

EFICIÊNCIA INFORMACIONAL NA DIVULGAÇÃO DE DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO NO BRASIL ¹

Matheus Scholz Bandeira Oliveira*

Universidade Presbiteriana Mackenzie - UPM

matheus.sbo95@gmail.com

* correspondente

Igor Fernandes Ferreira

Universidade Presbiteriana Mackenzie - UPM

igorfernandesferreira@hotmail.com

Matheus Gonçalves Martins

Universidade Presbiteriana Mackenzie - UPM

maath.martins@gmail.com

Michele Nascimento Juca

Universidade Presbiteriana Mackenzie - UPM

michele.juca@mackenzie.br

Eli Hadad Junior

Universidade Presbiteriana Mackenzie - UPM

eli.hadad@mackenzie.br

RESUMO

Uma das decisões financeiras mais relevantes dos gestores é a definição da política de dividendos da empresa. Ela deve ter como objetivo a maximização da riqueza de seus acionistas. Logo, a distribuição de lucro possui um forte conteúdo informacional, servindo como uma forma de sinalização positiva ao mercado sobre o desempenho da empresa e de sua estrutura de capital. Estudos empíricos (inter) nacionais que testam a conformidade dessas teorias apontam para resultados antagônicos. Assim, esse trabalho tem por objetivo verificar a eficiência informacional do mercado brasileiro, por meio de um estudo de evento relacionado ao anúncio da distribuição de dividendos e de juros sobre capital próprio dos ativos que compõe o índice IBrX 50, entre janeiro de 2015 e setembro de 2016. A amostra final é composta por 17 empresas, que possuem 17 ações e que apresentam 35 anúncios. Como resultado, verifica-se que o retorno anormal acumulado de 80% dos eventos é positivo e que 97% dele é estatisticamente diferente de zero. Tal fato significa que o anúncio da emissão de dividendos e

¹ Recepção: setembro/2018.

Aprovação: dezembro/2018.

Publicação: maio/2019.

juros sobre capital próprio impacta positivamente o preço das ações das companhias, corroborando a hipótese inicial.

PALAVRAS-CHAVE: Eficiência informacional; anúncio de proventos; estudo de evento

INFORMATION EFFICIENCY IN THE DISCLOSURE OF DIVIDENDS AND INTEREST ON EQUITY IN BRAZIL

ABSTRACT

One of the most important financial decisions of managers is the definition of the company's dividend policy. It should aim to maximize the wealth of its shareholders. Thus, the distribution of profit has a strong informational content, serving as a form of positive signaling to the market about the performance of the company and its capital structure. Empirical (inter) national studies that test the conformity of these theories point to conflicting results. The purpose of this paper is to verify the informational efficiency of the Brazilian market through an event study related to the announcement of the distribution of dividends and interest on equity of the assets that make up the IBrX 50 index between January of 2015 and September of 2016. The final sample is made up of 17 companies, which own 17 shares and present 35 announcements. As a result, it turns out that the cumulative abnormal return of 80% of events are positive and that 97% of them are statistically different from zero. This fact means that the announcement of the issuance of dividends and interest on shareholders' equity positively impacts the stock price of the companies, corroborating the initial hypothesis.

KEYWORDS: *Informational efficiency; earnings announcement; event study*

1. INTRODUÇÃO

Belo e Brasil (2006) e Assaf Neto e Lima (2014) apontam que uma das decisões financeiras mais importantes dos gestores é a definição da política de dividendos da empresa. Ela deve ter como objetivo a maximização da riqueza de seus acionistas. A decisão de distribuição de dividendos é relevante por determinar qual parcela dos lucros deve ser distribuída aos acionistas e qual deve ser retida para investimentos futuros. Dessa forma, distribuir lucros pode servir como uma forma de sinalização positiva ao mercado sobre o desempenho da empresa e também para ajustar sua estrutura de capital.

Segundo Santana (2006), o paradoxo da política de dividendos consiste em avaliar seu impacto sobre o valor da empresa no mercado. Dos estudos realizados sobre o tema, duas teorias antagônicas continuam sendo analisadas: a) a teoria de relevância dos dividendos - para Gordon (1959), os acionistas estão interessados no sequenciamento do pagamento de dividendos. Logo, a distribuição de dividendos corrobora diretamente para aumentar o valor de ação das ações/empresas e b) a teoria de irrelevância de dividendos - para Modigliani e Miller (1961) – doravante MM, em um mercado perfeito em que não há impostos, custos de transações nas emissões, negociações com ações e simetria de informações, o valor da empresa não se altera

em função da política de dividendos adotada. Para eles, o valor da empresa é determinado por sua capacidade de gerar investimentos com VPL (Valor Presente Líquido) positivo.

Além disso, os dividendos possuem um forte conteúdo informacional que revela a tendência de comportamento do mercado. Segundo a teoria da sinalização (FAMA, 1970), ao aumentar a distribuição de dividendos, a empresa sinaliza e compromete-se a continuar pagando esses lucros futuros, mostrando capacidade de aplicação de recursos em projetos com VPL positivo (LELAND; PYLE, 1977; HENNESSY; LIVDAN; MIRANDA, 2010; GOMOI; PANTEA, 2016). Diante desse fato, os investidores assumem uma postura de compra de ações, valorizando sua cotação no mercado. Contrário a isso, a redução da distribuição de dividendos aponta ao mercado um desempenho desfavorável, ocasionando a venda e redução dos preços das ações.

O conteúdo informacional dos dividendos está relacionado à assimetria existente entre gestores e acionistas (AKERLOF, 1970). Para Belo e Brasil (2006), os gestores têm mais informação sobre a empresa que os acionistas. Assim, a distribuição de dividendos reduz essa diferença de conhecimento sobre a capacidade operacional da empresa, transmitindo um sinal positivo ao mercado de que os investimentos realizados devem gerar resultados positivos.

Por sua vez, Fama (1970) afirma que a eficiência de mercado se dá quando há simetria informacional. Sua forma fraca indica que as informações do passado impactam o preço atual da ação, enquanto que em sua forma semiforte, as informações passadas e atuais de domínio público – como o anúncio da distribuição de dividendos – impactam o preço das ações. Para Damodaran (2010), os testes sobre eficiência de mercado, em relação ao anúncio da distribuição de dividendos, revelam uma reação positiva do mercado quando uma empresa anuncia a distribuição de dividendos

As teorias e conceitos apresentados têm estimulado a realização de estudos em diferentes mercados e países sobre o impacto do anúncio de distribuição de dividendos no preço das ações. Entretanto, os trabalhos baseados na sinalização e conteúdo informacional de dividendos produzem resultados contraditórios. Os estudos de Bruni *et al.* (2003), Neto e Saito (2003), Jais *et al.* (2010), Carvalho e Camargo (2011), Gupta *et al.* (2012), Laabs e Bacon (2013) apontam para um sinal positivo e significativo do anúncio de dividendos sobre o preço das ações. Já os estudos de Akbar e Baig (2010) e Melo (2015) identificam uma relação negativa ou não significativa do anúncio de dividendos sobre o preço das ações. Devido a esse fato, ainda é pertinente aprofundar e oferecer novos resultados acerca do tema.

