



Ricardo Magalhães Gomes

**Dividendos, Impostos, e Retornos no
Mercado Acionário Brasileiro**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

Dissertação apresentada como requisito parcial
para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de
Pós-graduação em Engenharia de Produção do
Departamento de Engenharia Industrial da PUC-Rio.

Orientador: Prof. Tara Keshar Nanda Baidya.

Rio de Janeiro

Julho de 2003



Ricardo Magalhães Gomes

Dividendos, Impostos, e Retornos no Mercado Acionário Brasileiro

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Engenharia de Produção do Departamento de Engenharia Industrial do Centro Técnico Científico da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Tara Keshar Nanda Baidya

Orientador

Departamento de Engenharia Industrial – PUC-Rio

Prof. Carlos Patricio Samanez

Departamento de Engenharia Industrial – PUC-Rio

Prof. José Paulo Teixeira

Departamento de Engenharia Industrial – PUC-Rio

Prof. Manuel Jeremias Leite Caldas

Banco PEBB

Prof. Ney Augusto Dumont

Coordenador Setorial do Centro Técnico Científico – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 16 de julho de 2003

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Ricardo Magalhães Gomes

Graduou-se em Engenharia Elétrica na PUC-Rio em 1993. Pós-graduado em Engenharia Financeira na CCE/PUC-Rio em 2000. Atualmente é responsável pela gestão dos fundos de ações da Mellon Global Investments Brasil.

Ficha Catalográfica

Gomes, Ricardo Magalhães

Dividendos, impostos, e retornos no mercado acionário brasileiro / Ricardo Magalhães Gomes; orientador: Tara Keshar Nanda Baidya – Rio de Janeiro : PUC, Departamento de Engenharia Industrial, 2003.

88 f. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Engenharia Industrial.

Inclui referências bibliográficas.

1. Engenharia industrial – Teses. 2. Dividendo. 3. Finanças. 4. Mercado acionário brasileiro. I. Baidya, Tara Keshar Nanda. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Engenharia Industrial. III. Título.

CDD: 658.5

Aos meus Pais, Paulo e Maria Luiza,
e a minha irmã, Luciana

Agradecimentos

Ao meu orientador Tara Baidya pelo apoio, paciência e confiança depositada.

A Eduardo Rezende e a Mellon Global Investments Brasil, por terem possibilitado a execução deste trabalho.

A todos os professores e funcionários do Departamento pelos ensinamentos e pela ajuda.

A todos os amigos e familiares que de uma forma ou de outra me estimularam ou me ajudaram.

RESUMO

Gomes, Ricardo Magalhães; Baidya, Tara Nanda Keshar. **Dividendos, impostos e retornos no mercado acionário brasileiro**. Rio de Janeiro, 2003. 89p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A política de distribuição de dividendos têm despertado o interesse de economistas deste século e nas últimas cinco décadas foi objeto de uma intensa modelagem teórica e de testes empíricos. Um grande número de modelos é conflitante entre si (todos sem grande suporte empírico), e definem as tentativas de explicar o comportamento da distribuição de lucros. Buscaremos explicar o comportamento, fazendo uma análise empírica da distribuição de dividendos no mercado brasileiro.

Palavras-chave

Dividendo, finanças, mercado acionário brasileiro.

Abstract

Gomes, Ricardo Magalhães; Baidya, Tara Nanda Keshar. **Dividends, taxes and returns in brasilian equity market.** Rio de Janeiro, 2003. 89p. MSc. Dissertation – Departamento de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The politics of distribution of dividends has been an important matter of economists of this century and in last the five decades. It was object of an intense theoretical modeling and empirical tests. A great number of models are conflicting among themselves(all without great empirical support), and define the attempts to explain the behavior of the distribution of profits. We will try to explain the behavior, making an empirical analysis of the dividends distribution, in the brazilian equity market.

Keywords

Dividends, finance, brasilian equity market.

