	PN	4.24%	4.50%	-21.65%
56	Unipar	PNB	4.22%	25.56%	-0.59%
57	Confab	PN	4.11%	52.06%	25.91%
58	Copel	PNB	4.05%	30.50%	4.35%
59	Alpargatas	PN	3.99%	90.69%	64.54%
60	Itaubanco	PN	3.98%	43.19%	17.04%
61	Saraiva Livr	PN	3.89%	42.81%	16.66%
62	Alfa Financ	PN	3.78%	22.35%	-3.80%
63	Ipiranga Ref	ON	3.75%	88.50%	62.35%
64	Ambev	PN	3.71%	23.77%	-2.38%
65	Suzano Papel	PNA	3.67%	28.35%	2.20%
66	Embraer	ON	3.55%	9.65%	-16.50%
67	Lojas Americ	PN	3.00%	61.77%	35.62%
68	Rasip Agro	PN	2.97%	13.82%	-12.33%
69	Braskem	PNA	2.58%	14.62%	-11.53%
70	Rossi Resid	ON	2.57%	143.65%	117.50%
71	Guararapes	ON	2.46%	133.96%	107.81%
72	Coteminas	PN	2.38%	10.86%	-15.29%
73	Telemig Part	ON	2.34%	1.09%	-25.06%
74	Suzano Petr	PN	2.14%	24.87%	-1.28%
75	Eletrabras	PNB	1.88%	4.78%	-21.37%
76	Sao Carlos	ON	1.77%	77.57%	51.42%
77	Kepler Weber	ON	0.74%	79.75%	53.60%
78	P.Acucar-CBD	PN	0.71%	3.05%	-23.10%
79	La Fonte Par	PN	0.48%	35.48%	9.33%
80	Lix da Cunha	PN	0.00%	9.38%	-16.77%
Grupo 1 superou o Ibovespa em média em					
27.64%					
Grupo 2 superou o Ibovespa em média em					
16.64%					
Grupo 3 superou o Ibovespa em média em					
12.60%					
Grupo 4 superou o Ibovespa em média em					
15.36%					

Os resultados dessa tabela indicam que o grupo dos altos *dividend yields* (Grupo 1), novamente, obteve os maiores retornos totais, superando a média do Ibovespa para o período e em maior percentagem comparada aos demais grupos.

Em adição às conclusões e resultados apurados na seção 6.1, a qual analisou a correlação, cálculos e dados para as médias de seis anos, tem-se para a média de três anos o seguinte:

- ✓ Altos *dividend yields* correspondem, em 50% dos casos, a altos ou médio-altos ganhos de capital
- ✓ Médio-altos *dividend yields* correspondem, em 60% dos casos, a altos ou médio-altos ganhos de capital
- ✓ Médio-baixos *dividend yields* correspondem, em 50% dos casos, a baixos ou médio-baixos ganhos de capital
- ✓ Baixos *dividend yields* correspondem, em 60% dos casos, a baixos ou médio-baixos ganhos de capital
- ✓ Altos *dividend yields* possuem os maiores retornos totais, os quais superam o Ibovespa em 27,64%.

De posse desses resultados pode-se afirmar, para a amostra estudada, com os dados da média de três anos, a existência de uma relação entre pagamentos de proventos em dinheiro e ganhos de capital. A aplicação do teste de correlação também, para a média de três anos, indicou uma fraca associação entre as duas variáveis.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao vislumbrar a realização deste trabalho partiu-se da problemática acerca dos retornos dos investidores sobre seus investimentos. Viu-se que o retorno total é fruto de dois componentes: os proventos em dinheiro auferidos e os ganhos de capital. A partir de então foram apresentadas algumas hipóteses referentes a relação entre esses dois componentes dos retornos totais, as quais indicaram que empresas pagadoras de altos proventos em dinheiro, ou seja, com altos *dividend yields*, não estariam remunerando seus acionistas através de ganhos de capital compatíveis. A ausência de consenso quanto a essas hipóteses confirmou a necessidade de investigação e análises mais aprofundadas que pudessem indicar tendências, comportamentos, ou ainda, respostas sobre a possibilidade das empresas que pagam altos *dividend yields* também remunerarem seus acionistas através de altos ganhos de capital.