Diante do exposto, o presente artigo tem por objetivo verificar a eficiência informacional do mercado brasileiro, por meio do estudo de evento de anúncio da distribuição de dividendos e de juros sobre capital próprio (JSCP) dos ativos de maior liquidez do mercado de capitais brasileiro que compõe o índice IBrX50 (Índice Brasil 50), entre período de janeiro de 2015 e setembro de 2016, da B3 (Bolsa Balcão Brasil) do último quadrimestre - setembro a dezembro - de 2016. Os dados são obtidos a partir da base de dados da Capital IQ da Standard & Poor's (S&P).

Por sua vez, os objetivos específicos são: a) compreender as formas de eficiência informacional do mercado, b) analisar se o anúncio da distribuição de dividendos e JSCP impactam o preço das ações e c) em caso afirmativo, identificar se o efeito desse impacto é positivo ou negativo. Logo, a hipótese nula e alternativa decorrentes são, respectivamente: (H₀) - o anúncio da emissão de dividendos e JSCP não impacta positivamente o preço das ações das

companhias e (Ha) - o anúncio da emissão de dividendos e JSCP impacta positivamente o preço das ações das companhias.

2. REVISÃO DA LITERATURA

A estrutura de capital visa maximizar o valor da empresa, por meio da redução do seu custo de capital (WACC – *weighted average cost of capital* ou custo médio ponderado de capital). Quanto menor o WACC, maior o retorno sobre as decisões de investimento da empresa, cujos projetos devem gerar VPLs positivos (SANTANA, 2006; MESQUITA; LARA, 2008; ASSAF NETO; LIMA, 2014; BRIGHAM; EHRHARDT, 2016). Por sua vez, os acionistas esperam aumentar sua riqueza por meio de um eventual ganho de capital - venda das ações por um preço maior que o de aquisição - e recebimento de dividendos, que depende da geração de lucro pelas empresas. Dessa forma, verifica-se que a política de distribuição de dividendos é tão relevante quanto as decisões de investimento nos ativos ou de alternativas de financiamento das empresas (PEROBELLI; FAMÁ, 2003; BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013).

Ainda sobre o tema de política de dividendos, há duas teorias que se antagonizam sobre sua relevância ou não na geração de valor à empresa. A teoria de irrelevância dos dividendos, elaborada por MM (1961), cita que em um mercado perfeito, em que não há: impostos, custos de transação nas emissões, negociações com ações e assimetria de informação, o valor da empresa não se altera em função da política de dividendos adotada. A partir dessas premissas, a irrelevância da política de dividendos se dá por meio das seguintes proposições: I) o valor da empresa é resultado da sua capacidade em gerar fluxos de caixa futuros e não pela maneira que distribui seus lucros, II) os efeitos dos dividendos sobre o valor da empresa, caso ocorram, pode ser explicado devido ao conteúdo informacional que demonstram as expectativas dos executivos da empresa. Portanto, eleva-se a expectativa de ganhos futuros, a partir da retenção atual de lucro e III) os agentes do mercado são atraídos por ações cujas políticas de dividendos atendam às suas expectativas (MESQUITA; LARA, 2008; AL-MALKAWI *et al.*, 2010; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2015).

De forma antagônica, a teoria da relevância de dividendos, elaborada por Gordon (1959), afirma que devido à volatilidade do mercado, os agentes são avessos ao risco. Logo, eles acreditam que os dividendos têm maior valor do que os ganhos de capital porque os primeiros reduzem a incerteza do mercado. A teoria pássaro na mão afirma que os investidores - sendo indivíduos racionais – preferem distribuição de dividendos ao ganho de capital das ações, uma vez que os dividendos representam a certeza de dinheiro no tempo presente. Logo, cabe a analogia com o ditado “mais vale um pássaro na mão do que dois voando”.

Dessa forma, ao aumentar a distribuição de dividendos, os acionistas exigem uma rentabilidade menor das empresas, ocasionando um menor custo de capital. Tal fato finda por valorizar a organização. Por outro lado, quando há uma redução na distribuição de dividendos, os acionistas exigem um maior retorno, elevando o custo de capital da empresa e reduzindo seu valor (JAGANNATHAN; STHEPHENS; WEISBACH, 2000; LOSS; NETO, 2003; ASSAF NETO; LIMA, 2014; ALMEIDA; PEREIRA; TAVARES, 2015; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2015).

Esse comportamento dos acionistas pode ser entendido como um efeito da assimetria informacional de mercado que, conforme Belo e Brasil (2006), se refere a um fenômeno no

qual alguns agentes econômicos têm mais informações do que outros. Um grupo desses agentes são os *insiders*, gestores que são responsáveis pela tomada de decisões de investimento e financiamento da empresa. O segundo grupo são os *outsiders*, sendo constituído por diferentes agentes econômicos externos e que apresentam interesse na empresa (AKERLOF, 1970; BELO; BRASIL, 2006). Segundo os autores Leland e Pyle (1977), no mercado financeiro, as diferenças informacionais entre esses agentes são mais evidentes porque os gestores das empresas, normalmente, conhecem melhor sua capacidade operacional. Assim, eles possuem mais informações sobre os projetos de investimento para os quais buscam financiamento. A distribuição de dividendos mitiga a assimetria informacional, transmitindo um sinal positivo ao mercado (AKERLOF, 1970; SPENCE, 1973; BHATACHARY, 1979; BELO; BRASIL, 2006).

Para Belo e Brasil (2006) e Carvalho e Camargo (2011), a assimetria informacional é melhor compreendida por meio da teoria de sinalização. A teoria afirma que as empresas se utilizam desse mecanismo para transmitir ao mercado informações sobre sua rentabilidade no longo prazo. Assaf Neto e Lima (2014) complementam esse entendimento ao mencionarem que os dividendos trazem um forte conteúdo informacional que revela ao mercado uma tendência de comportamento esperado da empresa. Dessa forma, ao aumentar a distribuição de dividendos, a empresa cria a expectativa nos acionistas de seguir com o pagamento desses lucros no longo prazo, mostrando um sinal positivo ao mercado e capacidade de geração de investimentos com VPL positivo. Em contrapartida, a redução de dividendos, demonstra um sinal negativo ao mercado gerando incerteza sobre o desempenho da empresa no longo prazo. (SANTANA, 2006; LI; ZHAO 2008; ASSAF NETO; LIMA, 2014).

