

ANÁLISE DE INVESTIMENTOS BASEADOS EM PROVENTOS DE AÇÕES DE BANCOS BRASILEIROS E EFEITOS DO CORONAVÍRUS¹

ANALYSIS OF INVESTMENTS BASED ON DIVIDENDS OF BRAZILIAN BANKS AND CORO- NAVIRUS EFFECTS

Alex Santiago Nina

Doutorado em Desenvolvimento Sustentável (UFPA)

Universidade do Estado do Amapá (UEAP)

alex.0591@hotmail.com

RESUMO

Objetivo: Comparar os retornos de carteiras de investimentos com aportes mensais, para o período de 2014 a 2019, considerando três ações ordinárias do setor bancário, o Tesouro SELIC e um ativo que replica o Ibovespa.

Fundamento: Os investimentos baseados em proventos têm sido estudados do ponto de vista teórico (em teorias como da Irrelevância, da Relevância, da Preferência Tributária e da Agência) e empírico (simulações de carteiras compostas por empresas boas distribuidoras de proventos). Não existe um consenso científico sobre eficácia desta abordagem, ao passo que, no Brasil, ela tem sido sustentada do ponto de vista legal (obrigatoriedade de pagamentos de proventos), metodológico (a exemplo do método Décio Bazin) e prático (resultados obtidos por investidores como Luíz Barsi Filho), destacando-se o setor bancário como um dos mais promissores.

Método: Análise dos retornos e Índices de Sharpe carteiras de investimento simuladas, considerando estratégias como proventos, concentração, diversificação, preço justo e reserva de oportunidade.

Resultados: Os retornos dos investimentos em ações de bancos, a partir de métodos baseados em proventos, superam os *benchmarks* de renda fixa e variável. Tais retornos podem ser potencializados pela adoção de mecanismos como diversificação, preço justo e reserva de oportunidade. Os momentos posteriores às quedas ocorridas em março de 2020, devido à crise do Coronavírus, foram bons para comprar ações.

Contribuições: Divulgação dos benefícios do mercado acionário à população brasileira, que ainda investe pouco na bolsa de valores.

Palavras-chave: Investimentos. Proventos. Bancos. Coronavírus.

ABSTRACT

Objective: To compare the returns of investment portfolios with monthly contributions, for the period from 2014 to 2019, considering three common shares in the banking sector, the Treasury SELIC and an asset that replicates the Ibovespa.

¹ Artigo recebido em: 17/04/2020. Revisado por pares em: 19/06/2021. Reformulado em: 08/06/2021. Recomendado para publicação: 19/06/2021 por Marco Aurélio dos Santos (Editor Adjunto). Publicado em: 31/08/2021. Organização responsável pelo periódico: UFPB

Fundamentals: Earnings-based investments have been studied from a theoretical point of view (in theories such as Irrelevance, Relevance, Tax Preference and Agency) and empirically (simulations of portfolios composed by good earnings distributors). There is no scientific consensus on the effectiveness of this approach, whereas in Brazil, it has been supported from a legal point of view (mandatory payment of earnings), methodological (an example of the Décio Bazin method) and practical (results selected by investors such as Luíz Barsi Filho), with the banking sector standing out as one of the most promising.

Method: Analysis of returns and Sharpe Ratio of simulated investment portfolios, considering payouts, concentration, diversification, fair price and opportunity reserve.

Results: The returns on investments in bank shares, based on payouts methods, outperform fixed and variable income benchmarks. These returns can be enhanced by the adoption of mechanisms such as diversification, fair price and opportunity reserve. The moments after the falls in March 2020, due to the coronavirus crisis, were good for buying shares.

Contributions: Disclosure of the benefits of the stock market to the Brazilian population, which still invests little in the stock exchange.

Keywords: Investments. Payouts. Banks. Coronavirus.

1 INTRODUÇÃO

Os proventos são remunerações aos acionistas do capital investido, pagos periodicamente de acordo com a política da empresa. No Brasil, a legislação estabelece a sua obrigatoriedade, além de benefícios fiscais. Nesse contexto, uma das principais estratégias de análise de investimentos com base nos proventos foi idealizada por Décio Bazin e aplicada, com sucesso, por grandes investidores, como Luiz Barsi Filho e Lírio Passotto.ⁱ

Inúmeros estudos analisam os retornos de portfólios baseados em proventos, comparando-os com *benchmarks* como um índice de mercado ou títulos públicos (McQueen, Shields, & Thorley, 1997; Filbeck & Visscher, 1997; Visscher & Filbeck, 2003). O setor bancário é considerado um dos mais atrativos para investimentos baseados em proventos, tanto no mercado brasileiro como internacional (Procianoy & Verdi, 2003; Tully, 2006), embora ainda pouco explorado em pesquisas empíricas (Efanga, Etim, & Zwingina, 2021; Weber, 2008). No Brasil, para o período de 2016 a 2019, das 20 ações que pagaram mais dividendos, oito foram bancos ou subsidiárias de bancos, número maior, inclusive, que o de ações do setor elétrico (reconhecido também pela alta distribuição de proventos), que obteve somente 3 (Boscoli, 2020).

Neste sentido, este artigo suscita o seguinte problema de pesquisa: os retornos dos investimentos em ações de bancos, a partir de métodos baseados em proventos, superam os *benchmarks* de renda fixa e variável? Como *benchmarks* serão adotados os títulos públicos Tesouro SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia para Títulos Públicos) e o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa). O objetivo deste artigo é comparar os retornos de carteiras de investimentos com aportes mensais, para o período de 2014 a 2019, considerando três ações ordinárias do setor bancário, o Tesouro SELIC e um ativo que replica o Ibovespa. Os três bancos considerados são: Itaú-Unibanco, Bradesco e Banco do Brasil. Também pretende-se avaliar se as performances das carteiras compostas por ações bancárias podem ser melhoradas com adoção de estratégias como diversificação, preço justo e reserva de oportunidades.

O artigo se justifica pela necessidade de avaliação de alternativas e benefícios do mercado acionário. Os resultados evidenciaram que as carteiras de investimentos focadas em bancos e distribuição de proventos obtiveram retornos melhores que o Tesouro SELIC e que o ativo BOVA11 (que replica o Ibovespa). Com o advento de corretoras sem custos operacionais fixos, o investimento por aportes mensais em ações ficou mais viável para pequenos investidores (pessoas físicas),

que poupam todo mês uma parte de seus salários para acumular patrimônio (Andrade, 2020). Os resultados deste artigo devem ser interessantes, inclusive, para esse tipo de investidor.

Historicamente, estima-se que menos de 1% dos brasileiros investem na bolsa, percentual menor do que em outros países, sejam desenvolvidos (nos EUA chega a 60%), sejam em desenvolvimento (cuja média é de 5%) (Lara, 2019). Este menor percentual pode estar associado ao fato de que o Brasil tradicionalmente possui uma taxa de juros alta, tornando atraente o investimento em títulos públicos (Amorim & Camargos, 2020). Nos últimos anos, no entanto, sobre influência de sucessivas quedas nas taxas de juros, o percentual de brasileiros que investem na bolsa vem aumentando, alcançando cerca de 3% da população em 2020 (Simões, 2021). Nesse contexto, este artigo contribui para divulgação dos benefícios do mercado acionário à população brasileira.

Após esta introdução, na segunda seção, são abordadas questões legais e teóricas sobre política de proventos. Na terceira seção, são explicadas as etapas das simulações realizadas, considerando técnicas como estabelecimento do preço justo de cada ação e diversificação. Na quarta seção, é feita análise dos retornos de cada uma das carteiras simuladas e dos efeitos do coronavírus. Por fim, na última seção, são sintetizados os principais resultados do estudo.

