

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTROLADORIA**

JOELMA CRISTIANE MARCHI

**ANÚNCIOS DE DIVIDENDOS E SEUS REFLEXOS NOS PREÇOS DAS AÇÕES
NEGOCIADAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Maringá

2019

JOELMA CRISTIANE MARCHI

**ANÚNCIOS DE DIVIDENDOS E SEUS REFLEXOS NOS PREÇOS DAS AÇÕES
NEGOCIADAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Área de Concentração Controladoria, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Estadual de Maringá.

Linha de pesquisa: Contabilidade para Usuários Externos.

Orientador: Prof. Dr. Claudio Marques

Agência Financiadora: CAPES/FUNDAÇÃO ARAUCÁRIA

Maringá

2019

**Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)
(Biblioteca Central - UEM, Maringá – PR., Brasil)**

M317a Marchi, Joelma Cristiane
Anúncios de dividendos e seus reflexos nos preços das ações negociadas no mercado de capitais brasileiro. / Joelma Cristiane Marchi. -- Maringá, 2019.
100 f. : il., color., figs., tabs.

Orientador: Prof. Dr. Claudio Marques.
Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Maringá, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - Área de Concentração: Controladoria, 2019

1. Dividendos. 2. Mercado de ações - Anúncio. 2. Preço das ações. I. Marques, Claudio, orient. II. Universidade Estadual de Maringá. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - Área de Concentração: Controladoria. III. Título.

CDD 21.ed. 657.452

AHS-CRB-9/1065

*Aos meus amados pais, Delma e Joel, por
todo amor, incentivo e apoio incondicional.*

AGRADECIMENTOS

As palavras aqui registradas não são capazes de expressar o quanto me sinto grata, mas escrevo na tentativa de demonstrar, de forma singela, toda minha gratidão àqueles que permitiram a realização deste sonho.

Primeiramente, agradeço a Deus por ser minha sustentação em todos os momentos da minha vida, por me conceder tantas bênçãos e por iluminar meus passos. Os planos dEle sempre foram melhores que os meus.

Agradeço a minha mãe, Delma, que com tanto amor e preocupação fez o possível e o impossível para me incentivar a seguir em frente e superar meus medos. Ao meu pai, Joel, meu exemplo de força, por todo apoio e motivação. Muito obrigada por todos os esforços que fizeram para permitir a realização dos meus sonhos e conquistas.

Agradeço ao meu irmão, Emerson, que sempre se dispôs a me ajudar, pelos conselhos e amizade. A minha avó, Camila, pelas sábias e doces palavras, por todo carinho e por sua fé, os quais me deram força, coragem e, acima de tudo, me ensinaram a nunca desistir dos meus objetivos. Agradeço ainda ao meu noivo e melhor amigo Rafael, por acreditar e confiar em mim. Obrigada pela paciência, pelos incentivos e por entender minha ausência em tantos momentos.

De forma especial, gostaria de agradecer ao Prof. Dr. Claudio Marques, por ter me acolhido como orientanda desde a graduação e me encorajado a seguir a carreira docente. Agradeço pelos ensinamentos, conselhos, pelo suporte, confiança e por todo conhecimento compartilhado.

Estendo meus agradecimentos aos demais professores da Graduação e da Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Estadual de Maringá por toda dedicação, disponibilidade e aprendizados que me proporcionaram. Especialmente aos professores Dr. José Braz e Me. Ademir Moribe, por não medirem esforços para me ajudar, incentivar e me aconselhar. Não tenho palavras para expressar o quanto sou e serei eternamente grata a vocês. A professora Simone pela atenção, por me encorajar a sair da zona de conforto, superar minhas limitações e pelos ensinamentos, os quais contribuíram para meu crescimento pessoal e profissional. Ao Prof. Dr. Rodrigo Paiva (FIPECAFI) pelas valiosas observações, ideias e sugestões ofertadas, as quais contribuíram para o desenvolvimento e conclusão desta pesquisa.

Meus sinceros agradecimentos aos meus amigos pela compreensão, apoio, pelas conversas, desabafos e por todo incentivo.

Aos secretários Ana, Marcos e Margarete pelo suporte, carinho e preocupação.

Por fim, agradeço a Universidade Estadual de Maringá, a Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) e Fundação Araucária pela concessão de auxílio institucional e financeiro para a realização do mestrado.

“Tenho em mim todos os sonhos do mundo”

Fernando Pessoa

RESUMO

Marchi, J. C. (2019). *Anúncios de dividendos e seus reflexos nos preços das ações negociadas no mercado de capitais brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Estadual de Maringá, Maringá, PR, Brasil.