Esse entendimento condiz com os estudos de Lintner (1956), realizado por meio de entrevistas endereçadas aos gestores das políticas de dividendos de 28 empresas. Ele constata que caso haja um aumento do índice de *payout*, os gestores possuem receio de a empresa não poder perpetuar essa política a longo prazo. Entretanto, a redução nesses índices indica uma perspectiva negativa ao mercado. Assim, o conteúdo informacional que a política de dividendos comunica ao mercado faz com que, à medida em que os investidores comecem a se beneficiar das vantagens proporcionadas pelas informações dos ativos, haja a tendência de que os preços se ajustem imediatamente (FAMA, 1970; SPENCE, 1973)

A conclusão é que o histórico de informações das ações reflete somente em seu preço hoje e não amanhã. Sendo assim, a teoria de eficiência de mercado diz que o preço de um ativo é determinado aleatoriamente. As teorias econômicas definem três níveis de eficiência que diferem entre si pelo grau que a informação reflete nos preços dos ativos (FAMA, 1970; BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013; ROSARIO; CHAVALI, 2016). São elas: a) Fraca: nela, o histórico de informações se reflete no preço de uma ação. Nesse caso não é possível obter grandes lucros por muito tempo, b) Semiforte: nesse caso, o preço do ativo é determinado pelas informações passadas, informações de domínio público atuais, anúncio de distribuição de dividendos, fusões e aquisições. c) Forte: para ela, os preços das ações refletem toda a informação da empresa disponível no mercado - históricas públicas e privadas.

Conforme Damodaran (2010), os testes sobre eficiência de mercado, em relação ao anúncio da distribuição de dividendos, revelam uma reação positiva do mercado quando uma empresa divulga que vai distribuir dividendos. Partindo da teoria de eficiência de mercado, ele revela que os investidores ao terem acesso ao mesmo nível de informação - anúncio da distribuição de dividendos - tendem a comprar ativos da empresa a fim de receber parte desses dividendos. Logo, os preços desses ativos geralmente aumentam. Além disso, o autor classifica

como instantâneo e não tendencioso o efeito da divulgação desse tipo de informação no mercado, refutando a teoria de eficiência de mercado de Fama (1970 e 1991).

Essas teorias, relacionadas à eficiência informacional de mercado, via anúncio de distribuição de dividendos, vêm sendo testadas por meio de estudos empíricos apresentados nas tabelas 1 (internacionais) e 2 (nacionais). Na tabela 1, tem-se que 3 dos 4 estudos identificam retornos com sinais positivos e significância estatística, ao nível de 1% e 5%, confirmando o impacto positivo do anúncio de proventos sobre o preço das ações.

Tabela 1 – Síntese dos resultados dos estudos de eventos internacionais

Resultados	Sinal esperado	Akbar; Baig (2010)		Jais <i>et al</i> (2010)		Gupta <i>et al.</i> (2012)		Laabs; Bacon (2013)	
		Sinal	Sig	Sinal	Sig	Sinal	Sig	Sinal	Sig
AR ou CAR	+	-	S/S	+	5%	+	1%	+	5%

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

Notas: AR: *Abnormal Returns* ou Retorno Anormal, CAR: *Cumulative Abnormal Returns* ou Retorno Anormal Acumulado e S/S: Sem significância estatística

No caso da tabela 2, à semelhança dos internacionais, também há 3 de 4 estudos que possuem retornos com sinais positivos e significância estatística, ao nível de 5%. Esse resultado ratifica as teorias mencionadas e a hipótese desta pesquisa.

Tabela 2 – Síntese dos resultados dos estudos de eventos nacionais

Resultados	Sinal esperado	Bruni <i>et al</i> (2003)		Neto; Saito (2003)		Carvalho; Camargo (2011)		Melo (2015)	
		Sinal	Sig	Sinal	Sig	Sinal	Sig	Sinal	Sig
AR ou CAR	+	+	5%	+	5%	+	5%	+	S/S

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

Notas: AR: *Abnormal Returns* ou Retorno Anormal, CAR: *Cumulative Abnormal Returns* ou Retorno Anormal Acumulado e S/S: Sem significância estatística.

Por fim, a tabela 3 apresenta as janelas de tempo utilizadas tanto pelos estudos nacionais, quanto pelos internacionais, relacionadas ao evento de anúncio da distribuição de dividendos. Destaca-se que nesta pesquisa, considera-se a janela do estudo de Neto e Saito (2003).

Tabela 3 – Janelas dos estudos de eventos

Janelas em dias de pregões	Estudos internacionais				Estudos nacionais			
	Akbar; Baig (2010)	Jais <i>et al</i> (2010)	Gupta <i>et al</i> (2012)	Laabs; Bacon (2013)	Bruni <i>et al</i> (2003)	Neto; Saito (2003)	Carval.; Camargo (2011)	Melo (2015)
Estimação	-60 a -21	-140 a -21	N/D	-180 a -31	-60 a -16	-90 a -11	N/D	-126 a -6
Evento	-20 a +20	-20 a +20	-10 a +10	-30 a +30	-15 a +15	-10 a +10	-10 a +10	-5 a 5+
Pós-evento	+21 a +60	+21 a +140	N/D	+31 a +180	+16 a +60	+11 a +90	N/D	+6 a +126

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

Nota: N/D: Não disponível

3. METODOLOGIA

Esse trabalho tem como objetivo verificar se o mercado de capitais brasileiro apresenta eficiência informacional na sua forma semiforte, por meio da análise de um esperado impacto positivo do anúncio da distribuição de dividendos e JSCP sobre o preço das ações. Portanto, sua hipótese central é:

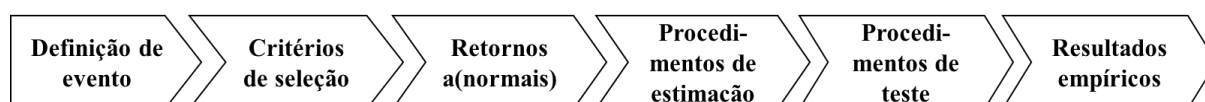
H₀: O anúncio da emissão de dividendos e JSCP não impacta positivamente o preço das ações das companhias.

H_a: O anúncio da emissão de dividendos e JSCP impacta positivamente o preço das ações das companhias.

A referida análise é realizada por meio de um estudo de eventos. Segundo alguns autores, este método é o mais eficiente para verificar a reação do anúncio de distribuição de dividendos sobre o valor da empresa (FAMA, 1970; CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997; CARVALHO; CAMARGOS, 2011; MELO, 2015). Para eles, o mercado é tido como um agente racional. Logo, os eventos são instantaneamente refletidos no preço das ações.

Ainda segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), as etapas do estudo de eventos estão apresentadas da Figura 1:

Figura 1- Etapas do estudo de evento



Fonte: Campbell, Lo e Mackinlay, 1997, p. 151.

3.1 Definição de evento

Segundo as instruções normativas da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) no. 547/14 – que altera a 558/02, a empresa de capital aberto deve seguir as seguintes responsabilidades e deveres para a divulgação do anúncio de emissão de dividendo, entre outras: a) o diretor de relações com investidores (RI) deve divulgar e comunicar à CVM e à B3

qualquer ato ou fato relevante relacionado aos seus negócios; b) o diretor de RI tem o dever de comunicar simultaneamente o mercado sobre o ato ou fato relevante a ser veiculado, por qualquer meio de comunicação, como: jornais e portais de notícias na *internet* c) o ato ou fato relevante pode ser feito de forma resumida e clara com indicação dos endereços eletrônicos da *internet*, sendo que a informação completa deve estar disponível a todos os investidores, em teor no mínimo idêntico àquele remetido à CVM.