2 REVISÃO DA LITERATURA

No Brasil, as duas principais modalidades de proventos são os dividendos e os juros sobre capital próprio (JSCP). Os dividendos, regulamentados pelas leis n. 6.404/1976 e n. 10.303/2001, são valores pagos aos acionistas, em dinheiro, sendo isentos de imposto de renda e obrigatórios, caso a empresa seja lucrativa, no percentual de 25% do lucro anual aferido (Iudicibus, Martins, Gelbcke, & Santos, 2013). Os JSCP, regulamentados pela Lei n. 9.249/1995, possuem como objetivo a redução da carga tributária das empresas após a correção monetária das demonstrações financeiras (Assaf Neto & Lima, 2010).

A principal obra brasileira, quanto ao uso dos proventos para análise de investimentos, é o livro “Faça fortuna com ações antes que seja tarde”, de Décio Bazin (2017), que teve sua primeira edição em 1992 e é apontado por grandes investidores como Luís Barsi Filho e Lírio Passotto como referência para suas tomadas de decisões (Reis, 2017).

Ao nível global, a literatura sobre dividendos pode ser decomposta em dois grupos:

- Estudos teóricos, que abordam a influência das políticas de proventos adotadas pelas empresas nas decisões dos investidores (Barros, Matos, & Sarmentos, 2019; Black, 1976; Gordon, 1963; Miller & Modigliani, 1961).
- Estudos empíricos, que avaliam os retornos de uma carteira hipotética composta por ações de empresas boas pagadoras de dividendos, em comparação com *benchmarks* como índices de mercados ou títulos públicos (McQueen, Shields, & Thorley, 1997; Silva & Leal, 2001; Rinne & Vähämaa, 2011; Visscher & Filbeck, 2003).

2.1 Estudos Teóricos

Não existe um consenso científico a respeito dos motivos que levam ao estabelecimento de uma política de proventos por parte das empresas e da forma como os investidores são influenciados por esta política (Barros, Matos, & Sarmentos, 2019; Black, 1976). Apesar disso, os estudos podem ser agrupados em quatro teorias principais: da Irrelevância; da Relevância ou do “Pássaro na Mão”; da Preferência Tributária; e da Agência.

2.1.1 Teoria da Irrelevância

A Teoria da Irrelevância dos Proventos (Miller & Modigliani, 1961) considera que os proventos são irrelevantes para os acionistas, uma vez que não influenciam na cotação da ação. Para

essa teoria, o valor de uma empresa é determinado pela sua capacidade de gerar fluxo de caixa e não pela política de distribuição dos lucros (Assaf Neto & Lima, 2010).

Alguns pressupostos são importantes para Teoria da Irrelevância: a) o mercado de capitais é perfeito, isto é, não existe nenhum agente individual (pessoa física ou jurídica) grande o suficiente para enviesar as cotações; b) ausência da incidência de impostos, taxas de corretagem, custódia, emolumentos ou qualquer outro custo de transação; c) não existe assimetria quanto ao acesso às informações por parte dos investidores; d) as decisões de investimentos são feitas previamente, independente das políticas de proventos adotadas pelas empresas; e) os investidores possuem comportamento racional e objetivam o máximo de retorno possível (Miller & Modigliani, 1961).

Conforme a perspectiva da Teoria da Irrelevância, a suposta influência dos proventos no valor da empresa está muito mais relacionada às questões informais, como a sinalização de expectativas de lucros, a mentalidade proletária ou efeito clientela, que visa uma renda periódica (Miller & Modigliani, 1961). Por outro lado, os pressupostos de Miller e Modigliani (1961) são utópicos. No mundo real, em que existem várias imperfeições de mercados (como impostos, custos de transações, custódia, irracionalidade dos investidores), surgem inúmeras controvérsias, dando margem às outras teorias que consideram os proventos como relevantes (Deangelo & Deangelo, 2006).

2.1.2 Teoria da Relevância

A Teoria da Relevância dos Proventos considera que o mercado acionário possui inúmeras incertezas e que, na prática, a política de proventos influencia as decisões dos investidores, na medida em que reduz o risco e diminui o custo de capital, provocando elevações nas cotações das ações. Dessa forma, para essa teoria, existe uma correlação entre a política de proventos e o valor de mercado da empresa (Gordon, 1963; Linter, 1962).

A lógica da Teoria da Relevância está na análise de risco no que tange às duas formas mais comuns de rendimentos no mercado de capitais no longo prazo: ganho de capital e recebimento de proventos. O ganho de capital ocorre a partir da compra, valorização e venda de uma ação num dado intervalo de tempo. Inúmeros fatores ou eventos (riscos), no entanto, podem fazer com que, durante esse intervalo, a ação desvalorize. A distribuição periódica de proventos, portanto, é uma forma reduzir esses riscos: se, em um dado momento, um fator de risco se concretizar, o investidor pelo menos terá assegurado os rendimentos dos proventos distribuídos anteriormente (Gordon, 1963; Linter, 1962).

Uma consequência lógica da Teoria da Relevância é que empresas que optam pela distribuição de proventos acabam por privilegiar, aos seus acionistas, o rendimento do lucro líquido, em detrimento de ganho de capital. Em outras palavras, ao optar por distribuir seus lucros aos investidores, ao invés de reter e usá-los em seus próprios projetos, a empresa reduz suas possibilidades de crescimento de receitas, lucros ou valor patrimonial, e conseqüentemente, valor de mercado (Gordon, 1963; Linter, 1962). Para Assaf Neto e Lima (2010), mesmo que a distribuição de proventos possa representar um menor ganho de capital no futuro, os acionistas preferem garanti-los, o que influencia no nível de risco da empresa.

2.1.3 Teoria da Preferência Tributária

A Teoria da Preferência Tributária foi formulada no contexto dos EUA, onde a tributação sobre os dividendos é maior que sobre o ganho de capital, o que faz com que a segunda opção seja mais atrativa (Damodaran, 2002). Nos EUA, a tributação sobre os dividendos é 30%, ao passo que, para o ganho de capital, varia conforme o montante de transações mensais, desde a isenção (até 39.375,00 dólares), 15% (de 39.375,00 a 434.500,00 dólares), até 20% (maior do que 434.550,00 dólares) (Orem, 2020). Nesse país, é comum as empresas adotarem práticas como distribuição ou recompra de ações, substituindo a distribuição de dividendos (Assaf Neto & Lima, 2010).

A Teoria da preferência tributária, no entanto, não se sustenta no mercado acionário brasileiro, onde os dividendos não são tributados, conforme a Lei n. 9.249/1995, ao passo que os ganhos de capital, caso as transações mensais excedam R\$ 20.000,00, são tributados em 15%. Neste sentido, alguns autores consideram que, no Brasil, a isenção dos dividendos agrega valor e faz com que as empresas distribuidoras sejam mais valorizadas (Dias, 2019; Juvercina & Malaquias, 2018). Além disso, no Brasil, os JSCP, embora tributados originalmente na fonte, podem contribuir para redução da alíquota dos impostos pagos pela empresa após as correções monetárias das demonstrações contábeis (Assaf Neto & Lima, 2010).

2.1.4 Teoria da Agência

A Teoria da Agência considera que a companhia é um conjunto de “contratos”, em que os acionistas têm direito sobre os ativos e fluxos de caixa, enquanto os gestores são os responsáveis pela administração dos recursos. Estas diferenças implicam conflitos entre esses *skateholders* (acionistas e gestores), que agem em defesa dos próprios interesses (Jensen & Meckling, 1976). Esses conflitos gerariam o chamado “custo de agência”.