Considerando que na data de anúncio do pagamento de dividendos são transmitidas informações ao mercado, possibilitando a reação das partes interessadas e o consequente impacto nos preços das ações, a proposta da pesquisa consiste em verificar o comportamento dos preços das ações em relação ao anúncio da distribuição de dividendos das empresas listadas na bolsa de valores do país (B3), que distribuíram dividendos nos anos de 2016 e 2017. Fundamentando-se nos pressupostos das teorias da Irrelevância (Miller & Modigliani, 1958; 1961), da Relevância (Gordon, 1959; 1963; Lintner, 1956; 1962) e da Sinalização dos Dividendos, a pesquisa caracteriza-se como documental, descritiva, causal e *ex-post facto*. A análise quantitativa do impacto dos anúncios dos dividendos, do *dividend yield*, setor de atuação e nível de governança das empresas nos preços das ações foi realizada por meio da metodologia do estudo de eventos, de análises explanatórias e de um modelo proposto de regressão linear misto. Mediante amostra composta por 208 eventos de anúncios de pagamento de dividendos referentes a 76 empresas, parte das evidências empíricas do estudo mostram-se consistentes com os pressupostos das teorias da Relevância e Sinalização dos Dividendos, devido a identificação de impactos significativos do anúncio de dividendos nos preços das ações em dias próximos a tal anúncio (dias -3 e +5). Infere-se que um possível vazamento de informações ao mercado ou mesmo a expectativa dos investidores pela magnitude de dividendos, no período anterior ao anúncio de pagamento de dividendos, possibilitou a obtenção, em média, de retornos anormais positivos das ações (retornos atuais superiores aos retornos esperados caso tal evento não ocorresse) no dia -3. Entende-se ainda que a estabilização e tendência decrescente dos preços das ações no período posterior ao anúncio de dividendos resultou, em média, em retornos anormais negativos significantes no dia -5. Entretanto, analisando-se o impacto médio e acumulado dos anúncios de dividendos nos preços das ações nos dias próximos a tais anúncios, as evidências empíricas indicam a inexistência de influência do anúncio de pagamento de dividendos nas cotações das ações das empresas, corroborando com os pressupostos da Teoria da Irrelevância dos Dividendos. Os achados da pesquisa indicam a influência positiva dos *dividend yields* das empresas nos retornos anormais acumulados das ações nos períodos próximos ao anúncio de pagamento de dividendos. Ou seja, quanto maior o percentual do preço da ação distribuído sob a forma de dividendos (*dividend yield*), maiores foram os retornos anormais acumulados das ações. Ademais, verificou-se a existência de diferenças entre os retornos anormais acumulados médios em ações de empresas classificadas em diferentes setores de atuação e níveis de governança. Entretanto, tais diferenças se caracterizaram como estatisticamente insignificantes, indicando a não influência dos setores de atuação e níveis de governança das empresas nos retornos anormais acumulados das ações, nos períodos próximos ao anúncio de pagamento de dividendos.

Palavras-chave: Dividendos; Anúncio; Preços das ações.

ABSTRACT

Marchi, J. C. (2019). *Dividend announcements and their reflections on stock prices traded in the Brazilian capital market*. Master's Dissertation, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Estadual de Maringá, Maringá, PR, Brasil.

Considering that on the date of announcement of the payment of dividends information is transmitted to the market, enabling the reaction of stakeholders and the consequent impact on stock prices, the research proposal is to verify the behavior of stock prices in relation to the companies dividend announcement, listed on the country's stock exchange (B3), which distributed dividends in the years 2016 and 2017. Based on the assumptions of the Theory of Irrelevance (Miller & Modigliani, 1958; 1961), Relevance (Gordon, 1959; 1963; Lintner, 1956; 1962) and Dividend Signaling, the research is characterized as documentary, descriptive, causal and ex-post facto. The quantitative analysis of the impact of dividend announcements, of the dividend yield, sector of activity and level of corporate governance in stock prices was performed through the methodology of the study of events, explanatory analyzes and a proposed mixed linear regression model. Through a sample of 208 dividend payment announcements, from 76 companies, part of the empirical evidence from the study is consistent with the assumptions of Relevance and Dividend Signaling theories, due to the identification of significant impacts of dividend announcements in stock prices in days close to the event (days -3 and +5). It is inferred that a possible leak of information to the market or even the expectation of the investors by the magnitude of dividends, in the period prior to the dividend payment announcement, made it possible to obtain, on average, positive abnormal stock returns (current returns higher than expected returns if the event did not occur) on -3. It is also understood that stabilization and decreasing trend of stock prices in the period after the dividend announcement resulted, on average, in significant negative abnormal returns on day -5. However, analyzing the average and cumulative impact of dividend announcements on stock prices, in the days following the announcements, the empirical evidence indicates the inexistence of the influence of dividend payment announcement in the stock prices of companies, corroborating with the assumptions of the Theory of Irrelevance of Dividends. The research findings indicate the positive influence of corporate dividend yields on cumulative abnormal stock returns in the periods close to the dividend payment announcement. In other words, the higher the stock price percentage distributed in the form of dividends (dividend yield), were higher the cumulative abnormal stock returns. In addition, we verified the existence of differences between the average cumulative abnormal returns in shares of companies classified in different sectors of activity and levels of governance. However, such differences were characterized as statistically insignificant, indicating the non-influence of the sectors of activity and levels of corporate governance in the cumulative abnormal stock returns, in the periods close to the dividend payment announcement.

Keywords: Dividends; Announcement; Share prices.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Tipos de políticas de dividendos	25
Figura 2 - Fatores que influenciam o pagamento de dividendos	27
Figura 3 - Cronograma de pagamento dos dividendos	29
Figura 4 - Estudos anteriores recentes sobre anúncios de dividendos e preço das ações	35
Figura 5 - Comportamento esperado das hipóteses	43
Figura 6 - Desenho da pesquisa	44
Figura 7 - Etapas da coleta de dados.....	45
Figura 8 - Critérios para definição da amostra da pesquisa	46
Figura 9 - Procedimentos para o estudo de eventos.....	47
Figura 10 - Linha do tempo do estudo de eventos.....	51
Figura 11 - Gráfico de distribuição dos eventos por tipos de ações	59
Figura 12 - Retornos Esperados e Retornos Atuais médios ao longo da janela de eventos.....	60
Figura 13 - Retornos Anormais Médios ao longo da janela de eventos	61
Figura 14 - Diagrama de dispersão entre retorno anormal acumulado e <i>dividend yield</i> (DY). 67	
Figura 15 - Gráfico de distribuição dos eventos por setor de atuação das empresas.....	68
Figura 16 - Gráfico de distribuição dos eventos por nível de governança das empresas	69
Figura 17 - Gráficos de avaliação dos resíduos do modelo linear misto, utilizado no estudo, aos pressupostos de (a) normalidade, (b) homocedasticidade e (c) autocorrelação.	71
Figura 18 - Resultados das hipóteses da pesquisa	73