3.2 Critérios de seleção

São selecionadas companhias com anúncio de distribuição de proventos - dividendos e JSCP – entre o período de janeiro de 2015 e setembro de 2016. A amostra inicial é composta por 50 ações ordinárias e preferenciais provenientes de 47 empresas que emitem estes ativos e que compõem a carteira do índice IBrX50 da B3 do último quadrimestre de 2016 (setembro a dezembro) - vide tabela 4.

Durante o período mencionado, são identificados 274 anúncios de distribuição de dividendos. Entretanto, são desconsideradas as ações das empresas Petrobrás (PETR3/PETR4) e Rumo Logística (RUMO3), uma vez que elas não divulgam qualquer anúncio de dividendos durante este período. Além disso, também não são consideradas empresas financeiras e não financeiras que distribuem dividendos mensal ou trimestralmente. A exclusão dessas empresas tem por objetivo evitar distorções causadas por superposição de eventos para uma mesma ação.

Da mesma forma, excluem-se as distribuições de dividendos extraordinários da MRV (MRVE3), bem como as distribuições de dividendos ordinários da Vale (VALE3/VALE5) por estarem relacionados a fatos relevantes. A ideia é evitar ruídos na identificação de anúncios relacionados ao objeto desse estudo. Por fim, excluem-se da amostra os eventos que possuem menos de 100 pregões entre si. Diante do exposto, a amostra final é composta por 35 anúncios de proventos, referentes a 17 empresas e 17 ações. Os dados são obtidos a partir da base de dados da Capital IQ da S&P.

Tabela 4 - Evolução da amostra

Descrição / quantidade	Empresas	Ações	Anúncios
Amostra inicial	47	50	274
(-) Empresas que não distribuem dividendos no período de análise	2	3	0
(-) Empresas financeiras que distribuem dividendos mensal ou trimestralmente	7	8	111
(-) Empresas não financeiras que distribuem dividendos mensal ou trimestralmente	20	20	120
(-) Eventos relacionados a fatos relevantes	1	2	4
(-) Eventos com menos de 100 pregões	0	0	4
(=) Amostra final	17	17	35

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

Por sua vez, a tabela 5 apresenta a razão social e o *ticker* das empresas que compõem a amostra final.

Tabela 5 – Razão social e *ticker* das empresas compostas na amostra final

Razão Social	Ticker	Número de eventos
Braskem S.A.	BRKM5	1
BRF S.A.	BRFS3	3
BR Malls Participações S.A.	BRML3	2
Cielo S.A.	CIEL3	4
CPFL Energias Renováveis S.A.	CPRE3	1
EDP - Energias do Brasil S.A.	ENBR3	2
Equatorial Energia S.A.	EQTL3	1
Estácio Participações S.A.	ESTC3	2
Fibria Celulose S.A.	FIBR3	2
JBS S.A.	JBSS3	2
MRV Engenharia e Participações S.A.	MRVE3	1
Natura Cosméticos S.A.	NATU3	3
Qualicorp S.A.	QUAL3	2
Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo	SBSP3	2
Suzano Papel e Celulose S.A.	SUZB5	2
Ultrapar Participações S.A.	UGPA3	4
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	USIM5	1

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

De acordo com a B3, o IBrX50 tem como objetivo ser o indicador do desempenho médio das cotações dos 50 ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro, sendo um índice de retorno total, ou seja, ele é um índice que procura refletir não apenas as variações nos preços dos ativos integrantes do índice no tempo - quadrimestre, mas também o impacto que a distribuição de proventos teria no retorno do índice, por parte das companhias emissoras desses ativos. Tal fato caracteriza a liquidez desses ativos e adequação do índice para esse estudo. Maiores informações sobre o IBrX50, ver na metodologia do índice IBrX50 (B3, 2015).

3.3 Retornos anormais e normais

A existência de retornos anormais é observada como sendo o ponto mais significante para concluir algo sobre o impacto do evento no preço das ações da empresa. O retorno anormal de uma ação é representado pela equação 1 (CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997):

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

Em que RA_{it} é o retorno anormal dos ativos, R_{it} é o retorno observado para a empresa “i”, $E(R_{it})$ é o retorno esperado e “t” é o tempo do evento.

A metodologia de cálculo de retornos normais apresenta duas formas de medição, a tradicional e a logarítmica (FAMA, 1970; CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997; MELO, 2015). Para Bruni *et al.* (2003) e Carvalho e Camargos (2011), a medição logarítmica é a mais

adequada porque proporciona uma melhor composição na distribuição normal dos retornos diante do procedimento de testes paramétricos. Além disso, por meio dela, é possível somar as rentabilidades dos diferentes períodos para obter o retorno total. Por fim, na medição logarítmica, pressupõe-se que as informações de mercado acontecem a todo o momento e que as ações reagem de forma contínua a estas informações. Este retorno é obtido por meio da equação 2:

$$P_t = P_{t-1}e^r \quad (2)$$

Em que “r” é a taxa de retorno, “P_t” é o preço da ação no período “t” e P_{t-1} é o preço da ação no período anterior. Por sua vez, o cálculo do retorno real observado é dado pela equação 3:

$$R_{it} = \text{LN} \left(\frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} \right) \quad (3)$$

Em que R_{it} é o retorno do ativo “i” na data “t”, transformado pelo logaritmo neperiano (LN), P_{it} é a cotação nominal de fechamento do ativo na data “t”, e P_{i,t-1} é a cotação nominal de fechamento do ativo “i” na data “t-1”.

Segundo Campbell e Lo e Mackinlay (1997), o retorno esperado é obtido por meio do modelo de mercado, o qual relaciona o retorno da ação ao retorno da carteira de mercado. Este retorno pode ser entendido por meio da equação 4:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Em que E(R_{it}) é o retorno esperado de um ativo “i” no tempo “t”, R_{mt} é o retorno do mercado “m” no período “t”, α_i e β_i são os parâmetros do modelo de mercado do ativo “i” e ε_{it} é o erro da equação econométrica do ativo “i” no tempo “t”.