Para a Teoria da Agência, a política de proventos constitui um meio de mitigação de conflitos e custos de agência, já que reduz a disponibilidade de recursos de caixa aos gestores. Diminui, portanto, o risco de que a empresa invista em projetos não rentáveis e/ou que não estão de acordo com os interesses dos acionistas, embora ponha os gestores em condição de realizar um planejamento das estratégias da companhia mediante uma retenção de lucros já previamente estabelecida pela política da empresa (Jensen, 1986). Nas empresas com controle societário disperso, mesmo em países desenvolvidos, os custos de agência podem ser elevados e os gestores podem ter maior poder de barganha, inclusive, para não investirem em projetos rentáveis no intuito de expropriar recursos da empresa (Gordon, 1963; Linter, 1962).

Dessa forma, a Teoria da Agência considera que a política de proventos funciona como um mecanismo de proteção, principalmente, aos acionistas minoritários. Esses ainda tendem a considerar os dividendos como um dinheiro “extra” que vai contribuir para os gastos diários e não necessariamente serão reinvestidos, ao passo que grandes acionistas, pessoas físicas ou jurídicas, são mais propícios a investir em empresas de crescimento que distribuem poucos proventos (Black, 1976). Estudando a relação entre o conflito de agência e a política de proventos em grandes de empresas de 33 países, Porta, Silanes, Shleifer e Vishny (2007) constataram que as empresas de países com menor proteção legal apresentam maior distribuição de lucros, justamente para compensar a falta de segurança jurídica.

2.2 Estudos empíricos

Da mesma forma que não existe consenso teórico a respeito da eficácia das estratégias de investimento baseadas em proventos, os estudos empíricos também não são consensuais. Uma das estratégias mais analisadas em estudos empíricos é a *Dogs of Dow* (DoD), idealizada inicialmente para o Índice Dow Jones dos EUA e composta pelas seguintes etapas: a) seleção das 10 ações, de um determinado índice de mercado, com maiores *dividend yields* (DY), calculado pela razão entre a soma dos proventos por ação distribuídos nos últimos 12 meses e a cotação atual da ação; b) investimento inicial igual nestas ações; c) rebalanceamento anual, com atualização das 10 ações da carteira a partir do DY; d) comparação da carteira DoD com algum *benchmark*, como um índice de mercado ou um título público.

Comparando uma carteira DoD com outra composta pelas 30 maiores empresas do Dow Jones para o período de 1946 a 1995, McQueen, Shields e Thorley (1997) encontraram que os retornos anuais da primeira são maiores apenas quando não se consideram os riscos de portfólio e os custos operacionais. Já Visscher e Filbeck (2003), comparando a carteira DoD no mercado canadense

se com o Índice de Toronto-35 para o período de 1987 a 1997, encontraram que a estratégia baseada em dividendos obteve maiores retornos, mesmo considerando os custos de transação e os riscos. Em outro estudo, estes autores concluíram que a carteira DoD não obteve melhores retornos na Grã-Bretanha, em comparação com o índice FT-SE 100, no período de 1984 a 1994 (Filbeck & Visser, 1997).

Avaliando a estratégia DoD em Hong Kong, para o período de 1992 a 2007, Chong e Luk (2014) encontraram que uma carteira composta pelas 10 ações com maior DY de toda bolsa obteve retorno negativo, embora quando se considerou as 10 ações com maior DY que pertencem ao Índice Hang Seng, o retorno foi positivo de 8% ao ano. Já na Finlândia, Rinne e Vähämaa (2011) sugerem que a estratégia DoD supera o retorno do mercado para o período de 1988 a 2008, mesmo considerando o ajuste ao risco e os custos operacionais.

Outro estudo do Reino Unido, feito para o período de 1980 a 2001, sugere que os retornos carteiras compostas pelas 10 empresas com maiores DY e outra com os maiores *payout* (razão entre os proventos e o lucro líquido) superaram o retorno de mercado apenas quando não se consideram o ajuste ao risco e os custos operacionais (Gwilym, Seaton, & Thomas, 2005). Em um estudo no mercado de Taiwan para o período de 2001 a 2010, You, Hang e Hang (2015) consideram que os retornos das ações boas pagadoras de proventos foram mais proeminentes no primeiro semestre, quando ocorrem os anúncios dos pagamentos de proventos. Estudando a bolsa de Nova York para o período de julho de 1963 a dezembro de 2014, Conover, Jensen e Simpson (2016) concluíram que um portfólio baseado em dividendos reduz o risco, independente do estilo de investimento, além de tender a ter um retorno maior do que o do mercado.

Existem ainda estudos que adaptam a estratégia de dividendos à escolha de investimento em diferentes países, a partir da hipótese de que os retornos são maiores nos países onde as empresas pagam mais dividendos. Keppler (1991) confirmou essa hipótese, mesmo considerando o ajuste ao risco. Em um estudo realizado em países da América Latina, Silva (2001) consideram que o retorno da estratégia DoD é maior que o retorno de mercado no Brasil.

No Brasil, alguns estudos exploram o uso dos proventos para o processo decisório dos investidores. Juvercina, Sobrinho e Malaquias (2018), estudando os fundos de investimentos em ações com dados disponíveis no período de 2009 a 2014, encontraram que investidores institucionais utilizam as informações da política de dividendos para gestão de carteiras, embora isso não necessariamente tenha contribuído para melhores retornos ajustados ao risco. Bueno (2002), estudando o período de julho de 1994 a dezembro de 1999, concluiu que não há evidências de associação entre *dividend yield* e taxa de retorno. No mesmo sentido, Silva e Leal (2001), considerando a aplicação da estratégia DoD no Brasil para o período de julho de 1994 a maio de 1998, concluíram que os retornos não superaram os obtidos por índices de mercado, como o FGV-100 e o Ibovespa.

Um dos métodos de investimentos em proventos mais difundidos no Brasil é o de Décio Bazin (2017), baseado em três premissas para escolhas de ações: a) DY acima de 6%, valor da taxa de juros no ano de 1992, quando foi escrita a primeira versão da obra de Décio Bazin; b) baixo nível de endividamento; c) ausência de notícia negativa que possa afetar diretamente os resultados da empresa. Embora a eficácia do método Décio Bazin tenha sido bastante difundida por grandes investidores como Luiz Barsi Filho e Lírio Passotto, bem como por *influencers digitais* (Reis, 2017), ainda existem poucos estudos empíricos na literatura científica. Analisando o período de janeiro de 2014 a janeiro de 2019, Oliveira (2019) concluíram que carteiras derivadas dos métodos de Bazin obtiveram resultados inferiores a diversos *benchmarks* de mercado, incluindo o Ibovespa.

3 Método

O artigo foi desenvolvido a partir de seis etapas metodológicas: levantamento de dados; simulação de investimentos; cálculo do preço justo das ações bancárias; análise dos retornos das carteiras; análise do Índice de Sharpe das carteiras; comparação entre carteiras.

3.1 Levantamento de dados

Levantou-se, para o período de 01/01/2014 a 01/01/2021, o histórico taxa de juros do SELIC, obtido no website do Banco Central do Brasil – BACEN (2021). Considerou-se o Título público Tesouro SELIC, cuja taxa média de rendimento para o período estudado foi de 1,07%, variando de 0,22% a 2,02%. Para o mesmo período foram coletadas, no website Oceans14 (2021), as cotações nominais das ações ordinárias e os proventos distribuídos por três empresas do setor bancário brasileiro (BBAS3, BBDC3 e ITUB3), assim como de um ativo que busca replicar o Ibovespa (BOVA11). Este ativo, BOVA11, é um ETF (*Exchange Traded Funds*) e possui como uma de suas características a não distribuição de proventos aos seus cotistas (Tabela 1).