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Distribuição dos anúncios de pagamento de dividendos por empresa	56
Tabela 2 - Distribuição dos anúncios de pagamento de dividendos por período	58
Tabela 3 - Análises descritivas de variáveis quantitativas	59
Tabela 4 - Teste t dos Retornos Anormais ao longo da janela de eventos.....	61
Tabela 5 - Anúncios de pagamento de dividendos com Retornos Anormais Medianos estatisticamente significativos	62
Tabela 6 - Teste t dos Retornos Anormais Acumulados no período anterior e posterior ao evento	64
Tabela 7 - Retornos Anormais Médios e Retornos Anormais Acumulados ao longo da janela de eventos.....	65
Tabela 8 - Estatísticas descritivas da variável <i>dividend yield</i> por amostra e subamostras da pesquisa	66
Tabela 9 - Medidas descritivas do Retorno Anormal Acumulado conforme setor e resultados da ANOVA a um fator com teste <i>post-hoc</i> de Tukey	69
Tabela 10 - Medidas descritivas do Retorno Anormal Acumulado conforme nível de governança e resultados da ANOVA a um fator com teste <i>post-hoc</i> de Tukey.....	70
Tabela 11 - Resultados do Teste f para o modelo linear misto	72

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO.....	13
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA.....	14
1.3 OBJETIVOS	17
1.3.1 Objetivo geral	18
1.3.2 Objetivos específicos	18
1.4 JUSTIFICATIVA.....	18
1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	20
1.6 ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA	21
2 PLATAFORMA TEÓRICA	22
2.1 POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	22
2.1.1 Tipos de Políticas de Dividendos	24
2.1.2 Fatores que influenciam a Política de Dividendos	25
2.1.3 Aspectos legais dos dividendos no Brasil	27
2.1.4 Cronograma de pagamento dos dividendos	29
2.1.5 Dividendos como fator determinante na aquisição de ações	30
2.2 DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E PREÇOS DAS AÇÕES: TEORIAS	30
2.2.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos	31
2.2.2 Teoria da Relevância dos Dividendos	32
2.2.3 Teoria da Sinalização dos Dividendos	33
2.3 ANÚNCIO DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS E COMPORTAMENTO DOS PREÇOS DAS AÇÕES: ESTUDOS ANTERIORES.....	34
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	38
3.1 ESTRATÉGIAS DA PESQUISA	38
3.2 HIPÓTESES DE TESTE	40
3.3 DESENHO DA PESQUISA	43
3.4 COLETA DE DADOS, POPULAÇÃO E AMOSTRA	45
3.5 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS	47
3.6 LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	55
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	56
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	56

4.2 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DE ANÚNCIOS DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS NOS RETORNOS DAS AÇÕES.....	60
4.3 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DO <i>DIVIDEND YIELD</i> , SETOR DE ATUAÇÃO E NÍVEL DE GOVERNANÇA NOS RETORNOS DAS AÇÕES	66
4.3.1 <i>Dividend Yield</i>	66
4.3.2 Setor de Atuação e Nível de Governança	68
4.3.3 Resultados e análises do modelo de regressão linear misto	71
4.4 INFLUÊNCIA DO ANÚNCIO DE PAGAMENTO DE DIVIDENDOS, DO <i>DIVIDEND YIELD</i> , SETOR DE ATUAÇÃO E NÍVEL DE GOVERNANÇA NOS RETORNOS ANORMAIS DAS AÇÕES	73
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	78
REFERÊNCIAS	82
APÊNDICE A - Anúncios do pagamento de dividendos da amostra, seus retornos anormais e <i>dividend yields</i>	90
APÊNDICE B - Classificação das empresas da amostra por setor de atuação e nível de governança.....	100

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2014), o mercado de capitais mostra-se relevante para o desenvolvimento do país, visto que, por meio da aquisição de títulos de dívida ou patrimoniais pelos investidores, torna-se possível a captação de recursos pelas empresas. No âmbito brasileiro, tanto a popularização do mercado acionário, quanto a cultura de investimento em longo prazo mostram-se recentes (Madoglio, 2013).

Estima-se que apenas 0,33% da população brasileira possui investimentos na bolsa de valores (B3). Apesar disso, o número de investidores brasileiros mostrou-se crescente nos últimos anos, passando de 85.249 em 2002, para 680.576 em 2018, evidenciando um aumento de aproximadamente 798% (B3, 2018; Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, 2018). Ressalta-se que, em março de 2019, o marco histórico de 1 milhão de investidores ativos foi alcançado pela bolsa de valores brasileira (Tauhata, 2019).

No mercado de capitais, por meio da performance de oferta e procura, há a formação dos preços das ações. Tal procura encontra-se diretamente relacionada à aspectos como histórico e perspectivas futuras da organização emissora dessas ações, dentre os quais destaca-se a política de dividendos da mesma (Legat, 2004).

Considerando que os sócios, ao investirem seus esforços e capitais em determinada empresa, almejam a apropriação dos lucros auferidos por tal negócio, cumpre ressaltar que o mesmo ocorre com os acionistas. Dessa forma, esperando a participação nesses lucros, tais investidores visam a aplicação de seus recursos em organizações capazes de obter resultados favoráveis e significativos, de forma a se beneficiarem do rateio do montante (Comissão de Valores Mobiliários, 2009). No mercado acionário, o retorno sobre o valor investido em ações pode ocorrer tanto por meio do recebimento de dividendos, quanto por ganhos de capitais devido à valorização dos preços das ações (Silva, 2016). No caso das empresas brasileiras, existe ainda a possibilidade de remunerar os acionistas por meio do pagamento dos Juros Sobre Capital Próprio (Assaf Neto, 2007).