Entretanto, Neto e Saito (2003), Carvalho e Camargos (2011) e Melo (2015) relatam a dificuldade em identificar corretamente o efeito do anúncio da distribuição de dividendos no preço das ações. Assim sendo, considera-se o resultado da acumulação dos retornos anormais das ações. O modelo de *cumulative abnormal return* (CAR) é calculado pela soma simples de todos os retornos anormais contidos em uma janela de evento, conforme a equação 5:

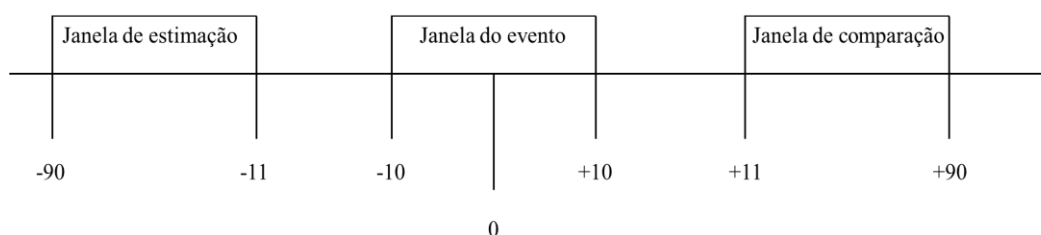
$$\text{CAR}_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \text{AR}_{i,t} \quad (5)$$

Em que CAR_i é o retorno anormal acumulado do ativo “i”, “t₁” é o primeiro dia da janela do evento, “t₂” é o último dia da janela de evento e AR_i é o retorno anormal do ativo “i”.

3.4 Procedimento de estimação

Para a estimação dos retornos mencionados são consideradas as janelas apresentadas na figura 3. Os prazos apresentados têm como referência a tabela 3 desse estudo, especificamente o trabalho de Neto e Saito (2003).

Figura 2 - Janelas do estudo de evento



Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

A janela de estimação compreende o período de cálculo dos retornos esperados ou normais das ações antes da janela de evento, compreendendo 80 pregões (-90 a -11). Destaca-se que a janela de estimação não deve sobrepor-se à janela de evento para não influenciar os parâmetros e deve ser extenso o bastante para que possíveis discrepâncias nos retornos possam ser diluídas, sem provocar grandes alterações em sua distribuição de frequência (CAMPBELL; LO; MACKINLAY, 1997).

Por sua vez, a janela de evento é constituída por 10 pregões antes e após o anúncio (-10 a +10), totalizando um período de 21 dias. O evento do anúncio da distribuição de dividendos ocorre na data zero. O estudo do comportamento dos retornos nos 10 pregões anteriores à data zero visa colher indícios ilegais de aproveitamento de informações privilegiadas, enquanto que o estudo do comportamento nos 10 pregões posteriores à data zero visa observar a reação do mercado de capitais à ocorrência do evento.

Por fim, a janela de comparação é constituída por 80 pregões (+11 a +90), após a janela de eventos. Seu objetivo é verificar se os retornos continuam ou não a apresentar comportamento anormal após a janela de evento.

3.5 Procedimento de teste

O procedimento de teste considera as seguintes etapas: I) Primeiramente, são coletados os preços de fechamento das ações da amostra, durante o período da janela de estimação, para cálculo de seu retorno; II) Após a obtenção desses dados, os retornos esperados são projetados para as janelas de evento e comparação, por meio da equação 4. Já os retornos reais dos ativos nessas mesmas janelas são obtidos por meio da equação 3; III) Posteriormente, é feito do cálculo dos ARs e CARs, via *software* Stata, para as janelas de evento e comparação; IV) Conforme Carvalho e Camargos (2011) e Fonseca (2012), após a obtenção desses retornos, verifica-se a normalidade de ambas distribuições, por meio do teste Shapiro-Wilk (SW test), cujas hipóteses nula e alternativa são: H_0 : A distribuição é normal e H_a : A distribuição não é normal; V) Caso a distribuição seja normal, utiliza-se o teste de diferença de médias entre o retorno real e esperado dos ativos – AR e CAR, com um nível de significância de 5%. Entretanto, caso a

distribuição não seja normal, utiliza-se o teste não paramétrico de Wilcoxon (FONSECA, 2012; ANDERSON, SWEENEY e WILLIAMS, 2013; BUSSAB e MORETTIN, 2013). Esses testes têm por objetivo verificar a significância estatística dessas diferenças ou retornos anormais, cujas hipóteses são: H_0 : A diferença ou retorno anormal é igual a zero e H_a : A diferença ou retorno anormal é diferente de zero.

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

A tabela 6 apresenta a média aritmética dos ARs e CARs, por pregão, dos 35 eventos analisados para as janelas de evento (21 pregões) e comparação (80 pregões), totalizando 101 pregões. No caso dos ARs, identificam-se 44 (44%) resultados positivos e 57 (56%) negativos. Já no caso dos CARs, são identificados 81 (80%) resultados positivos e 20 (20%) negativos, o que, inicialmente, corrobora a hipótese alternativa (H_a) do estudo - o anúncio da emissão de dividendos e juros sobre capital próprio impacta positivamente o preço das ações das companhias. Além disso, no caso do CAR, identificam-se 10 resultados positivos nos 10 pregões anteriores ao evento, o que pode evidenciar um eventual aproveitamento de informações privilegiadas.

Tabela 6 – Estatística descritiva dos ARs e CARs das ações nas janelas de eventos e comparação

Pregões	Janela	ARs	CARs	Pregões	Janela	ARs	CARs
-10	Evento	0,0079	0,0079	23	Comparação	-0,0018	0,0179
-9	Evento	0,0007	0,0086	24	Comparação	0,0069	0,0248
-8	Evento	0,0043	0,0128	25	Comparação	-0,0026	0,0222
-7	Evento	-0,0013	0,0115	26	Comparação	0,0029	0,0251
-6	Evento	-0,0003	0,0112	27	Comparação	-0,0003	0,0248
-5	Evento	-0,0001	0,0111	28	Comparação	-0,0046	0,0202
-4	Evento	0,0015	0,0126	29	Comparação	-0,0015	0,0188

Tabela 6 – Estatística descritiva dos ARs e CARs das ações nas janelas de eventos e comparação (continuação)

Pregões	Janela	ARs	CARs	Pregões	Janela	ARs	CARs
-3	Evento	0,0005	0,0131	30	Comparação	0,0033	0,0221
-2	Evento	-0,0064	0,0067	31	Comparação	0,0001	0,0221
-1	Evento	-0,0010	0,0057	32	Comparação	0,0024	0,0245
0	Evento	-0,0030	0,0027	33	Comparação	-0,0018	0,0227
1	Evento	-0,0052	-0,0025	34	Comparação	0,0035	0,0262
2	Evento	0,0033	0,0008	35	Comparação	-0,0006	0,0256
3	Evento	0,0041	0,0049	36	Comparação	-0,0054	0,0202
4	Evento	-0,0036	0,0013	37	Comparação	0,0039	0,0242
5	Evento	0,0025	0,0039	38	Comparação	-0,0027	0,0215
6	Evento	-0,0046	-0,0007	39	Comparação	0,0063	0,0278
7	Evento	0,0005	-0,0003	40	Comparação	-0,0008	0,0271
8	Evento	0,0036	0,0033	41	Comparação	-0,0006	0,0264
9	Evento	0,0088	0,0121	42	Comparação	-0,0013	0,0251