Tabela 1: Estatísticas descritivas das principais variáveis coletadas

Variáveis	Média	Máximo	Mínimo	Coef. Variação
Rendimento SELIC Mensal (%)	1,07%	2,02%	0,22%	0,46
Cotação (R\$)				
BBAS3	31,28	53,80	14,16	0,34
BBDC3	29,34	40,00	16,89	0,18
ITUB3	31,20	45,04	20,76	0,17
BOVA11	69,80	114,48	39,30	0,30
Dividendos Mensais por ação (R\$)				
BBAS3	0,1252	0,7463	0,0000	1,32
BBDC3	0,1278	1,2942	0,0000	2,15
ITUB3	0,1430	1,8151	0,0000	2,32
BOVA11	—	—	—	—

Fonte: Elaborado pelo autor.

Entre os bancos, percebe-se que as médias das cotações foram próximas de R\$ 30,00, com maior variabilidade para BBAS3 (coeficiente de variação de 0,34), cujo máximo foi R\$ 53,80 e o mínimo foi R\$ 14,16. Já BOVA11 teve média de cotação de R\$ 69,80 e coeficiente de variação de 0,30. Para os dividendos distribuídos mensalmente pelos bancos, percebe-se que ITUB3 foi o que mais distribuiu, com média de R\$ 0,1430 por ação, enquanto BBAS3 foi o que menos distribuiu, com média de R\$ 0,1252 por ação. Destaca-se que no ativo BOVA11 não ocorreu a distribuição de dividendos. Para fins de cálculo do preço justo das ações bancárias (explicitado posteriormente), foi necessário o levantamento das cotações e dos dividendos distribuídos por essas ações também para o período de 01/01/2008 a 31/12/2013.

3.2 Simulação de Investimentos

As simulações consideram investimentos mensais em um valor fixo, acrescido do reinvestimento dos dividendos, não considerando os custos de transação e de impostos decorrentes do ganho de capital. O primeiro aporte se inicia em 02/01/2014 e o último ocorre em 01/12/2020. São considerados os seguintes grupos de carteiras de investimentos:

- SELIC: aportes mensais no Tesouro SELIC;
- Renda Variável concentrada em: a) Banco do Brasil (BBAS3); b) Bradesco (BBDC3); c) Itaú-Unibanco (ITUB3); d) BOVA11. Neste último caso, o objetivo foi o de comparação das carteiras

analisadas com o *benchmark* de mercado, mas como as variações do Ibovespa não consideram aportes mensais, optou-se pelo BOVA11. Os aportes mensais são feitos independentemente da cotação e com reaplicação dos proventos recebidos.

- Diversificadas (1, 2, 3): aportes mensais em uma das três ações de bancos estudadas (ou no Tesouro SELIC), com base na diferença entre a cotação e o preço justo da ação, calculado conforme mostrado na seção seguinte.

Poucos estudos empíricos avaliam estratégias de investimento baseadas em aportes mensais no mercado acionário (Santos, 2019), sendo mais comum as simulações a partir de aportes únicos com rebalanceamento anual (Chong & Luk, 2014; McQueen, Shields, & Thorley, 1997; Silva & Leal, 2001; Rinne & Vähämaa, 2011; Visscher & Filbeck, 2003). Até 2018, as corretoras, no Brasil, cobravam uma taxa fixa por ordem de compra ou venda executava, tornando inviável as operações envolvendo pequenos valores. Com o aumento da competitividade no mercado, no entanto, os custos fixos passaram a ser reduzidos ou até zerados em algumas corretoras, tornando a estratégia de pequenos aportes mensais factível para os pequenos investidores. De fato, essa estratégia pode estar mais adaptada com a realidade de um assalariado que resolve poupar toda mês parte do seu salário para investir na bolsa de valores (Andrade, 2020).

3.3 Cálculo do preço justo das ações bancárias para as carteiras diversificadas

Uma das premissas da estratégia DoD é que os investimentos nas 10 ações da carteira sejam de igual valor, independente da cotação das mesmas (Filbeck & Visscher, 1997). Neste estudo, optou-se pela definição de um preço justo (PJ), também denominado *valuation*, para as ações ordinárias dos bancos estudados. Existem inúmeras técnicas de *valuation* para ativos, baseadas em indicadores como valor patrimonial, fluxo de caixa, entre outros (Povoa, 2019). O método Décio Bazin pode ser utilizado para definição do preço justo (PJ) de uma ação, pois, considerando o valor de referência de $DY = 6\%$, facilmente se chega à Equação 1:

$$PJDB_x = \frac{DIV_x}{6\%} \quad (1)$$

Em que:

- $PJDB_x$ é o preço justo de uma ação x , calculado a partir do método Décio Bazin;
- DIV_x é o total de proventos distribuídos por ação nos últimos doze meses para uma ação x .

O $PJDB_x$, no entanto, possui inúmeros problemas. O primeiro está associado ao fato do valor de referência de 6% ser derivado da taxa de juros básica do ano de 1992, quando foi publicada a primeira edição da obra de Décio Bazin. Nesse sentido, o indicador poderia ser melhorado se, ao invés de se usar um valor fixo, fosse adotado o valor da taxa SELIC, referente ao retorno do Tesouro SELIC.

O segundo problema advém do fato de o indicador ser baseado em dados de apenas um ano, estando sujeito à influência de fatores como: distribuição atípica de proventos em virtude de receitas não recorrentes; subprecificação ou supervalorização da cotação das ações em razão de especulações; entre outros. O histórico de distribuição de proventos pode ser mais relevante que o DY. Para Luiz Barsi Filho, uma ação com um DY baixo, mas com tendência de forte crescimento é preferível em relação a outra com DY alta, mas com tendência de queda (Suno Research, 2017).

Desta forma buscou-se a definição do preço justo da ação, a partir das seguintes etapas: a) levantamento do histórico de distribuição anual dos proventos de cada ação estudada, se iniciando em 2008 e terminando no ano anterior ao considerado para o aporte; b) estimativa da distribuição dos proventos nos 5 anos posteriores com base na extrapolação da tendência linear; c) cálculo do Valor Presente Líquido (VPL) de cinco entradas anuais de proventos por ação, considerando a SELIC como Taxa Mínima de Atratividade (TMA); d) determinação do coeficiente de conversão, cal-

culado pelo VPL de cinco entradas de 10% de um determinado investimento inicial dividido pelo próprio valor do investimento inicial. Esse coeficiente é uma constante de aproximadamente 0,3791. O preço justo (PJ) foi então determinado pela Equação 2:

$$PJ_x = 0,3791 * \sum VPL_x \quad (2)$$

Em que:

- PJ_x é o preço justo de uma ação x ;
- $\sum VPL_x$ é o somatório do Valor Presente Líquido (VPL) das distribuições anuais de proventos por ação x , estimadas para 5 anos, a partir da extrapolação linear da tendência histórica, considerando a SELIC como Taxa Mínima de Atratividade.

O processo decisório para as carteiras diversificadas considerou então o quão “descontadas” estavam as ações analisadas, conforme a Equação 3:

$$Desc_x = Cot_x - PJ_x \quad (3)$$

Em que:

- $Desc_x$ é o desconto de uma ação x ;
- Cot_x é a cotação de uma ação x ;
- PJ_x é o preço justo de uma ação x .