Sumário

1	Introdução	12
1.1	Modelo de informação completa – fator de impostos	12
1.2	Modelos de informação assimétrica	13
1.3	Modelos comportamentais	14
1.4	Objetivos	16
1.5	Organização	16
2	Revisão Bibliográfica	18
3	Os impostos sobre dividendos, ganhos de capital e a legislação societária brasileira	30
3.1	Imposto de renda sobre dividendos e ganhos de capital	30
3.2	Legislação societária	33
4	Teste do Modelo CAPM considerando o pagamento de impostos	35
5	Teste Empírico da relação entre dividendo, impostos e retornos	50
6	Conclusões	68
	Referências Bibliográficas	70
	Apêndice A - Legislação brasileira	74
	Apêndice B - Amostra	87

Lista de Tabelas

Tabela 3-1 – Impostos sobre os investidores e o retorno esperado após o pagamento de proventos em dinheiro	33
Tabela 5-1 – Estimativas GLS do modelo pós e pré impostos utilizando Regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o IBX.	53
Tabela 5-2 -Estimativas GLS do modelo pós e pré impostos utilizando Regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o Ibovespa	54
Tabela 5-3 - Estimativas GLS para o modelo pós-impostos acrescentando variável de persistência utilizando Regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o IBX.	55
Tabela 5-4- Estimativas GLS para o modelo pós-impostos acrescentando variável de teste de efeito clientela utilizando Regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o IBX.	57
Tabela 5-5- Estimativas GLS para o modelo pós-impostos testando do efeito clientela sobre 5 grupos ordenado pela taxa de dividendo utilizando regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o IBX. Período: jun 96/dez 01	58
Tabela 5-6- Estimativas GLS para o modelo pós-impostos testando do efeito clientela sobre 5 grupos ordenado pela taxa de dividendo utilizando regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o IBX. Período: jun 96/dez 98	58
Tabela 5-7- Estimativas GLS para o modelo pós-impostos testando do efeito clientela sobre 5 grupos ordenado pela taxa de dividendo utilizando regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o IBX. Período: mar 99/dez 01	59
Tabela 5-8- Estimativas GLS para o modelo pós-impostos testando do efeito clientela sobre 5 grupos ordenado pela taxa de dividendo	

utilizando regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o IBX. Período: jan 99/dez 01	59
Tabela 5-9- Estimativas GLS para o modelo pós-impostos com variável de controle de tamanho, utilizando regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o IBX.	60
Tabela 5-10- Estimativas GLS para o modelo pós-impostos com variável de controle de tamanho, utilizando regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o Ibovespa.	60
Tabela 5-11- Estimativas GLS para o modelo pós-impostos com retornos ajustado ao tamanho, utilizando regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o IBX .	61
Tabela 5-12 - Estimativas GLS para o modelo pós-impostos com retornos ajustado ao tamanho, utilizando regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o Ibovespa.	62
Tabela 5-13 - Estimativas GLS para o modelo pós-impostos testando do efeito clientela sobre 5 grupos ordenado pela taxa de dividendo, com retorno ajustado ao tamanho, utilizando regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o IBX. Período: jun 96/dez 01	63
Tabela 5-14 – Frequência de distribuição do valor do juros sobre o capital próprio distribuído	66
Tabela 5-15 - Frequência de distribuição do valor do dividendo distribuído	66
Tabela 5-16 - Frequência de distribuição do valor do dividendo e do juros sobre o capital próprio distribuído	67
Tabela 5-17 - Estimativas GLS para o modelo pós-impostos com retornos ajustado ao tamanho, dividendos e juros sobre o capital próprio ajustados, utilizando regressão cross sectional e de séries temporais em painel, utilizando como mercado o Ibovespa.	67

Lista de Figuras

Figura 5-1 – Histograma dos meses de distribuição de dividendo	51
Figura 5-2 Histograma dos meses de distribuição de juros sobre o capital próprio	52
Figura 5-3 - Histograma do número de dias após o anúncio do juro sobre o capital próprio em que a ação se torna ex. Período: jan 96/dez 98	64
Figura 5-4- Histograma do número de dias após o anúncio do juro sobre o capital próprio em que a ação se torna ex. Período: jan 99/dez 01	64
Figura 5-5 - Histograma do número de dias após o anúncio do dividendo em que a ação se torna ex. Período: jan 96/dez 98	64
Figura 5-6 - Histograma do número de dias após o anúncio do dividendo em que a ação se torna ex. Período: jan 99/dez 01	65