10	Evento	-0,0020	0,0100	43	Comparação	0,0029	0,0280
11	Comparação	0,0027	0,0127	44	Comparação	-0,0050	0,0229
12	Comparação	0,0003	0,0130	45	Comparação	-0,0011	0,0218
13	Comparação	0,0037	0,0167	46	Comparação	0,0017	0,0236
14	Comparação	-0,0054	0,0113	47	Comparação	-0,0005	0,0230
15	Comparação	0,0043	0,0156	48	Comparação	-0,0074	0,0157
16	Comparação	-0,0018	0,0138	49	Comparação	-0,0013	0,0144
17	Comparação	-0,0002	0,0136	50	Comparação	-0,0003	0,0141
18	Comparação	-0,0032	0,0104	51	Comparação	-0,0022	0,0119
19	Comparação	0,0052	0,0156	52	Comparação	0,0041	0,0159
20	Comparação	-0,0032	0,0124	53	Comparação	-0,0055	0,0104
21	Comparação	0,0054	0,0178	54	Comparação	0,0065	0,0170
22	Comparação	0,0019	0,0197	55	Comparação	-0,0003	0,0166
56	Comparação	0,0009	0,0176	74	Comparação	0,0024	0,0024
57	Comparação	-0,0027	0,0149	75	Comparação	-0,0045	-0,0020
58	Comparação	-0,0016	0,0134	76	Comparação	-0,0021	-0,0042
59	Comparação	-0,0036	0,0097	77	Comparação	0,0015	-0,0027
60	Comparação	0,0000	0,0097	78	Comparação	-0,0035	-0,0062
61	Comparação	0,0012	0,0109	79	Comparação	-0,0022	-0,0084
62	Comparação	0,0009	0,0118	80	Comparação	0,0031	-0,0053
63	Comparação	-0,0049	0,0069	81	Comparação	-0,0014	-0,0067
64	Comparação	0,0027	0,0095	82	Comparação	-0,0025	-0,0092
65	Comparação	-0,0026	0,0069	83	Comparação	-0,0045	-0,0137
66	Comparação	0,0007	0,0077	84	Comparação	-0,0003	-0,0140
67	Comparação	-0,0063	0,0013	85	Comparação	0,0013	-0,0127
68	Comparação	-0,0008	0,0006	86	Comparação	0,0028	-0,0098
69	Comparação	-0,0014	-0,0009	87	Comparação	0,0028	-0,0070
70	Comparação	0,0033	0,0024	88	Comparação	0,0059	-0,0011
71	Comparação	-0,0007	0,0017	89	Comparação	-0,0023	-0,0034
72	Comparação	0,0047	0,0064	90	Comparação	-0,0021	-0,0055
73	Comparação	-0,0064	0,0001				

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

Para cálculo dos ARs e CARs, analisa-se previamente a normalidade das distribuições, por meio do teste de Shapiro-Wilk– vide tabelas 7 e 8 - cujo nível de significância é de 5%. Caso a distribuição seja normal, o teste de diferença e médias aplicado é o teste t. Caso contrário, utiliza-se o teste não paramétrico de Wilcoxon.

A tabela 7 indica que os ARs possuem distribuição normal para 22 (63%) e não normal para 13 (37%) dos respectivos eventos de cada ação da amostra.

Tabela 7 – Teste de normalidade Shapiro-Wilk dos ARs nas janelas de evento e comparação

<i>Ticker</i>	N	<i>P-value</i>	<i>Ticker</i>	N	<i>P-value</i>	<i>Ticker</i>	N	<i>P-value</i>
BRKM5	101	0,01907	ENBR3	101	0,03569	QUAL3	101	0,79962
BRFS3	101	0,00080	EQTL3	101	0,04929	QUAL3	101	0,00000
BRFS3	101	0,00026	ESTC3	101	0,00000	SBSP3	101	0,79017
BRFS3	101	0,00034	ESTC3	101	0,77923	SBSP3	101	0,28267
BRML3	101	0,05480	FIBR3	101	0,92078	SUZB5	101	0,78352
BRML3	101	0,26861	FIBR3	101	0,80794	SUZB5	101	0,15661

CIEL3	101	0,15499	JBSS3	101	0,00000	UGPA3	101	0,24583
CIEL3	101	0,00240	JBSS3	101	0,07868	UGPA3	101	0,13615
CIEL3	101	0,70708	MRVE3	101	0,27791	UGPA3	101	0,21884
CIEL3	101	0,00226	NATU3	101	0,34738	UGPA3	101	0,18085
CPFE3	101	0,00000	NATU3	101	0,87769	USIM5	101	0,26455
ENBR3	101	0,07569	NATU3	101	0,00040			

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

Obs: Os valores em negrito possuem distribuição normal

Por sua vez, a tabela 8 indica que dos 35 CARs, 7 (20%) possuem distribuição normal e 28 (80%) não normal.

Tabela 8 – Teste de normalidade Shapiro-Wilk dos CARs nas janelas de evento e comparação

<i>Ticker</i>	<i>N</i>	<i>P-value</i>	<i>Ticker</i>	<i>N</i>	<i>P-value</i>	<i>Ticker</i>	<i>N</i>	<i>P-value</i>
BRKM5	101	0,03036	ENBR3	101	0,00454	QUAL3	101	0,00002
BRFS3	101	0,00043	EQTL3	101	0,00002	QUAL3	101	0,00913
BRFS3	101	0,00066	ESTC3	101	0,00000	SBSP3	101	0,00000
BRFS3	101	0,02747	ESTC3	101	0,00789	SBSP3	101	0,01065
BRML3	101	0,00000	FIBR3	101	0,00000	SUZB5	101	0,00011
BRML3	101	0,00108	FIBR3	101	0,00000	SUZB5	101	0,02416
CIEL3	101	0,03318	JBSS3	101	0,47255	UGPA3	101	0,10675
CIEL3	101	0,09269	JBSS3	101	0,15094	UGPA3	101	0,11216
CIEL3	101	0,00000	MRVE3	101	0,40148	UGPA3	101	0,01954
CIEL3	101	0,00000	NATU3	101	0,00003	UGPA3	101	0,00328
CPFE3	101	0,00007	NATU3	101	0,00527	USIM5	101	0,12688
ENBR3	101	0,00032	NATU3	101	0,00001			

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

Obs: Os valores em negrito possuem distribuição normal

As tabelas 9 e 10 apresentam os resultados dos testes de diferenças de médias dos ARs e CARs, respectivamente. Para os eventos com distribuição normal, aplica-se teste t; enquanto que para aqueles com distribuições não normais, aplica-se o teste não paramétrico de Wilcoxon com sinais. O nível de significância dos testes é de 5%.

Na tabela 9, verifica-se que os 35 eventos apresentam ARs estatisticamente iguais à zero, o que não permite confirmar a hipótese alternativa de que o anúncio da distribuição de dividendos e JSCP tem impacto positivo no preço das ações.