A partir do desconto de cada uma das três ações bancárias, foram estabelecidas três carteiras de investimentos diversificadas:

- DIV1: o investidor faz aportes mensais nas três ações definindo uma proporção dos seus investimentos, com base no desconto de cada ação, conforme a Equação 4:

$$PI_{d_x} = \left(\frac{1}{Desc_y - Desc_x + 1} \right)^3 \quad (4)$$

Em que:

- PI_{d_x} : proporção de investimento na ação x em relação à ação mais descontada das três estudadas, denominada de ação y ;
- $Desc_y$: desconto da ação y ;
- $Desc_x$: desconto da ação x .

Quando a ação considerada for a mais descontada ($x = y$), o PI_x será igual a 1; enquanto para as demais ações será um valor entre 0 e 1. Se for 0,5, por exemplo, significa que se investe na ação x 50% do que se investe na ação y . Para o cálculo da proporção real das três ações, se considerou a Equação 5:

$$PI_{r_x} = \left(\frac{PI_{d_x}}{\sum PI_d} \right) \quad (5)$$

Em que:

- PI_{r_x} : proporção de investimento real na ação x em relação ao total investido;
- PI_{d_x} : proporção de investimento na ação x em relação à ação y ;
- $\sum PI_d$: somatório do PI_d das ações estudadas.

- DIV2: o investidor faz aportes diversificados, porém apenas na ação que possui maior desconto. Destaca-se que tanto em DIV1 como em DIV2, mesmo que os descontos das ações sejam negativo ($Cot > PJ$), o investidor não deixa de investir em renda variável.

- DIV3: o investidor faz aportes em apenas uma ação, porém caso nenhuma das três opções esteja com cotação abaixo do preço justo, resolve investir em renda fixa, criando uma reserva de oportunidade e esperando a cotação de uma das ações cair para abaixo do preço justo e, só então, investir nela. Na simulação feita, a reserva de “oportunidade” é investida em um título público com liquidez diária e rendimento de 100% da SELIC, sendo descontado o imposto de renda de 22,5% quando resgatado.

3.4 Análise dos retornos

Inicialmente, foi feita uma modelagem da evolução patrimonial considerando um valor fixo aleatório de investimentos mensais nas carteiras definidas. Após isso, definiu-se o Retorno Ajustado à SELIC (RAS) a partir do patrimônio obtido para cada uma das carteiras em relação ao patrimônio obtido pela carteira SELIC, conforme a Equação 6:

$$RAS_{xt} = \left(\frac{Pat_{xt} - Pat_{SELICt}}{Pat_{SELICt}} \right) \quad (6)$$

Em que:

- RAS_{xt} : Retorno Ajustado à SELIC da carteira x , para um período t de aportes mensais;
- Pat_{xt} : patrimônio obtido na carteira x , para um período t de aportes mensais;
- Pat_{SELICt} : patrimônio obtido na carteira SELIC, para um período t de aportes mensais.

Os períodos t analisados correspondem ao intervalo que vai de 02/01/2014 até o primeiro dia útil dos anos de 2015 a 2021.

3.5 Análise do Índice de Sharpe

O Índice de Sharpe é um indicador comumente utilizado na literatura para balancear o retorno e o risco de um portfólio de renda variável (McQueen, Shields, & Thorley, 1997; Rinne & Vähämaa, 2011; Visscher & Filbeck, 2003). Seu cálculo consiste na razão entre o retorno e o desvio padrão de uma carteira, conforme a Equação 7:

$$IS_{xt} = \left(\frac{RAS_{xt}}{DP.RAS_{xt}} \right) \quad (7)$$

Em que:

- IS_{xt} : Índice de Sharpe do RAS da carteira x , para um período t de aportes mensais;
- RAS_{xt} : Retorno Ajustado à SELIC da carteira x , para um período t de aportes mensais;
- $DP.RAS_{xt}$: desvio padrão do Retorno Ajustado à SELIC da carteira x , para um período t de aportes mensais.

3.6 Comparações entre carteiras

Além das comparações entre as carteiras de renda variável e a carteira SELIC, duas outras foram realizadas:

- Entre as carteiras concentradas em bancos e a carteira BOVA, considerando em quantos anos, dos sete analisados, cada uma das três carteiras concentradas bate o mercado.
- Entre as carteiras diversificadas e as concentradas em bancos, no intuito de analisar se a diversificação e o método do preço justo conseguem melhorar as performances das carteiras bancárias. Para tal, foi adotada a Equação 8:

$$PCD_x = \left(\frac{\sum vCD_x}{21} \right) * 100 \quad (8)$$

Em que:

- PCD_x : performance da carteira diversificada x em relação às carteiras concentradas em bancos;

- $\sum vCD_x$: somatório do número vezes em que a carteira diversificada x venceu, em termos de RAS ou Índice de Sharpe, as carteiras concentradas em bancos.

Como a comparação é feita para um período de sete anos e considera três carteiras concentradas, o máximo que $\sum vCD_x$ pode alcançar é 21, de modo que PCD_x pode variar de 0 a 100%.

4 RESULTADOS

Os resultados apontam para diferenças significativas entre os Retornos Ajustados à SELIC (RAS) anuais das diversas carteiras simuladas. No primeiro ano, o maior retorno foi o da carteira concentrada nas ações ordinárias do Bradesco, ao passo que no segundo foi da carteira concentrada no Itaú-Unibanco. Após isto, a carteira DIV3 foi a vencedora por quatro anos, de 2016 a 2019; e, por fim, no ano de 2020, a carteira de melhor retorno foi a concentrada em BOVA11. Quando se consideram as médias dos RAS para o período, percebe-se que a carteira DIV3 foi a vencedora (Tabela 2).

Tabela 2: Retorno das carteiras analisadas em comparação com o investimento no tesouro SELIC e Índice de Sharpe

Ano	BBDC	ITUB	BBAS	DIV1	DIV2	DIV3	BOVA	Melhor Carteira
1. RAS								
2014	0,58	-3,43	-11,41	-9,68	-11,41	-9,67	-13,37	BBDC
2015	-36,36	-27,06	-40,08	-37,81	-40,08	-34,25	-30,15	ITUB
2016	-7,49	-5,60	7,87	2,33	7,90	14,49	-13,27	DIV3
2017	12,43	26,96	34,37	28,81	34,54	40,42	8,53	DIV3
2018	7,18	31,21	55,62	38,24	49,74	58,51	7,18	DIV3
2019	24,69	31,49	57,98	44,06	53,50	62,89	26,28	DIV3
2020	-8,43	13,07	11,62	9,37	15,08	18,82	22,22	BOVA
Média para todo período	-1,06	9,52	16,57	10,76	15,61	21,60	1,06	DIV3
2. Índice de Sharpe								
2014	0,07	-0,48	-0,88	-0,82	-0,88	-0,75	-2,13	BBDC
2015	-2,34	-2,35	-2,15	-2,20	-2,15	-2,07	-2,83	DIV3
2016	-0,52	-0,48	0,43	0,14	0,43	0,85	-1,27	DIV3
2017	0,94	2,22	1,72	1,67	1,72	2,02	0,88	ITUB
2018	0,55	2,27	2,51	2,04	2,26	2,62	0,72	DIV3
2019	1,69	2,03	2,08	1,99	2,03	2,27	2,15	DIV3
2020	-0,54	0,87	0,43	0,44	0,60	0,71	1,75	BOVA
Média para todo período	-0,15	0,55	0,49	0,36	0,47	0,69	-0,22	DIV3

Nota. O RAS é dado em percentual. Fonte: Elaborado pelo autor.