Cabe ressaltar que, determinações referentes ao pagamento ou não de dividendos e o seu montante advém da política de dividendos, a qual consiste na forma de distribuição de dividendos ao longo do tempo, definida pela organização (Gitman, 2014; Ross, Westerfield & Jordan, 2002). Tal política evidencia as decisões dos administradores quanto ao pagamento dos dividendos, principalmente em relação ao percentual do lucro destinado a esses e a frequência

de seus pagamentos (Novis Neto, 2002). Por meio da política de dividendos, há a harmonização entre o montante distribuído como dividendos e a parcela do lucro a ser reinvestida na organização, maximizando seu valor (Madoglio, 2013).

Perante a situação exposta, a problemática para os investidores concentra-se na escolha de ações diante da grande quantidade disponível para investimento (Broberg & Lindh, 2012). Dessa forma, cabe ao acionista analisar e optar pela estratégia mais vantajosa ao considerar o total a ser investido, bem como o período e o risco do investimento (Silva, 2016). Uma das estratégias de investimento adotadas no mercado financeiro consiste na escolha de ações de empresas que se destacam pelo pagamento de dividendos (Reis, 2006).

Mais especificamente, é comum a seleção de ações para investimento fundamentando-se na análise do *dividend yield* das organizações, o qual corresponde a taxa de retorno em dividendos de uma ação (Bueno, 2000). Ao mensurar a rentabilidade dos dividendos em relação aos preços das ações de determinada empresa, tal índice possibilita a comparação dessa rentabilidade entre as organizações (Gomes, 2012).

Silva (2016) explica que, no mercado brasileiro, as estratégias que empregam o *dividend yield* são realizadas com receio, apesar de se caracterizarem como relevantes, simples e oferecerem retornos superiores à média. O autor em questão infere que tal receio pode ser justificado pela carência de pesquisas relativas ao referido tema. Observa-se que a realização de investimentos em ações fundamentando-se nas análises das políticas de dividendos caracteriza-se como aspecto relevante tanto para profissionais, tais como administradores, investidores e analistas, quanto para acadêmicos (Bueno, 2000).

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Corso, Kassai e Lima (2012), elucidam que, de modo geral, assuntos referentes à política de dividendos, bem como seus efeitos no valor das empresas e no retorno das ações caracterizam-se pela vasta controvérsia. Em relação às teorias existentes a respeito da política de dividendos, seus efeitos e preferências dos investidores, duas teorias clássicas contrárias merecem destaque: a Teoria da Irrelevância dos Dividendos de Miller e Modigliani (1958; 1961) e a Teoria da Relevância dos Dividendos, comumente denominada Teoria do Pássaro na Mão, de Gordon (1959; 1963) e Lintner (1956; 1962).

Por um lado, Miller e Modigliani defendem a corrente de pensamento de que a política de pagamento de dividendos adotada por uma organização não é capaz de exercer influência nos preços das ações e no retorno total de seus acionistas. Ademais, argumentam que os preços

das ações refletem apenas ganhos futuros e oportunidades de crescimento. Cabe ressaltar que, tais constatações fundamentaram-se em um contexto de economia ideal, caracterizada pela existência de mercado de capitais perfeito, comportamento racional e certeza perfeita (Miller & Modigliani, 1961).

Previamente, em 1958, Miller e Modigliani, baseando-se no comportamento racional dos investidores, afirmavam que os dividendos não realizam nenhum papel em um modelo de determinação dos preços das ações. Dessa forma, não haveria influência da administração das empresas nos preços de suas ações por meio da elevação ou redução dos dividendos distribuídos (Legat, 2004).

Por outro lado, existe a corrente de pensamento contrária de que a política de dividendos é capaz de influenciar o preço da ação. Considerando que os investidores possuem aversão ao risco/incerteza, admite-se que a incerteza do pagamento esperado dos dividendos aumenta com o tempo (Gordon, 1963). Ou seja, devido a preferência dos acionistas por dividendos, em detrimento de perspectivas futuras de ganhos de capital, o pagamento de dividendos tem como impacto a redução de incerteza acerca do fluxo de caixa futuro e, conseqüentemente, associa-se ao aumento do valor da organização (Galvão, 2015). Dessa forma, segundo Gordon (1959), a combinação de dividendos e lucros acumulados é capaz de explicar a variação nos preços das ações. Para o referido autor, a valorização das ações pelos investidores fundamenta-se, dentre outros aspectos, no dividendo médio dos cinco anos anteriores (Gordon, 1959).

Lintner (1956) explica que, existe a postura conservadora e o esforço da administração das empresas em evitar que alterações irregulares ocorram nas taxas de dividendos. Tal comportamento advém da crença baseada na preferência dos acionistas por taxas estáveis de dividendos e na valorização da estabilidade e do crescimento gradual das mesmas pelo mercado.

Além das teorias mencionadas (Irrelevância e Relevância dos Dividendos), outras teorias apresentam discussões a respeito de aspectos relacionados à política de distribuição de dividendos das organizações e seus reflexos nos preços das ações. Uma delas trata-se da Teoria da Sinalização dos Dividendos, segundo a qual decisões a respeito da política de dividendos são percebidas pelo mercado como formas da administração propagar sinais do desempenho futuro de cada organização (Loss, 2004). Modificações na política de dividendos das empresas transmitem informações ao mercado acionário. Dessa forma, um aumento ou diminuição nos dividendos a serem distribuídos gera interpretações positivas ou negativas e, conseqüentemente, pode gerar influência nos preços das ações de forma favorável ou desfavorável (Legat, 2004).