Tabela 9 – Teste de diferença de médias dos ARs nas janelas de evento e comparação

<i>Ticker</i>	<i>N</i>	<i>Tipo teste</i>	<i>P-value</i>	<i>Ticker</i>	<i>N</i>	<i>Tipo teste</i>	<i>P-value</i>
BRKM5	101	Wilcoxon	0,3725	JBSS3	101	Wilcoxon	0,3314
BRFS3	101	Wilcoxon	0,5011	JBSS3	101	T test	0,5590
BRFS3	101	Wilcoxon	0,6657	MRVE3	101	T test	0,5164
BRFS3	101	Wilcoxon	0,5338	NATU3	101	T test	0,8161
BRML3	101	T test	0,8077	NATU3	101	T test	0,6539
BRML3	101	T test	0,3877	NATU3	101	Wilcoxon	0,1742

CIEL3	101	T test	0,1001	QUAL3	101	T test	0,3391
CIEL3	101	Wilcoxon	0,8014	QUAL3	101	Wilcoxon	0,4042
CIEL3	101	T test	0,6740	SBSP3	101	T test	0,5165
CIEL3	101	Wilcoxon	0,3842	SBSP3	101	T test	0,9204
CPFE3	101	Wilcoxon	0,8351	SUZB5	101	T test	0,6908
ENBR3	101	T test	0,7865	SUZB5	101	T test	0,2879
ENBR3	101	Wilcoxon	0,6500	UGPA3	101	T test	0,4988
EQTL3	101	Wilcoxon	0,3686	UGPA3	101	T test	0,9844
ESTC3	101	Wilcoxon	0,5773	UGPA3	101	T test	0,9710
ESTC3	101	T test	0,3931	UGPA3	101	T test	0,5346
FIBR3	101	T test	0,5416	USIM5	101	T test	0,8079
FIBR3	101	T test	0,2921				

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

Por sua vez, a tabela 10 indica que apenas 1 (3%) dos eventos da Fibria (FIBR3) possui CAR estatisticamente igual a zero. Significa dizer que os 34 (97%) outros eventos apresentam diferenças de médias estatisticamente diferentes de zero, viabilizando a análise da hipótese deste estudo. Além disso, a utilização do CAR se torna mais adequada para análise de resultados, uma vez que existem dificuldades em determinar a data em que o mercado efetivamente absorve a informação do evento em um estudo.

Tabela 10 – Teste de diferença de médias dos CARs nas janelas de evento e comparação

<i>Ticker</i>	<i>N</i>	<i>Tipo teste</i>	<i>P-value</i>	<i>Ticker</i>	<i>N</i>	<i>Tipo teste</i>	<i>P-value</i>
BRKM5	101	Wilcoxon	0,0000	JBSS3	101	T test	0,0000
BRFS3	101	Wilcoxon	0,0000	JBSS3	101	T test	0,0000
BRFS3	101	Wilcoxon	0,0000	MRVE3	101	T test	0,0000
BRFS3	101	Wilcoxon	0,0000	NATU3	101	Wilcoxon	0,0000
BRML3	101	Wilcoxon	0,0000	NATU3	101	Wilcoxon	0,0000
BRML3	101	Wilcoxon	0,0000	NATU3	101	Wilcoxon	0,0000

Tabela 10 – Teste de diferença de médias dos CARs nas janelas de evento e comparação (continuação)

<i>Ticker</i>	<i>N</i>	<i>Tipo teste</i>	<i>P-value</i>	<i>Ticker</i>	<i>N</i>	<i>Tipo teste</i>	<i>P-value</i>
CIEL3	101	Wilcoxon	0,0000	QUAL3	101	Wilcoxon	0,0000
CIEL3	101	T test	0,0000	QUAL3	101	Wilcoxon	0,0000
CIEL3	101	Wilcoxon	0,0000	SBSP3	101	Wilcoxon	0,0000
CIEL3	101	Wilcoxon	0,0000	SBSP3	101	Wilcoxon	0,0000
CPFE3	101	Wilcoxon	0,0000	SUZB5	101	Wilcoxon	0,0138
ENBR3	101	Wilcoxon	0,0004	SUZB5	101	Wilcoxon	0,0000
ENBR3	101	Wilcoxon	0,0000	UGPA3	101	T test	0,0000
EQTL3	101	Wilcoxon	0,0000	UGPA3	101	T test	0,0238
ESTC3	101	Wilcoxon	0,0000	UGPA3	101	Wilcoxon	0,0000
ESTC3	101	Wilcoxon	0,0000	UGPA3	101	Wilcoxon	0,0000
FIBR3	101	Wilcoxon	0,1580	USIM5	101	T test	0,0000
FIBR3	101	Wilcoxon	0,0000				

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

Obs: O valor em negrito possui diferença de média estatisticamente igual a zero

Uma vez que na tabela 6, tem-se que 80% dos CARs possuem resultados positivos e que, na tabela 10, 97% deles são estatisticamente diferentes de zero, pode-se confirmar a hipótese alternativa de que o anúncio da distribuição de dividendos e JSCP tem impacto positivo no preço das ações de companhias brasileiras constituintes do IBrx50.

Esse resultado corrobora a teoria de que o anúncio da distribuição de dividendos sinaliza ao mercado a existência de uma projeção de geração de fluxos de caixa positivos, originados de suas decisões de investimento. Além disso, ele confirma a teoria de eficiência informacional semiforte de mercado, indicando que os investidores ao terem acesso ao mesmo nível de informação - anúncio da distribuição de dividendos - tendem a comprar a ação da empresa, a fim de receber parte desses dividendos. Tal fato impacta no aumento do preço da ação.

Por fim, esse resultado corrobora o dos estudos internacionais de Jais *et al.* (2010), Gupta *et al.* (2012) e de Laabs e Bacon (2013), além os estudos nacionais de Bruni *et al.* (2003), Neto e Saito (2003) e de Carvalho e Camargo (2011). Todos eles identificam, igualmente, um retorno positivo e estatisticamente significativo no preço das ações, após a divulgação da distribuição de dividendos pelas companhias.

5. CONCLUSÃO

Este estudo busca testar a hipótese de que o anúncio da distribuição de dividendos e de JSCP impacta positivamente no preço das ações, das organizações que compõem o índice IBRX50. A verificação dessa hipótese é realizada por meio de um estudo de eventos, cuja amostra final é composta por 35 anúncios de distribuição de dividendos e JSCP, referentes a 17 empresas e 17 ações, entre o período de janeiro de 2015 e setembro de 2016.

A tabela 6 apresenta a média aritmética dos ARs e CARs, por pregão, dos 35 eventos analisados para as janelas de evento (21 pregões) e comparação (80 pregões), totalizando 101 pregões. Nela, são identificados 81 (80%) resultados positivos e 20 (20%) negativos de CARs. Por sua vez, a tabela 10 identifica que 34 (97%) dos eventos possuem diferenças de médias estatisticamente diferentes de zero. Tais resultados permitem confirmar a hipótese alternativa

(Ha) do estudo - o anúncio da emissão de dividendos e juros sobre capital próprio impacta positivamente o preço das ações das companhias.