Percebe-se que no primeiro ano apenas a carteira concentrada em Bradesco superou o retorno da carteira SELIC. Isso ocorreu por conta da crise econômica iniciada no Brasil no ano de 2014, quando o IBOVESPA caiu 2,9%, mesmo após uma queda de 15,5% em 2013. Em 2015, a bolsa brasileira caiu novamente em 13,31% e todas as carteiras estudadas tiveram um retorno abaixo da SELIC, com destaque para as carteiras concentradas em Banco do Brasil e DIV2, cujos retornos foram 40,08% negativos. Percebe-se ainda que, nesse ano, a carteira concentrada em Itaú-Unibanco é a única que bate o mercado, representado aqui pela carteira BOVA.

De 2016 a 2019, as carteiras de renda variável (concentrada ou diversificada) passaram a superar o retorno daquela de renda fixa, com destaque para a DIV3, que superou em 62,89% a carteira SELIC no ano de 2019. Foi um período de sucessivas altas da bolsa brasileira. Ao final de 2019, também teve início uma tendência de queda da taxa SELIC, o que deve ter influenciado os

retornos ajustados das carteiras. De modo geral, as carteiras concentradas superaram os retornos de BOVA, com destaque para os investimentos em Banco do Brasil, que superou a SELIC em 57,98%, em 2019, ao passo que BOVA superou em apenas 26,28%. A carteira concentrada em Banco do Brasil, inclusive, bateu as carteiras Diversificada 1 e 2 em praticamente todo período supracitado.

No ano de 2020, porém, marcado pela pandemia do coronavírus, os retornos das carteiras de renda variável ou diversificada, em relação à renda fixa, pioraram, embora ainda com melhor performance (com exceção de BBDC). O melhor retorno, no entanto, foi o de BOVA, indicando que a carteira do Ibovespa foi mais resiliente do que carteiras de bancos. Na ocasião, os bancos fizeram altas provisões e reduziram a distribuição de dividendos ao mínimo possível em lei, fazendo com que suas ações caíssem de forma acentuada, chegando a patamares de subprecificadas, na visão de alguns analistas (Rizério, 2020).

Quando se considera o Índice de Sharpe das carteiras analisadas, o padrão é muito parecido com o verificado para os RAS: no ano de 2014 a melhor carteira é a concentrada em BBDC; no período de 2015 a 2019, destaca-se carteira DIV3, que só perde para a carteira concentrada em ITUB, no ano de 2017; ao passo que, no ano de 2020, BOVA é a carteira vencedora. A média dos Índices de Sharpe para todo período apontam para carteira DIV3 como a de melhor performance (Tabela 2).

4.1 Comparação das carteiras concentradas com os *benchmarks*

Os resultados, de modo geral, mostram que as carteiras concentradas de investimento em grandes bancos superaram, na maior parte do tempo, os *benchmarks* estudados. No caso da SELIC, dos sete anos estudados, BBDC e ITUB superaram em quatro e BBAS em cinco. A carteira SELIC venceu, principalmente, nos anos de 2014 a 2016, quando seus rendimentos foram maiores ao mesmo tempo em que ocorreram sucessivas desvalorizações da bolsa, embora também tenha vencido a carteira BBDC em 2020, em um momento em que os juros estavam baixos, mas o mercado foi impactado pelo coronavírus. Na média para todo o período, a carteira BBDC não superou a SELIC.

Os RAS das carteiras concentradas também superaram o do BOVA a maior parte do período analisado: BBDC em quatro anos, BBAS em cinco e ITUB em seis. Somente em 2020, BOVA superou todas as carteiras ao mesmo tempo. Quando se considera o Índice de Sharpe, existe um claro padrão: de 2014 a 2018, as carteiras concentradas ganham (com exceção de BBDC, que perde para BOVA em 2018); ao passo que em 2019 e em 2020, BOVA supera todas as carteiras concentradas. O ano de 2019 foi marcado por uma alta de mercado, que, quando ajustada ao risco, favoreceu mais o Ibovespa do que as ações de bancos, nas simulações realizadas. Já nos períodos de crise, os padrões se alternaram: enquanto entre 2014-2016, as carteiras concentradas em bancos superaram a BOVA, mostrando serem opções resilientes; em 2020, elas performaram abaixo do mercado, em virtude de quedas decorrentes de provisionamentos.

4.2 Comparação das carteiras diversificadas com as concentradas

Para fins da avaliação das estratégias de diversificação e preço justo (PJ) no investimento concentrado em bancos, foram calculadas as Performances das Carteiras Diversificadas (PCD) em relação às carteiras BBAS, ITUB e BBDC (Tabela 3). O RAS da carteira DIV1, cuja estratégia é o investimento mensal apenas em renda variável considerando uma proporção entre as três ações com base nos PJ, supera os das carteiras concentradas em pouco mais da metade das ocasiões (PCD = 52%). Já o PCD do Índice de Sharpe de DIV1 foi de 43%, indicando que tal carteira não supera as concentradas na maioria das ocasiões. Tais resultados indicam que apenas a estratégia de diversifi-

cação com atribuição de PJ não necessariamente melhora a performance de uma carteira composta por grandes bancos.

Tabela 3: Performances das Carteiras Diversificadas (PCD) considerando o Retorno Ajustado a SELIC (RAS) e o Índice de Sharpe

PCD (%)	DIV1	DIV2	DIV3
RAS	52	62	86
Índice de Sharpe	43	48	71

Nota. Os valores consistem em percentuais de ocasiões (anos) com desempenho superior. Fonte: Elaborado pelo autor.

Para DIV2, a estratégia também é de investimento em apenas renda variável, porém somente na ação que está mais descontada. Os resultados apontam que, para o RAS, DIV2 supera as carteiras concentradas em 62% das ocasiões; enquanto para o Índice de Sharpe, supera em apenas 48%. Tais resultados indicam a estratégia de diversificação com investimento em apenas uma ação por mês, traz melhores resultados que em outra que investe em várias ações (proporcionalmente ao desconto). Apesar disto, quando ajustada ao risco, a DIV2 também não supera as performances das carteiras concentradas.

A carteira DIV3, que combina, com base nos preços justos, aportes mensais em apenas uma ação com aportes no Tesouro SELIC, venceu, em termos de RAS, as carteiras concentradas em 86% das ocasiões. Quando considerado o Índice de Sharpe, este valor cai para 71%, mostrando que a carteira DIV3 continua mais atrativa. Dessa forma, fica claro que a performance da estratégia de investimentos em bancos baseada em proventos pode ser melhorada pela combinação de: diversificação; uso do PJ para o processo decisório; e manutenção de uma reserva de oportunidades quando as ações estiverem “caras”.

4.3 Efeitos do novo Coronavírus

No momento que em que este artigo foi escrito, havia mais de 2,2 milhões de mortes provocada pela COVID-19 no mundo e 220 mil no Brasil (Google News, 2021). As estratégias de investimentos apontadas como eficazes para momentos de crise podem variar na literatura, incluindo compra e diversificação; e venda, caso o investidor perceba os sinais de iminente crise e se antecipe ao mercado (Yoshinaga & Castro, 2020). Para Amorim e Camargos (2020), o deslocamento dos investimentos do mercado acionário para o mercado de títulos públicos pode ser viável na iminência de quedas abruptas nas cotações das ações, na finalidade de proteger temporariamente o patrimônio. Outras obras consideram que os momentos de crise, após uma análise criteriosa dos riscos, podem ser excelentes oportunidades para comprar ações com grandes descontos, sendo fundamental o investidor manter reservas de oportunidades (Graham & Dood, 2009).