Apesar de defenderem a corrente de pensamento de que os dividendos são irrelevantes para o preço das ações, Miller e Modigliani (1958) reconheceram a possibilidade de alterações nos dividendos provocarem a percepção de que as finanças da empresa não estão sendo administradas adequadamente. Os investidores reagem (positiva ou negativamente) não apenas aos valores dos dividendos, mas também ao conteúdo a respeito das perspectivas futuras da empresa. Por conseguinte, investidores utilizam os dividendos como indicadores do desempenho futuro das organizações (Madoglio, 2013).

Damodaran (2004) explica que, na data em que a administração divulga que será realizado o pagamento dos dividendos (data de anúncio de dividendos), são transmitidas pela organização informações ao mercado. Desta forma, é provável que a reação do mercado em relação aos dividendos ocorra a partir de tal evento. Tendo em vista que alterações nos dividendos anunciados são interpretadas por investidores como mudanças nas perspectivas futuras de lucros das empresas (Miller & Modigliani, 1961), ressalta-se que os anúncios de dividendos transmitem informações capazes de serem utilizadas por investidores como alicerce para suas decisões de investimentos (Cavalcanti Neto, 2008).

Isto posto, na data de anúncio do pagamento dos dividendos há a eliminação da incerteza dos investidores quanto ao pagamento desses dividendos pelas empresas, possibilitando o aumento da demanda por ações no período em torno do referido anúncio e, conseqüentemente, o aumento dos preços das ações (Hartzmark & Solomon, 2013). De modo geral, os anúncios de dividendos caracterizam-se como sinais positivos aos acionistas, logo, espera-se o impacto positivo desses anúncios nos preços das ações (Saravanakumar, 2011).

Ressalta-se que o impacto do evento (anúncio de pagamento de dividendos) nos valores das ações pode ser mensurado por meio do retorno anormal (Campbell, Lo & MacKinlay, 1997). Tal mensuração permite avaliar em que medida os retornos das ações, na época do evento, se diferenciam de seus retornos esperados (Brown & Warner, 1980).

Corroborando com a concepção da relevância dos dividendos para os investidores e para os preços das ações, estudos desenvolvidos por Litzenberger e Ramaswamf (1979; 1982), Morgan (1982), Correia e Amaral (2002) e Corso et al. (2012) foram capazes de evidenciar a existência de relações entre dividendos e retornos das ações, as quais, contraditoriamente, caracterizaram-se como lineares, não lineares, positivas ou inversas. Em contrapartida, análises realizadas por Black e Scholes (1974), Miller e Scholes (1982), Bueno (2002) e Santana (2006), de modo geral, não possibilitaram a evidenciação de relação entre retornos sob a forma de dividendos e retornos das ações.

Tendo em vista a divergência de opiniões existentes, habitualmente, as soluções para questões referentes a relação entre as variáveis em questão, possuem caráter teórico (Assaf Neto, 2007). Desse modo, diante da incerteza acerca da direção e magnitude da influência das políticas de dividendos sobre os preços das ações, é provável que as organizações optem por ignorar tal efeito. Isto posto, além do desprezo de tais aspectos por parte das empresas, no âmbito acadêmico, evidencia-se a escassez de estudos conclusivos a respeito (Assaf Neto, 2007; Black & Scholes, 1974).

Considerando que decisões referentes ao pagamento de dividendos das organizações podem ser influenciadas por diversos fatores (Ofori-Sasu, Abor & Osei, 2017), torna-se possível investigar a associação dos retornos anormais e de características específicas relacionadas a observação do evento (anúncio de pagamento de dividendos) (MacKinlay, 1997). De acordo com Hartzmark e Solomon (2013), devido a demanda dos investidores por ações de companhias que distribuem dividendos, empresas com altos *dividend yields* (em comparação com demais empresas) tendem a apresentar retornos mais elevados que outras organizações nos períodos próximos a data de anúncio dos dividendos.

Para Heineberg e Procianoy (2003), empresas classificadas em diferentes setores de atuação apresentam necessidades de recursos e de investimentos distintas, impactando o montante de dividendos distribuído aos acionistas. Ademais, diante da assimetria informacional entre gestores e investidores, os dividendos, ao transmitirem informações ao mercado, contribuem para a redução da assimetria em questão (Lonie, Abeyratna, Power & Sinclair, 1996). Considerando que a governança corporativa tem como objetivo alinhar relações entre administradores e acionistas, ações de empresas classificadas em diferentes níveis de governança tendem a ser melhor avaliadas pelo mercado em comparação às ações das demais entidades (Silveira, 2002).

Diante do exposto, o presente estudo busca responder a seguinte questão de pesquisa: **O anúncio do pagamento de dividendos influencia os preços das ações nos períodos próximos a tal evento?**

1.3 OBJETIVOS

Para a resolução do problema de pesquisa, determinou-se o objetivo geral e os objetivos específicos.

1.3.1 Objetivo geral

O objetivo geral do estudo consiste em verificar o comportamento dos preços das ações em relação ao anúncio da distribuição de dividendos das empresas, listadas na bolsa de valores do país (B3), que distribuíram dividendos nos anos de 2016 e 2017.