A confirmação dessa hipótese contribui para a ratificação do fato de que o mercado brasileiro apresenta um nível de eficiência informacional semiforte, conforme definido pela teoria de eficiência de mercado de Fama (1970 e 1991). Segundo ela, o preço do ativo é determinado pelas informações passadas, informações de domínio público atuais, bem como pelo anúncio fatos relevantes como a distribuição de dividendos. De fato, dividendos trazem um forte conteúdo informacional que revela ao mercado uma tendência de comportamento positivo esperado da empresa. Além disso, a teoria pássaro na mão complementa essa percepção positiva ao afirmar que investidores preferem distribuição de dividendos ao ganho de capital das ações, uma vez que os dividendos representam a certeza de dinheiro no tempo presente. Ressalta-se que o resultado desse estudo está alinhado aos de Bruni *et al.* (2003), Neto e Saito (2003), Jais *et al.* (2010), Gupta *et al.* (2010), Laabs e Bacon (2013) e Carvalho e Camargo (2011).

Por fim, para futuras pesquisas e aprofundamentos sobre o tema, sugere-se a utilização de outros índices de retorno, tais como *dividend payout* e *dividend yield*. Além disso, recomenda-se ainda a consideração de período pós-evento e de amostras mais extensas, o que pode contribuir para resultados mais assertivos.

REFERÊNCIAS

AKBAR, M.; BAIG, H. H. *Reaction of stock prices to dividend announcements and market efficiency in Pakistan*. **The Lahore Journal of Economics**, v. 15, n. 1, p. 103-125, 2010.

AKERLOF, A. G. *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

Al-MALKAWI, H.; RAFFERTY, M.; PILLAI, R. *Dividend policy: a review of theories and empirical evidence*. **International Bulletin of Business Administration**, v.9 n. 1, p. 171–200, 2010.

ALMEIDA, G. A. L.; PEREIRA, T. E.; TAVARES, O. F. Determinantes da política de dividendos em Portugal. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 17, n. 54, p. 701-719, 2015.

ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. **Estatística aplicada à administração e economia**. São Paulo: Cengage Learning, 2013.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2014.

BELO, M. N.; BRASIL, G. H. Assimetria informacional e eficiência semiforte do mercado. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v.46, n. 1, p. 48-57, 2006.

BHATCHARYA, S. *Imperfection information, dividends policy and the “bird in the hand” fallacy*. **The Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 259-270, 1979.

BOLSA BALCÃO BRASIL (B3). Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. **Metodologia do Índice IBrX50.** Abril/2015. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-50-ibrx-50.htm>. Acesso em: 26 out. 2016.

BRASIL. Deliberação 683 no. 547 da Comissão de Valores Mobiliários, de 30 de agosto de 2012. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 30 ago. 2012. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deli/deli683.html>>. Acesso em: 13 nov. 2016.

BRASIL. Instrução Normativa no. 547 da Comissão de Valores Mobiliários, de 5 de fevereiro de 2014. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 05 fev. 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst547.html>>. Acesso em: 28 out. 2016.

BRASIL. Lei nº 9.430/96 de 27 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e dá outras providências. **Diário da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, 27 dez. 1996. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9430.htm#art88xxvi>. Acesso em: 13 nov. 2016.

BREALEY, R.; MYERS, S.; ALLEN, F. **Princípios de finanças corporativas**. São Paulo: Bookman, 2013.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Cengage Learning, 2016.

BRUNI, A. L.; FIRMINO, A.; GAMA, A.; FAMÁ, R. **O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: um estudo empírico no Brasil**. 2003. Trabalho apresentado ao 3º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2003.

BUSSAB, W. O.; MORETTIN, P. A. **Estatística básica**. São Paulo: Saraiva, 2013.

CAMPBELL, J.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. *The econometric of financial markets*. New Jersey: Princeton University Press, 1997.

CARVALHO, M. D.; CAMARGO, A. M. **Eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro, 2000-2010: estudo de evento dos anúncios de distribuição de dividendos**. 2011. Trabalho apresentado ao 31º Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Belo Horizonte, 2011.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. CPC-13: Adoção inicial da lei nº. 11.638/07 e da medida provisória nº. 449/08. Dez. 2008. Disponível em:

<http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/223_CPC_13.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2016.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

FAMA, E. F. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*. **The Journal of Finance**. v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970

FAMA, E. F. *Efficient capital markets II*. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, 1991.

FONSECA, J. S. **Curso de estatística**. São Paulo: Atlas 2012.

GOMOI, C. B.; PANTEA, F. *The impact of signaling theory and agency theory on the financial reporting*. **Revistă Lucrari Stiintifice**, v. 18, n. 2, p. 199-202, 2016.

GORDON, M. J. *Dividends, earnings and stock prices*. **Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.

GUPTA, S.; DOGRA, B.; VASHISHT, A. K.; GHAI, S. *Stock price reaction to dividend announcements*. **International Journal of Finance Management**. v. 2, n. 2, p. 23-31, 2012.

HENNESSY, C. A.; LIVDAN, D.; MIRANDA, B. *Repeated signaling and firm dynamics*. **The Review of Financial Studies**. v.23, n. 5, p. 1981- 2023, 2010.

JAGANNATHAN M.; STHEPHENS, P. C.; WEISBACH S. M. *Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases*. **Journal of Financial Economics**, v.57, n. 3, p. 355-384, 2000.

JAIS, M.; KARIM, A. B.; FUNAOKA, K.; ABDIN, Z. A. *Dividend announcement and stock market reaction*. **Capital Markets Review**. v.18, n.1&2. p.63-75, 2010

LAABS, D. S.; BACON, F. W. *The impact of increased dividend announcements on stock price: a test of market efficiency*. 2013. Paper presented at the ASBBS Annual Conference, Las Vegas, 2013.

LELAND, H. E.; PYLE, D. H. *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*. **The Journal of Finance**. v. 32, n. 2, p. 371-387, 1977.

LI, K; ZHAO, X. *Asymmetric information and dividend policy*. **Financial Management**, v. 37, n.4, p. 673-694, 2008.

LINTNER, J. *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes*. **The American Economic Review**.v. 46, n. 2, p.97-103, 1956.

LOSS, L.; NETO, S. A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. 1, p. 39-53, 2003.

MELO, J. F. **Política de dividendos no Brasil: uma análise do comportamento dos preços subsequentes a anúncios de distribuição de proventos em empresas listadas na BOLSA BALCÃO BRASIL (B3) no período 2009 a 2013**. 2015. 98 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2015.

MESQUITA, C. M. J.; LARA, E. J. Estrutura de capital e rentabilidade: análise do desempenho de empresas brasileiras no período pós-plano real. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 19, n. 2, p. 15-33, 2008.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*. **The Journal of Business**. v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

NETO, N. A. J.; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração**, v.38, n.2, p.135-143, 2003.

PEROBELLI, C. F. F.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 1, p. 09-35, 2003.