Poucos estudos avaliaram os impactos do coronavírus no mercado financeiro, sendo a maioria voltada para os efeitos de curto prazo – até 100 dias após o surgimento da doença. Baker *et al.* (2020) encontraram que o mercado acionário dos EUA se recuperou mais rapidamente da pandemia do coronavírus do que em outras pandemias. Analisando a evolução das bolsas dos países do G-20, Singh, Dhall, Narang e Rawat (2020) consideram que os efeitos negativos perduraram, em média, por 43 dias após a primeira grande queda devido ao coronavírus. Do 43º ao 57º dia, no entanto, predominaram os movimentos de alta. Mesmo nos países em desenvolvimento, Topcu e Gulal (2020) consideram as quedas ocorridas em março foram seguidas de altas em abril, embora os impactos da crise tenham sido maiores nos países emergentes asiáticos e menores nos emergentes europeus.

Alguns estudos focaram na análise por setor. Analisando ações do índice americano S&P1500 em março de 2020, Mazur, Dang e Vega (2020) consideram que as performances foram: positivas para os setores de gás natural, alimentos, saúde e softwares; e negativas para os setores de petróleo, construção civil, entretenimento e hospitalar. Em um estudo no mercado acionário

nigeriano no período de 100 dias após o surto de coronavírus no país, Efanga, Etim e Zwingina (2021) encontraram um retorno positivo, mas não significativo, das ações de bancos comerciais. Já na Indonésia, Goh, Henry e Albert (2021) encontraram, no período da pandemia, uma correlação positiva e significativa entre o Índice de Jakarta LQ45 e as taxas de juros e de câmbio.

No Brasil, Soares, Souza e Fernandes (2020) estimaram uma volatilidade de 1300% do Ibovespa durante o período entre 12/03/2020 a 16/04/2020. Silva (2020), estudando o período de 2005 a 2020, considera que existem dois regimes para o Ibovespa: a) o de baixa volatilidade, que ocorreu em períodos de estabilidade; b) o de alta volatilidade, ocorrido em momentos de crises como a do *subprime*, em 2008, e a do coronavírus, em 2020.

Costa, Silva e Matos (2020) encontraram que as flutuações ocorridas no Ibovespa no primeiro semestre de 2020 possuem fortes relações com surtos de coronavírus ocorridos em diversos países como China, EUA, Itália e no próprio Brasil. Considerando sete setores, os autores concluíram que o setor financeiro foi segundo mais atingido (atrás apenas do setor da construção civil). Tal resultado se alinha ao fato das carteiras testadas neste artigo, tanto concentradas como diversificadas em bancos, perderem para a carteira BOVA no ano de 2020.

Esse estudo também condiz com a ideia de que as quedas ocorridas em março, decorrentes do coronavírus foram bons momentos para compra de ações, uma vez que a carteira que mantinha uma reserva de emergência (DIV3) foi a que obteve o melhor resultado entre as carteiras compostas por bancos (concentradas e diversificadas). Em 2020, a carteira DIV3 perdeu apenas para BOVA, devido ao fato de ações dos bancos analisadas se recuperarem menos do que as ações de empresas de outros setores, a exemplo da Vale, Petrobrás, Wege e Magazine Luiza (Gueratto, 2020).

5 CONCLUSÃO

Este estudo mostrou que, para o período estudado, o investimento em bancos, baseados nos proventos, teve, em geral, melhores retornos (mesmo ajustados ao risco) do que os *benchmarks* considerados, tanto o Tesouro SELIC como o Ibovespa (refletido pelo ativo BOVA11). Destaca-se que as simulações feitas, considerando aportes mensais, são mais apropriadas para o perfil de pequeno investidor (pessoa física), sobretudo, no contexto de redução dos custos fixos de corretagem.

As simulações mostradas revelaram que os retornos são melhorados pela adoção conjunta de estratégias como diversificação, estabelecimento de um preço justo para basear os aportes mensais e uso de uma reserva de oportunidades a ser alimentada em momentos em que o mercado estiver superestimado e utilizada quando estiver subestimado. Por outro lado, a performance melhora quando os aportes são feitos apenas na ação mais descontada, ao invés de uma proporção entre as ações com base no preço justo.

O trabalho também analisou os efeitos da crise do coronavírus sobre as carteiras estudadas, concluindo que, logo após as quedas ocorridas em março, houve bons momentos para compra de ações e uso da reserva de oportunidades. As ações de bancos consideradas (BBAS3, ITUB3 e BBDC3), no entanto, se recuperaram menos do que o ativo que replica o Ibovespa (BOVA), em oposição ao ocorrido na crise de 2014 a 2016, quando os investimentos concentrados em bancos se mostraram mais resilientes.

As simulações feitas, no entanto, não incluíram os custos operacionais e de impostos de ganho de capital, o que poderia impactar os resultados. Além disso, como o foco foram três grandes bancos, os resultados não podem ser estendidos para investimento de ações de bancos menores; nem as performances das estratégias baseadas em proventos podem ser consideradas para ações de outros setores com alta distribuição de lucros, como, por exemplo, o setor elétrico. Dessa forma, existe a necessidade de realização de estudos complementares a este para elucidar a eficácia do uso dos proventos no processo decisório de investimento.

REFERÊNCIAS

- Amorim, D. P. L., & Camargos, M. A. (2020). Relações entre índices preço-lucro e retornos dos títulos públicos. *Revista Brasileira de Finanças*, 18(3), 27–51.
- Andrade, J. (2020). *Corretoras cortam taxas: positivo para o investidor, mas o mercado pode sofrer*. Recuperado em 02 de fevereiro de 2021, de: <https://investidor.estadao.com.br/mercado/corretoras-cortam-taxas-corretagem-consequencias-investidor-mercado>
- Assaf Neto, A., & Lima, F. G. (2010). *Fundamentos de administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- BACEN. Banco Central do Brasil. (2019) *Taxas de juros básicas – Histórico*. Recuperado em 20 janeiro de 2021, de <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K., Sammon, M., & Viratyosin, T. (2020). The unprecedented stock market reaction to COVID-19. *The Review of Asset Pricing Studies*. 10(4), 742–758.
- Barros, V., Matos, P. V., & Sarmiento, J. M. (2019). What firm’s characteristics drive the dividend policy? A mixed-method study on the Euronext stock exchange. *Journal of Business Research*, 115, 365–377.
- Bazin, D. (2017). *Faça fortuna com ações antes que seja tarde*. 8 ed. São Paulo: CLA.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5–8.
- Boscoli, C. Z. (2020). *Dividendos: confira as maiores pagadoras dos últimos 5 anos*. Recuperado em 28 janeiro, 2021 de: <https://www.euqueroinvestir.com/maiores-pagadoras-dividendos/>
- BRASIL. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. (2001). Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*. Brasília, DF.
- BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*. Brasília, DF.
- BRASIL. Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995. (1995). Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*. Brasília, DF.
- Bueno, A. F. (2002). Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. *Revista Contabilidade & Finanças*, 13(28), 39–55.
- Chong, T. T., & Luk, K. K. (2014). Does the “Dogs of the Dow” strategy work better in blue chips? *Applied Economics Letters*, 17(12), 1173–1175.
- Conover, C. M., Jensen, G. R., & Simpson, M. W. (2016). What difference do dividends make? *Financial Analysts Journal*, 72(6), 28–40.
- Costa, A., Silva, C., & Matos, P. (2020) *On the relationship between COVID-19 and Brazilian financial market*. Recuperado em 30 de janeiro 2020, de: <https://feac.ufc.br/wp-content/uploads/2020/10/costa-da-silva-e-matos-2020-rev1.pdf>
- Damodaran, A. (2002). *Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário*. Porto Alegre: Bookman.
- Deangelo, H., & Deangelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 293–315.
- Dias, A. L. R. (2019). *A influência dos dividendos sobre o retorno dos ativos brasileiros: um modelo de Fama e French ampliado*. Dissertação de Mestrado, Programa de Pós-Graduação em Economia Empresarial e Finanças, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 44p.
- Efanga, U. O., Etim, R., & Zwingina, C. T. (2021) An event study approach to evaluating the impact of coronavirus information spread on commercial banks’ stock returns in Nigeria. *Global Academic Journal of Economics and Business*, 3(1), 1–9.