1.3.2 Objetivos específicos

Para o alcance do objetivo geral foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

a) Investigar se existe influência do anúncio do pagamento de dividendos nos retornos anormais das ações nos períodos próximos à data do evento.

b) Verificar se existe influência do *dividend yield*, setor de atuação e nível de governança das empresas nos retornos anormais acumulados das ações, nos períodos próximos à data de anúncio do pagamento de dividendos.

1.4 JUSTIFICATIVA

Ao longo dos anos, o mercado acionário tem provocado interesse nos investidores e se valorizado em relação a outras formas de aplicação financeira. Mediante à globalização, à transação econômica entre países e à abertura do mercado para investimentos estrangeiros, o mercado acionário brasileiro tem se caracterizado pelo crescente dinamismo (Legat, 2004).

Considerando que o mercado acionário de cada país apresenta características únicas, tais como mecanismos específicos de funcionamento, legislações próprias e desenvolvimento econômico, as informações disponíveis são influenciadas por tal contexto (Legat, 2004). No Brasil, as particularidades tocantes aos dividendos e a estrutura histórica do mercado de capitais influenciam as discussões a respeito da política de dividendos e, conseqüentemente, fortalecem o impacto de tal tema (Silva & Dantas, 2015).

A estratégia de investimento em ações analisando-se os dividendos das empresas trata-se de tema relevante tanto no âmbito acadêmico, quanto profissional, visto que interessa investidores, administradores, analistas e as áreas de Finanças, Contabilidade e Controladoria (Legat, 2004). Apesar do mérito e da utilidade para empresas e investidores, pesquisas cujas temáticas concentram-se nos dividendos mostram-se escassas no contexto acadêmico brasileiro (Silva, 2016).

Cabe ressaltar que, a relevância dos dividendos para os acionistas, ou seja, a influência da política de dividendos na cotação das ações, caracteriza-se como tema controverso (Assaf Neto, 2007). Diante dessa controvérsia, estudos teóricos e empíricos têm alcançado como resultados evidências contrárias, impossibilitando a obtenção de consenso sobre a influência, ou não, dos dividendos sobre as cotações das ações (Zanon, Araújo & Nunes, 2017).

Por um lado, estudos como os de Kvamvold e Lindset (2018); Vasiljeva (2017); Ali, Jan e Sharif (2015); e Erasmus (2013) foram capazes de evidenciar a influência dos dividendos pagos por empresas nos preços de suas ações. Por outro lado, nas pesquisas desenvolvidas por Zanon et al. (2017); Silva, Formentini, Reina e Sarlo Neto (2016); Silva e Dantas (2015); Abbasi, Ebrahimzadeh e Mohammadzadeh (2014); e Nagem e Amaral (2013) não foram identificadas relações significativas entre dividendos e preços de ações.

Mais especificamente, há uma carência de estudos nacionais que tiveram como objetivo a análise do comportamento dos preços de ações mediante o **anúncio** do pagamento de dividendos, dentre os quais destacam-se: Bueno (2000), Novis Neto (2002), Bruni, Firmino, Gama e Famá (2003) e Melo (2015). Cabe ressaltar que, apenas o estudo de Bruni et al. (2003) utilizou de fato a data do anúncio do pagamento de dividendos como fundamentação para os cálculos da pesquisa. Porém, foram consideradas neste as datas de anúncio do pagamento de dividendos ou ainda dos juros sobre capital próprio. As demais pesquisas utilizaram outras datas tocantes a distribuição de dividendos, tais como: data de pagamento dos dividendos (Bueno, 2000), data ex-dividendos (Novis Neto, 2002) e data de anúncio de fatos relevantes (Melo, 2015).

Dessa forma, evidencia-se a existência de lacuna na literatura nacional em relação a verificação do comportamento do mercado acionário brasileiro mediante o anúncio da distribuição de dividendos das empresas, utilizando-se como base efetivamente a data em que as organizações anunciaram o pagamento dos mesmos. Tendo em vista a inexistência de domínio do assunto em questão (Zanon et al., 2017) e diante da referida lacuna de pesquisa, torna-se oportuna a realização do presente estudo com vistas ao fornecimento de evidências consistentes e a expansão das discussões tocantes ao impacto dos dividendos no valor das ações em torno do anúncio do pagamento dos mesmos.

A inovação desta pesquisa concentra-se na utilização efetiva da data de anúncio dos dividendos como fundamentação para o tratamento e análise dos dados, bem como na verificação de influência das variáveis *dividend yield*, setor de atuação e nível de governança das empresas no impacto desses anúncios nas cotações das ações. Ademais, as evidências empíricas deste estudo poderão ser úteis para os investidores no processo de seleção de ações

para investimentos, contribuindo com informações capazes de viabilizar a escolha de ações que apresentem o retorno desejado.

Considerando-se a essencialidade das informações relativas aos dividendos e diante da carência a respeito da compreensão de sua relação com os retornos das ações, é possível inferir que os resultados alcançados pela presente pesquisa possibilitarão, dentre demais aspectos, a ampliação do conhecimento acerca da relação entre anúncio de dividendos e retorno das ações, o fornecimento de evidências empíricas sobre o tema, bem como a contribuição para o alcance de um consenso quanto ao assunto no âmbito acadêmico nacional. Ademais, o trabalho em questão almeja constituir-se como fonte para a disseminação de conhecimento significativo e útil a acadêmicos e profissionais interessados, incentivar debates e reflexões acerca do tema, bem como possibilitar *insights* para pesquisas futuras.