Diante disso, foram reunidos os dados relevantes ao cálculo do *dividend yield* e dos ganhos de capital para a amostra definida, segmentando à análise, cálculo de retornos e de correlação segundo a média de seis anos (2001 a 2006) e três anos (2004 a 2006). A partir dos cálculos parciais foi possível classificar os resultados em altos, médio-altos, médio-baixos e baixos, tanto para os *dividend yields* quanto para os ganhos de capital. A comparação entre os grupos para as duas variáveis revelou a existência de relação entre pagamentos de proventos em dinheiro e ganhos de capital.

A análise das médias de seis anos indicou que o grupo com os mais altos *dividend yields*, ou seja, o grupo que mais distribui seus lucros em forma de proventos em dinheiro, remunera os acionistas através de altos ou médio-altos ganhos de capital. As ações dessas empresas estão tendo valorização de seu preço. No mesmo sentido, as ações com médio-altos *dividend yields*, na maioria dos casos, obteve altos ou médio-altos ganhos de capital. O grupo dos médio-baixos *dividend yields* e dos baixos *dividend yields*, na maioria dos casos, apresentou baixos ou médio-baixos ganhos de capital. Sendo assim, o investidor que aplicou em ações dos diferentes grupos levando em consideração a classificação a partir

dos *dividend yields* obteve ganhos de capital, na maioria dos casos, compatíveis a essa primeira classificação. O cálculo da correlação entre essas duas variáveis dos retornos totais reforçou os resultados obtidos e revelou a existência de correlação positiva entre elas, especialmente considerando os resultados ano a ano (o resultado para a média de seis anos revelou uma fraca correlação). Os grupos, classificados segundo a média de seis anos do *dividend yield*, tiveram seus retornos totais comparados ao desempenho do Ibovespa e, mais uma vez, o grupo com alto *dividend yield* obteve os maiores retornos totais, os quais superaram o Ibovespa em mais pontos percentuais que os demais grupos. A análise das médias de três anos indicou resultados semelhantes aos da média de seis anos à exceção da comparação dos grupos 1 e 3 entre *dividend yield* e ganhos de capital. No caso do grupo 1, altos *dividend yields* corresponderam, em 50% dos casos, a altos ou médio-altos ganhos de capital (diferentemente dos 60% apurados para a média de seis anos). Igualmente, no caso do grupo 3, médio-baixos *dividend yields* corresponderam, em 50% dos casos, a baixos ou médio-baixos ganhos de capital (diferentemente dos 60% apurados para a média de seis anos).

Após a análise de dados pode-se concluir que os objetivos propostos neste trabalho foram atingidos e que as conclusões e resultados apurados são de extrema valia. Os números mostraram que não necessariamente a teoria e as hipóteses apresentadas se comprovam. Ao contrário, na maioria dos casos indica o caminho oposto. Nem por isso descarta-se a possibilidade de pesquisas futuras que venham a aprofundar e complementar este trabalho. Uma possibilidade seria ampliar o horizonte de tempo estudado, fazer uso de uma amostra mais abrangente ou, ao contrário, mais específica de algum setor, ou seja, para obter-se resultados mais direcionados. Outra questão que poderia ser abordada é a dos motivos e razões que levam a amostra a apresentar esses resultados.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Copom – Definição e Histórico**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 29 abr. 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das taxas de juros**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 29 abr. 2007 / 3 nov. 2007.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Fundamentos de Investimentos**. Trad. Jairo Laser Procianoy. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BOVESPA. **Conheça o Novo Mercado**. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 13 out. 2007.

BOVESPA. **Ibovespa**. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 27 jul. 2007.

BOVESPA. **Quem somos**. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 30 abr. 2007.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, 1976.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira: teoria e prática**. Trad. da 10ª ed. Americana. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira**. Trad. Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Y. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CORRADO, Charles J.; JORDAN, Bradford D. **Fundamentals of Investments: Valuation and Management**. 3. ed. McGraw-Hill, 2005.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

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

DAMODARAN, Aswath. **Filosofias de Investimento: estratégias bem sucedidas e os investidores que as fizeram funcionar**. Trad. Carlos Trieschmann. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2006.

NAGATSUKA, Divane A. da S.; TELES, Egberto L. **Manual de Contabilidade Introdutória**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SOLIDUS CORRETORA. **Ranking de Dividendos**. Disponível em: <www.solidus.com.br>. Acesso em: 30 abr. 2007.