- Filbeck, G., & Visscher, S. (1997). Dividend yield strategies in the British stock market. *The European Journal of Finance*, 3(4), 277–289.
- Goh, T. S., Henry, H., & Albert, A. (2021). Determinants and prediction of the stock market during COVID-19: evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), 1–6.
- Google News. Coronavírus (COVID). Recuperado em 31 janeiro de 2021, de <https://news.google.com/covid19/map?hl=pt-BR&mid=%2Fm%2F02j71&gl=BR&ceid=BR%3Apt-419>
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 28(2), 264–272.
- Graham, B., & Dood, D. (2009). *Security analysis*. 6 ed. New York: McGraw-Hill.
- Gueratto, F. (2020). *Como as ações das 10 maiores empresas da B3 (B3SA3) se recuperaram desde o coronavírus*. Recuperado em 01 fevereiro de 2021, de <https://investidor.estadao.com.br/coluna/fabrizio-gueratto/acoes-maiores-empresas-b3-b3sa3-se-recuperaram-coronavirus>
- Gwilym, O. A., Seaton, J., & Thomas, S. (2005). Dividend yield investment strategies, the payout ratio and zero-dividend stocks. *The Journal of Investing*, 14(4), 69–74.
- Iudicibus, S., Martins, E., Gelbcke, E. R., & Santos, A. (2013) *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. 2. ed. São Paulo: Atlas.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Juercina Sobrinho, E., & Malaquias, R. F. (2018). Dividendos, composição de carteiras e performance dos fundos de ações. *Revista Universo Contábil*, 14(1), 143–160.
- Keppler, A. M. (1991). The importance of dividend yields in country selection. *The Journal of Portfolio Management*, 17(2), 24–9.
- Lara, R. (2019). *Por que os brasileiros não investem na bolsa de valores?* Recuperado em 28 abril, 2020 de <https://www.sunoresearch.com.br/noticias/por-que-brasileiros-nao-investem-bolsa-valores/>
- Lichtenfeld, M. (2015). *Get Rich with dividends: A proven system for earning double-digit returns*. 2ª ed. Nova Jersey: Wiley.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review Economics and Statistics*, 44(3), 243–269.
- Mazur, M., Dang, M., & Vega, M. (2020). COVID-19 and the March 2020 stock market crash. Evidence from S&P1500, *Finance Research Letters*, 1–21.
- McQueen, G., Shields, K., & Thorley, S. R. (1997). Does the “Dow-10 investment strategy” beat the Dow statistically and economically? *Financial Analysts Journal*, 53(4), 66–72.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Oceans14. *Ações*. 2020. Recuperado em 20 janeiro de 2021, de <https://www.oceans14.com.br/>
- Oliveira, C. E. M. (2019). *Métodos de seleção de carteira: uma análise dos métodos de Bazin, Graham e Markowitz*. Trabalho de Conclusão de Curso em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 44p.
- Orem, T. (2020). *2019-2020 Capital Gains Tax Rates – and how to calculate you bill*. Recuperado em 23 março, 2020 de <https://www.nerdwallet.com/blog/taxes/capital-gains-tax-rates/>
- Porta, R., Silanes, F. L., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2007). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 34–56.
- Povoa, A. (2019). *Valuation: como precificar ações*. 2 ed. São Paulo: GEN Atlas.

- Procianny, J., & Verdi, R. (2003). Efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais? *Revista Brasileira de Finanças*, 1(2), pp. 217–242.
- Reis, T. (2017). *Entenda a estratégia de Décio Bazin*. Recuperado em 24 março, 2020 de <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/entenda-estrategia-de-decio-bazin/>
- Rinne, E., & Vähämaa, S. (2011). The “Dogs of the Dow” strategy revisited: Finnish evidence. *The European Journal of Finance*, 17(5-6), 451–469.
- Rizério, L. (2020). *Com queda de até 40% em 2020, ações de bancos estão baratas (apesar dos desafios), afirmam analistas*. Recuperado em 20 janeiro, 2021 de: <https://www.infomoney.com.br/mercados/com-queda-de-ate-40-em-2020-acoes-de-bancos-estao-baratas-apesar-dos-desafios-afirmam-analistas/>
- Santos, L. J. (2019). *Análise de estratégias de investimento na bolsa de valores no longo prazo*. Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Federal de Sergipe, São Cristóvão, 2019.
- Silva, A. L. C. (2001). Empirical tests of the dogs of the Dow strategy in Latin American stock markets. *International Review of Financial Analysis*, 10(2), pp. 187–199.
- Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2001). Análise do desempenho da estratégia Dogs of the Dow Jones para a carteira do Ibovespa. *RAUSP Management Journal*, 35(3), 5–12.
- Silva, C. A. G. (2020). Impacts of covid-19 pandemic and persistence of volatility in the returns of the Brazilian stock exchange: an application of the Markov regime switching GARCH (MRS-GARCH) model. *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, 8(9), pp. 62–72.
- Simões, L. (2021). *Evolução do mercado brasileiro de ações em 2020, poupança perde mais espaço*. Recuperado em 28 janeiro, 2021 de: <https://www.moneytimes.com.br/evolucao-do-mercado-brasileiro-de-acoes-em-2020-poupanca-perde-mais-espaco/>
- Singh, B., Dhall, R., Narang, S., & Rawat, S. (2020). The outbreak of COVID-19 and stock market responses: an event study and panel data analysis for G-20 countries. *Global Business Review*, 097215092095727, 1–26.
- Soares, G. V., Souza, E. C. M., & Fernandes, L. H. S. (2020). Impactos negativos no Ibovespa causados pela COVID-19. In: *Anais, 11, Semana de Administração da Universidade Federal Rural de Pernambuco* (p.1). Recife. Recife: UFRPE.
- Suno Research. (2017). *Arquivos Luís Barsi*. Recuperado em 26 março, 2020 de: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/tag/luiz-barsi/>
- Topcu, M., & Gulal, O. S. (2020). The impact of COVID-19 on emerging stock markets. *Finance Research Letters*, 36, 101691.
- Tully, S. (2006). Why bank stocks are cash machines. *Fortune*, 153(10), pp. 182-185.
- Visscher, S., & Filbeck, G. (2003). Dividend-yield strategies in the Canadian stock market. *Financial Analysts Journal*, 59(1), 99–106.
- Weber, R. A. (2008). *Política de dividendos no setor bancário brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 104p.
- Yoshinaga, C., & Castro, F. H. (2020). Decisões financeiras em momentos de crise. *GV-executivo*, 19(3), 24–28.
- You, C. F., Huang, C. S., & Huang, J. C. (2015). Abnormal dividend-yield returns and investment strategy. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(3), 544–553.
- Terra, P. R. S. (2007). Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 42(2), 192-204.
- Yan, A. (2006). Leasing and debt financing: substitutes or complements? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(3), 709-731.

ⁱ Cabe mencionar que estratégias de investimento baseadas em dividendos são tratadas no contexto internacional desde, por exemplo, o clássico de Graham e Dodd (2009) cuja primeira edição data de 1934, até em trabalhos mais recentes, como Lichtenfeld (2015).