1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

O presente estudo delimita-se, de modo geral, a verificar o comportamento apresentado pelos preços das ações em relação aos anúncios de distribuições de dividendos de empresas listadas na bolsa de valores nacional (B3). Para tal, foram definidas como variáveis as datas de anúncio de dividendos, os dividendos por ação anunciados, as cotações das ações no período anterior e posterior aos anúncios, os retornos anormais das ações (forma de mensuração do impacto do anúncio de dividendos nos preços das ações), a taxa de retorno em dividendos das ações (*dividend yield*), bem como o nível de governança e setor de atuação das organizações. Cabe ressaltar a possibilidade de interferência de demais variáveis na possível relação em questão, porém estas não se constituíram como componentes da presente pesquisa.

O objeto de estudo delimita-se ainda aos anúncios das distribuições de dividendos de empresas com negociações ativas na bolsa de valores brasileira (B3), com informações disponíveis para acesso na base de dados Economatica. Cabe ressaltar que, não existem restrições quanto a setores de atuação, níveis de governança e níveis de *dividend yield* das sociedades de capital aberto selecionadas. Em relação ao horizonte temporal, tem-se como delimitação os eventos ocorridos entre o período correspondente aos anos de 2016 e 2017.

Tendo em vista a existência de diversas correntes de pensamento centradas na explanação do papel dos dividendos nos retornos das ações (Bueno, 2000), atribuiu-se como fundamentação teórica para o direcionamento da pesquisa as teorias clássicas da Irrelevância dos Dividendos (Miller & Modigliani, 1958; 1961), da Relevância dos Dividendos (Gordon, 1959; 1963; Lintner, 1956; 1962) e a Teoria da Sinalização dos Dividendos.

1.6 ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA

Este estudo encontra-se organizado em cinco seções. Na presente seção evidenciam-se os aspectos introdutórios da pesquisa, os quais abrangem, genericamente, a contextualização do problema, questão de pesquisa, objetivo geral e específicos, justificativas e delimitação do estudo.

A segunda seção trata-se do referencial teórico, no qual são apresentados, como suporte para as discussões e análises, os aspectos teóricos referentes aos dividendos. Mais especificamente, são evidenciadas definições, classificações, legislações, teorias e estudos anteriores relacionados aos dividendos.

A seção três corresponde aos procedimentos metodológicos estabelecidos para o desenvolvimento do estudo. Nesta destacam-se as estratégias e desenho da pesquisa, a construção das hipóteses, aspectos tocantes a coleta dos dados e amostra do estudo, bem como a metodologia de tratamento e análise dos dados que será utilizada na pesquisa.

Na quarta seção, os dados do estudo são apresentados e analisados com vistas à resolução da problemática da pesquisa, bem como o alcance dos objetivos propostos. Ademais, evidenciam-se as discussões dos resultados. Na quinta seção abordam-se as considerações finais, contribuições do estudo, limitações da pesquisa e sugestões para estudos futuros. Por fim, evidenciam-se as referências e os apêndices da pesquisa.

2 PLATAFORMA TEÓRICA

No presente capítulo são abordados assuntos necessários para o desenvolvimento das hipóteses do estudo, compreensão dos resultados e fundamentação das análises e discussões desta pesquisa. O capítulo encontra-se segmentado em 3 seções principais.

Primeiramente são apresentados aspectos conceituais e explicativos relacionados aos dividendos e a política de pagamento dos mesmos, os tipos das políticas de dividendos e os fatores determinantes para sua definição. Ademais, são evidenciados os dispositivos legais tocantes a distribuição de dividendos no Brasil, destacando-se suas particularidades, o cronograma do pagamento dos mesmos, assim como, discussões a respeito dos dividendos como fator determinante na aquisição de ações.

Na seção seguinte são abordadas, com autores seminais, teorias clássicas relativas a distribuição de dividendos e sua relação com os preços das ações: Teoria da Irrelevância, Teoria da Relevância e Teoria da Sinalização dos Dividendos. Por fim, na última seção são apresentados os estudos pioneiros na análise das relações entre o anúncio de dividendos e o comportamento dos preços das ações, bem como os estudos recentes semelhantes a presente pesquisa, seus objetivos, aspectos tocantes a metodologia utilizada e principais resultados.

2.1 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Primeiramente, cumpre elucidar que, entidades jurídicas intituladas como sociedades por ações ou sociedades anônimas, caracterizam-se e são denominadas desta forma por apresentarem capitais sociais fracionados. Dessa forma, a menor fração dos capitais sociais dessas empresas tratam-se das ações, as quais correspondem a valores mobiliários ou títulos patrimoniais capazes de conferir a seus titulares (acionistas), direitos e deveres condizentes aos dos sócios (Comissão de Valores Mobiliários, 2014; Lei 6.404, 1976).

De modo geral, considerando-se os direitos atribuídos aos acionistas, as ações em questão podem ser categorizadas em duas espécies distintas, as quais tratam-se das ações ordinárias (ON) e ações preferenciais (PN). Em relação às ações ordinárias, salienta-se que estas asseguram aos seus titulares tanto o direito a voto em assembleias quanto a participação nos lucros da entidade sob a forma de dividendos. Por outro lado, as ações preferenciais não asseguram o direito a voto, porém ofertam determinadas vantagens ou preferências econômicas aos acionistas (como preferência no recebimento de dividendos) em relação às demais ações (Assaf Neto, 2007; Comissão de Valores Mobiliários, 2014).

Em consonância ao exposto, observa-se que os dividendos, os quais sujeitam-se ao desempenho financeiro das organizações, qualificam-se como uma das principais formas de participação dos acionistas nos lucros de determinada entidade. Em outras palavras, o termo dividendo refere-se a parcela do lucro líquido, auferido por uma organização em determinado exercício, designado aos acionistas após aprovação por assembleia geral ordinária (Comissão de Valores Mobiliários, 2014). Desse modo, os dividendos podem ser considerados tanto como fonte de renda para investidores, quanto como forma de refletir o desempenho de determinada organização (Ali et al., 2015).

