PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO

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

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0116500/CA

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO

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

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0116500/CA

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

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0116500/CA

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0116500/CA

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

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0116500/CA

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 têm como objetivo 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.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0116500/CA

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 payout policy has been an importat subject matter for economists throughout the last century and, in past five decades, it was an object of intense theoretical modeling and empirical tests. A great number of these models are conflicting (all without great empirical support), and try to explain the behavior of the distribuition of profits. We will try to explain the behavior of ditribuitions od dividends in brazilian equity market, using empirical analysis.

Keywords

Dividends, finance, brasilian equity market.

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0116500/CA

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 74

Apêndice B 87

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0116500/CA

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

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0116500/CA

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 – Freqüência de distribuição do valor do juros sobre o capital próprio distribuído 66
Tabela 5-15 - Freqüência de distribuição do valor do dividendo distribuído 66
Tabela 5-16 - Freqüência 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

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0116500/CA

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

PUC-Rio - Certificação Digital Nº 0116500/CA