ANEXOS

ANEXO A – Grupo 2: médio-altos *dividend yields* e médio-altos ganhos de capital, média de 6 anos

<i>Dividend Yield</i>			<i>Ganho de Capital</i>		
GRUPO 2			GRUPO 2		
	Empresa	Classe		Empresa	Classe
21	Drogasil	ON	21	Alpargatas	PN
22	Magnesita	PNA	22	Gerdau	PN
23	Forjas Taurus	PN	23	Klabin S/A	PN
24	Cemig	PN	24	Sadia S/A	PN
25	Ferbasa	PN	25	Suzano Petr	PN
26	Ultrapar	PN	26	Fosfertil	PN
27	Sadia S/A	PN	27	AES Tiete	PN
28	Gerdau	PN	28	Comgas	PNA
29	Sabesp	ON	29	Sid Nacional	ON
30	Marcopolo	PN	30	Tractebel	ON
31	Ipiranga Pet	PN	31	Whirpool	PN
32	Klabin S/A	PN	32	Duratex	PN
33	Alpargatas	PN	33	Millennium	PNA
34	Telemar N L	PNA	34	Vale R Doce	PNA
35	Brasil	ON	35	Ferbasa	PN
36	Weg	ON	36	Perdigao S/A	ON
37	Itausa	PN	37	Suzano Papel	PNA
38	Petrobras	PN	38	Tran Paulist	PN
39	Randon Part	PN	39	Itausa	PN
40	Unipar	PNB	40	Magnesita	PNA

Médio-Alto <i>Dividend Yield</i> (G2)	Ganhos de K
25.00%	G1 - Alto
35.00%	G2 – Médio-Alto
30.00%	G3 – Médio-Baixo
10.00%	G4 - Baixo
100.00%	

ANEXO B – Grupo 3: médio-baixos *dividend yields* e médio-baixos ganhos de capital, média de 6 anos

<i>Dividend Yield</i>			<i>Ganho de Capital</i>		
GRUPO 3			GRUPO 3		
	Empresa	Classe		Empresa	Classe
41	CCR Rodovias	ON	41	Marcopolo	PN
42	Vale R Doce	PNA	42	Lix da Cunha	PN
43	Suzano Papel	PNA	43	Unipar	PNB
44	Alfa Invest	PN	44	Bradespar	PN
45	Whirpool	PN	45	Rasip Agro	PN
46	Bradesco	PN	46	Aracruz	PNB
47	Unibanco	UnN1	47	Souza Cruz	ON
48	Brasil Telec	PN	48	Metal Leve	PN
49	Alfa Financ	PN	49	Bradesco	PN
50	Brasil T Par	PN	50	Petrobras	PN
51	Aracruz	PNB	51	Cemig	PN
52	Perdigao S/A	ON	52	Itaubanco	PN
53	Brasmotor	PN	53	V C P	PN
54	Comgas	PNA	54	Unibanco	UnN1
55	Telemar	PN	55	Ipiranga Pet	PN
56	Banestes	ON	56	Alfa Financ	PN
57	V C P	PN	57	Ultrapar	PN
58	Itaubanco	PN	58	Brasmotor	PN
59	Duratex	PN	59	Celesc	PNB
60	Tim Part S/A	PN	60	Eternit	ON

Médio-Baixo <i>Dividend Yield</i> (G3)	Ganhos de K
10.00%	G1 - Alto
30.00%	G2 – Médio-Alto
35.00%	G3 – Médio-Baixo
25.00%	G4 - Baixo
100.00%	

ANEXO C – Dividend Yield e Ganhos de Capital ano a ano

Empresa	Classe	Ganho de		Ganho de Capital 2006								
		Dividend Yield 2001	Capital 2001	Dividend Yield 2002	Capital 2002	Dividend Yield 2003	Capital 2003	Dividend Yield 2004	Capital 2004	Dividend Yield 2005	Capital 2005	
Acos Vill	ON	0,00%	-22,14%	0,00%	-4,00%	0,00%	379,17%	39,02%	200,00%	14,33%	-13,04%	102,67%
AES Tiete	PN	6,73%	40,47%	4,34%	-28,13%	17,22%	13,04%	22,74%	169,15%	16,44%	45,77%	22,40%
Alfa Financ	PN	6,90%	34,74%	6,00%	-10,16%	7,93%	65,22%	0,00%	34,21%	5,31%	2,35%	19,16%
Alfa Invest	PN	6,50%	7,55%	7,51%	26,67%	5,95%	44,04%	3,98%	-2,88%	4,79%	-3,96%	18,56%
Alpargatas	PN	4,95%	-16,92%	13,48%	0,94%	13,41%	83,47%	0,00%	80,00%	8,18%	102,19%	77,91%
Amazonia	ON	0,00%	2,78%	0,94%	-49,19%	24,50%	48,40%	6,63%	12,90%	13,25%	-28,57%	53,33%
Ambev	PN	1,85%	1,28%	2,76%	13,45%	4,83%	36,85%	4,73%	0,14%	3,22%	42,69%	17,38%
Aracruz	PNB	6,14%	37,68%	6,13%	72,89%	6,14%	56,80%	3,74%	-4,53%	4,51%	-8,10%	41,18%
Banestes	ON	0,51%	-	-	-	1,20%	62,50%	2,89%	-30,77%	7,74%	44,44%	182,66%
Bradesco	PN	4,33%	-10,71%	5,26%	-11,60%	8,96%	39,69%	5,49%	28,64%	6,17%	110,81%	28,54%
Bradespar	PN	0,00%	-33,05%	0,00%	-26,58%	0,00%	117,24%	4,21%	38,89%	5,95%	35,54%	70,32%
Brasil	ON	6,24%	77,39%	7,69%	-7,46%	10,39%	144,90%	5,43%	35,61%	5,77%	29,85%	51,66%
Brasil T Par	PN	1,93%	-18,71%	3,43%	-0,05%	3,50%	18,74%	3,74%	-6,99%	12,06%	-14,43%	6,45%
Brasil Telec	PN	2,78%	-20,43%	4,64%	-11,06%	3,92%	29,47%	5,42%	-9,87%	8,44%	-26,64%	9,01%
Braskem	PNA	6,49%	-22,75%	1,40%	-52,54%	0,00%	507,73%	4,46%	100,45%	2,73%	-43,28%	-21,05%
Brasmotor	PN	8,90%	24,52%	5,99%	-17,10%	2,15%	-3,13%	1,09%	35,48%	2,23%	-35,71%	132,59%
CCR Rodovias	ON	-	-	-	-	7,97%	248,65%	9,21%	125,19%	3,44%	27,37%	55,95%
Celcsc	PNB	0,00%	-20,69%	0,00%	17,39%	6,72%	50,00%	7,64%	39,51%	5,99%	29,20%	17,16%
Cemig	PN	4,79%	17,02%	4,19%	-18,26%	7,48%	99,43%	8,10%	23,03%	19,68%	46,38%	10,52%
Coelce	PNA	-	-24,59%	11,05%	-32,77%	18,60%	41,33%	5,26%	-2,83%	35,50%	72,33%	61,27%
Comgas	PNA	1,16%	-20,16%	2,42%	-41,97%	4,00%	241,01%	7,16%	47,49%	9,55%	-4,31%	40,30%
Confab	PN	21,08%	86,09%	17,48%	100,93%	11,16%	25,35%	3,70%	78,66%	6,30%	4,05%	61,14%
Copel	PNB	3,93%	6,33%	0,00%	-40,48%	1,56%	36,00%	2,58%	-14,71%	3,87%	55,09%	38,97%
Coteminas	PN	4,54%	15,15%	7,04%	95,20%	3,38%	-15,31%	4,19%	37,30%	1,77%	-28,67%	16,82%
Drogasil	ON	-	-	-	-	8,18%	24,51%	7,67%	25,00%	7,42%	-15,00%	488,24%
Duratex	PN	3,57%	-13,82%	4,41%	9,70%	4,25%	59,63%	5,99%	49,38%	3,17%	19,76%	123,57%

Eletrobras	PNB	8,09%	-13,36%	2,78%	-24,87%	2,56%	92,83%	1,49%	-13,27%	2,10%	1,02%	2,05%	20,96%
Embraer	ON	6,02%	1,30%	4,20%	16,86%	2,14%	50,78%	4,23%	-18,13%	3,91%	13,92%	2,52%	22,50%
Eternit	ON	14,36%	-38,92%	35,60%	28,88%	13,39%	0,00%	15,89%	38,89%	11,31%	-15,33%	18,86%	113,07%
Ferbasa	PN	14,46%	18,35%	14,05%	121,69%	11,59%	92,50%	7,25%	27,95%	2,65%	-26,75%	2,82%	-0,42%
Forjas Taurus	PN	23,80%	97,50%	-	149,37%	3,81%	-28,93%	5,71%	-4,29%	5,53%	11,19%	7,05%	173,83%
Fosfertil	PN	10,74%	18,38%	38,46%	61,94%	8,45%	137,11%	11,85%	42,78%	4,28%	-17,78%	2,87%	26,67%
Gerdau	PN	8,46%	20,09%	11,52%	61,21%	9,36%	129,85%	9,67%	55,74%	5,68%	24,11%	5,15%	33,24%
Gerdau Met	PN	11,22%	0,58%	28,06%	71,18%	15,22%	124,58%	16,16%	102,10%	6,55%	7,94%	6,96%	35,93%
Guararapes	ON	3,93%	-8,91%	6,44%	47,83%	-	50,00%	4,66%	93,14%	1,60%	244,37%	1,14%	56,99%
Inds Romi	ON	15,59%	41,64%	15,83%	42,00%	17,30%	135,92%	10,23%	64,18%	7,58%	30,91%	22,54%	119,44%
lochp-Maxion	PN	11,05%	-12,28%	0,00%	-16,67%	0,00%	232,00%	7,30%	259,02%	3,58%	27,52%	2,25%	-4,47%
Ipiranga Dis	PN	5,66%	-23,08%	5,70%	-17,39%	13,84%	28,95%	14,28%	67,35%	10,75%	-1,46%	10,09%	36,14%
Ipiranga Pet	PN	2,21%	-21,69%	0,00%	-37,94%	13,05%	80,31%	14,82%	93,40%	9,16%	5,24%	7,81%	32,40%
Ipiranga Ref	ON	10,41%	-20,47%	0,00%	-68,23%	0,00%	258,33%	6,41%	120,93%	3,52%	139,47%	1,33%	-6,15%
Itaubanco	PN	3,79%	-4,87%	4,21%	-2,55%	5,91%	67,35%	4,28%	39,02%	4,10%	41,10%	3,57%	37,48%
Itausa	PN	6,88%	12,81%	6,34%	-12,93%	10,36%	82,95%	6,37%	35,25%	6,01%	61,10%	5,54%	47,73%
Kepler Weber	ON	-	-	2,66%	11,00%	4,11%	152,25%	2,05%	278,57%	0,16%	-10,38%	0,00%	-31,16%
Klabin S/A	PN	2,24%	-32,88%	0,00%	5,10%	28,17%	265,05%	4,78%	43,62%	3,47%	-23,15%	6,07%	28,92%
La Fonte Par	PN	0,00%	-5,88%	5,37%	-16,67%	3,81%	25,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	1,45%	5,00%
Lix da Cunha	PN	37,34%	80,00%	26,04%	100,00%	2,34%	8,33%	0,00%	-34,36%	0,00%	-37,50%	0,00%	100,00%
Lojas Americ	PN	5,98%	13,80%	32,21%	127,72%	14,57%	231,63%	4,48%	33,07%	2,22%	76,08%	2,30%	67,16%
Magnesita	PNA	7,59%	-8,11%	20,83%	42,65%	13,96%	120,62%	7,07%	48,13%	4,08%	-2,27%	6,11%	24,40%
Marcopolo	PN	10,85%	40,87%	8,03%	34,49%	8,40%	13,21%	7,08%	42,50%	5,52%	-14,91%	7,76%	104,47%
Metal Leve	PN	13,74%	40,63%	10,19%	30,00%	9,38%	72,65%	18,58%	67,82%	18,03%	-28,61%	4,61%	3,17%
Millennium	PNA	7,67%	-	-	-	11,90%	117,50%	16,72%	75,86%	14,35%	-18,30%	1,72%	-16,80%
P.Acucar-CBD	PN	0,80%	-30,59%	1,06%	10,12%	0,89%	29,17%	1,12%	-2,41%	0,80%	11,94%	0,23%	-2,51%
Perdigao S/A	ON	7,56%	0,00%	0,84%	0,00%	5,39%	40,00%	9,87%	95,38%	6,02%	63,05%	1,20%	34,44%
Petrobras	PN	7,63%	11,73%	4,97%	-9,29%	11,20%	64,66%	6,02%	27,16%	6,59%	53,21%	4,90%	33,83%
Randon Part	PN	3,77%	31,25%	10,71%	98,41%	10,65%	130,40%	8,82%	159,38%	3,35%	2,41%	3,72%	25,49%
Rasip Agro	PN	0,00%	33,33%	1,32%	100,00%	0,00%	31,25%	4,41%	13,11%	0,00%	-25,00%	4,50%	44,44%
Rossi Resid	ON	0,00%	-31,58%	2,07%	-28,21%	0,00%	10,56%	4,53%	29,55%	2,18%	364,91%	1,01%	28,77%
Sabesp	ON	9,89%	-24,14%	2,88%	-30,30%	19,24%	77,39%	3,29%	-3,52%	7,77%	-0,29%	6,06%	86,62%
Sadia S/A	PN	10,13%	7,76%	9,68%	8,80%	17,15%	192,65%	5,46%	50,25%	5,05%	10,37%	2,72%	8,48%
Sao Carlos	ON	1,58%	62,50%	5,40%	38,46%	1,62%	11,00%	0,00%	10,11%	0,00%	18,27%	5,32%	199,00%
Saraiva Livr	PN	3,05%	-1,36%	3,41%	-16,13%	4,98%	9,34%	4,10%	20,60%	4,01%	43,33%	3,55%	52,85%

Sid Nacional	ON	22,45%	-41,22%	13,12%	40,14%	33,35%	206,35%	20,49%	29,65%	9,42%	-0,96%	11,04%	28,23%
Souza Cruz	ON	24,20%	65,12%	17,70%	25,49%	14,48%	69,87%	7,78%	17,67%	6,36%	-18,59%	9,28%	31,21%
Suzano Papel	PNA	5,46%	-8,20%	5,43%	20,27%	12,83%	144,04%	4,04%	8,20%	3,55%	-14,28%	3,41%	80,12%
Suzano Petr	PN	-	-	-	-	2,25%	113,79%	6,14%	114,19%	0,29%	-28,01%	0,00%	-17,99%
Telemar	PN	1,93%	-13,10%	3,71%	-25,21%	8,21%	66,37%	6,52%	-2,25%	4,66%	-3,60%	2,08%	-22,89%
Telemar N L	PNA	-	-	5,86%	-24,99%	8,70%	28,00%	9,96%	17,27%	6,80%	-6,00%	4,30%	-23,46%
Telemig Part	ON	0,90%	-19,50%	1,06%	-42,23%	2,97%	102,36%	1,54%	9,34%	4,40%	7,95%	1,07%	-21,04%
Telesp	PN	8,27%	14,31%	7,06%	8,72%	22,45%	32,07%	13,86%	11,92%	15,06%	-5,42%	13,49%	14,70%
Tim Part S/A	PN	0,00%	-29,82%	2,40%	-24,10%	4,24%	50,73%	5,13%	-1,94%	4,71%	46,26%	8,69%	26,09%
Tractebel	ON	9,92%	37,17%	0,00%	-12,28%	29,57%	128,86%	11,28%	22,35%	15,96%	53,57%	9,47%	19,60%
Tran Paulist	PN	10,20%	-4,27%	15,37%	-13,69%	17,58%	146,88%	3,63%	5,42%	15,45%	80,82%	2,92%	14,02%
Ultrapar	PN	23,80%	1,08%	6,56%	33,16%	4,15%	49,76%	6,32%	36,77%	4,43%	-26,72%	5,47%	50,74%
Unibanco	UnN1	4,70%	-9,81%	4,86%	-19,80%	7,59%	75,93%	5,37%	22,11%	5,98%	68,68%	4,41%	37,65%
Unipar	PNB	10,60%	3,73%	9,43%	11,76%	7,92%	126,75%	6,99%	114,47%	2,95%	-38,86%	2,71%	-11,59%
Usiminas	PNA	5,08%	-25,85%	0,00%	0,77%	28,35%	417,53%	14,35%	58,91%	9,42%	3,06%	7,13%	44,78%
V C P	PN	4,39%	46,89%	3,15%	48,53%	5,21%	52,25%	4,11%	18,50%	3,38%	-33,03%	5,79%	43,34%
Vale R Doce	PNA	10,44%	13,10%	4,99%	81,77%	6,02%	50,80%	5,72%	30,74%	6,17%	30,55%	3,34%	29,19%
Weg	ON	9,61%	65,25%	7,65%	21,03%	8,56%	111,86%	5,68%	53,00%	3,51%	-	-	-
Whirpool	PN	11,89%	42,86%	6,73%	34,29%	1,36%	-1,06%	0,26%	-8,60%	2,00%	-23,53%	11,98%	204,62%

ANEXO D – Grupo 2: médio-altos *dividend yields* e médio-altos ganhos de capital, média de 3 anos

<i>Dividend Yield</i>			Ganho de Capital		
GRUPO 2			GRUPO 2		
	Empresa	Classe		Empresa	Classe
21	Tran Paulist	PN	21	Weg	ON
22	Brasil Telec	PN	22	Gerdau Met	PN
23	Telemar N L	PNA	23	Bradespar	PN
24	Gerdau	PN	24	Itausa	PN
25	Marcopolo	PN	25	Confab	PN
26	Banestes	ON	26	Eternit	ON
27	Fosfertil	PN	27	Brasmotor	PN
28	Tim Part S/A	PN	28	Marcopolo	PN
29	Brasil	ON	29	Ipiranga Pet	PN
30	Celesc	PNB	30	Coelce	PNA
31	Forjas Taurus	PN	31	Unibanco	UnN1
32	Itausa	PN	32	Itaubanco	PN
33	Petrobras	PN	33	Brasil	ON
34	CCR Rodovias	ON	34	Saraiva Livr	PN
35	Magnesita	PNA	35	Petrobras	PN
36	Sabesp	ON	36	Gerdau	PN
37	Perdigao S/A	ON	37	Usiminas	PNA
38	Ultrapar	PN	38	La Fonte Par	PN
39	Randon Part	PN	39	Ipiranga Dis	PN
40	Unibanco	UnN1	40	Tran Paulist	PN

Médio-Alto <i>Dividend Yield</i> (G2)	Ganhos de K
25.00%	G1 - Alto
35.00%	G2 - Médio-Alto
30.00%	G3 - Médio-Baixo
10.00%	G4 - Baixo
100.00%	

ANEXO E – Grupo 3: médio-baixos *dividend yields* e médio-baixos ganhos de capital, média de 3 anos

<i>Dividend Yield</i>			Ganho de Capital		
GRUPO 3			GRUPO 3		
	Empresa	Classe		Empresa	Classe
41	Bradespar	PN	41	Tractebel	ON
42	Vale R Doce	PNA	42	Vale R Doce	PNA
43	Bradesco	PN	43	Celesc	PNB
44	Alfa Invest	PN	44	Comgas	PNA
45	Klabin S/A	PN	45	Sabesp	ON
46	Whirpool	PN	46	Cemig	PN
47	Weg	ON	47	Copel	PNB
48	Brasmotor	PN	48	Suzano Papel	PNA
49	Duratex	PN	49	Tim Part S/A	PN
50	Aracruz	PNB	50	Magnesita	PNA
51	V C P	PN	51	Sadia S/A	PN
52	Telemar	PN	52	Suzano Petr	PN
53	Sadia S/A	PN	53	Unipar	PNB
54	lochp-Maxion	PN	54	Ultrapar	PN
55	Ferbasa	PN	55	Ambev	PN
56	Unipar	PNB	56	Sid Nacional	ON
57	Confab	PN	57	Alfa Financ	PN
58	Copel	PNB	58	Fosfertil	PN
59	Alpargatas	PN	59	Klabin S/A	PN
60	Itaubanco	PN	60	Metal Leve	PN

Médio-Baixo <i>Dividend Yield</i> (G3)	Ganhos de K
25.00%	G1 - Alto
25.00%	G2 - Médio-Alto
25.00%	G3 - Médio-Baixo
25.00%	G4 - Baixo
100.00%	