Decisões a respeito da distribuição, ou não, dos lucros por meio do pagamento de dividendos e, definições referentes aos montantes destinados para tal, decorrem principalmente da política de dividendos estabelecida e adotada pela sociedade por ações. Isto posto, entende-se como política de dividendos o plano de ação, desenvolvido em conformidade com as metas da companhia, cujo acompanhamento ocorre mediante a tomada de decisão sobre esses dividendos (Gitman, 2014). Em outras palavras, a política de dividendos trata-se de política de pagamentos utilizada, pelos gestores das organizações, na determinação de volumes e distribuições temporais de dividendos aos seus acionistas (Legat, 2004).

Tendo em vista a determinação de tal política, essencialmente colocam-se como necessárias as deliberações tocantes ao lucro líquido auferido pela empresa em determinado exercício. Dessa forma, a entidade em questão deverá optar pela retenção do lucro com vistas a seu reinvestimento, ou ainda, poderá decidir por sua distribuição aos acionistas. Em decorrência da opção pela distribuição dos lucros, há a implicação de outra indagação: qual percentual do lucro líquido deverá ser destinado para tal fim? Cabe aqui elucidar que tal proporção comumente é denominada como índice de *payout*, o qual é obtido por meio da divisão do montante relativo aos dividendos distribuídos pelo lucro líquido do exercício (Assaf Neto, 2007).

A política de pagamento de dividendos encontra-se integrada com duas grandes áreas de decisão das empresas, as quais consistem nas decisões de investimento e decisões de financiamento. Primeiramente, considerando que as decisões de investimento refletem o compromisso com a continuidade da entidade, verifica-se que para a tomada de decisão pela retenção dos lucros e reinvestimento no negócio, faz-se necessário avaliar se o retorno fornecido pela organização será superior aos ganhos que seriam obtidos pelos acionistas em decorrência da distribuição dos lucros. Além disso, na ocasião em que determinada companhia opta pela distribuição ou não de seus lucros, implica conseqüentemente em decisões de financiamento, visto que, ao distribuir seus lucros, mantém um menor volume de capital próprio para financiar

seus investimentos (Assaf Neto, 2007). Em concordância, Santana (2006) elucida que os dividendos se caracterizam como subprodutos das decisões de investimento e de endividamento.

Em suma, a política de dividendos de uma organização deve, de modo efetivo, conciliar a quantia distribuída aos acionistas como dividendos e o montante retido e reinvestido na própria entidade. Além disso, a determinação de tal política deve ser realizada objetivando-se a maximização da riqueza desses acionistas (Assaf Neto, 2007). Convém ressaltar que as políticas de dividendos das empresas devem estar em conformidade com a legislação societária cabível (informações sobre aspectos legais dos dividendos no Brasil serão apresentadas na subseção 2.1.3). Em complemento ao exposto, Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) explicam que, tendo em vista que os gestores devem agir almejando-se a geração de valor aos sócios, o objetivo principal das sociedades por ações consiste em tal maximização de riqueza dos acionistas.

Isto posto, cabe aqui um parêntese a respeito da mudança das políticas de dividendos. De acordo com Brigham et al. (2001), apesar de existir a possibilidade da execução de mudanças na política de dividendos de uma organização, tal prática é capaz de incorrer em problemas, visto que tais alterações podem gerar a impressão da instabilidade dos dividendos, disseminar sinais intencionalmente, bem como ser inconveniente aos acionistas atuais, intervindo, conseqüentemente, de forma negativa nos preços das ações.

2.1.1 Tipos de Políticas de Dividendos

Ali et al. (2015) ressaltam a necessidade de uma política de pagamento de dividendos equilibrada. Nesta, deve haver a compensação entre o montante do lucro distribuído como dividendos e a quantia reinvestida na empresa. Logo, os autores em questão as classificam em três tipos: residual, estável e híbrida. Em contrapartida, Gitman (2014) apresenta três categorias distintas: política de dividendos com taxa de distribuição constante, regulares e política de dividendos regulares baixos mais dividendos extraordinários. Tais classificações são descritas na Figura 1.

Figura 1 - Tipos de Políticas de Dividendos

Autor(es)	Política de dividendos	Descrição
Ali et al. (2015)	Residual	Política na qual o pagamento dos dividendos é autorizado somente após o atendimento de todas as requisições de capital dos projetos da empresa. Utilizada em empresas que visam equilíbrio entre dívidas e capital próprio.
	Estável	Caracterizada pelo pagamento trimestral de dividendos. Utilizada em empresas cuja preferência concentra-se na distribuição de lucros em detrimento da realização de novos investimentos.
	Híbrida	Resultante da combinação entre a política residual e estável. Utilizada em empresas cuja meta consiste no equilíbrio entre dívida e patrimônio, porém, estas também apresentam dividendos definidos.
Gitman (2014)	Com taxa de distribuição constante	Caracterizada pela utilização de taxa de dividendos (<i>payout</i>) constante ao longo dos períodos. Logo, um percentual fixo do lucro será destinado ao pagamento de dividendos.
	Regulares	Identificada pelo pagamento de valores monetários fixos, sob a forma de dividendos, em cada período. Nessa é comum o ajuste dos dividendos regulares de acordo com aumentos nos lucros.
	Regulares baixos + dividendos extraordinários	Política cujos dividendos regulares são limitados (baixos). Porém, diante da obtenção de lucros superiores aos habituais, existe a possibilidade dessa ser complementada pelo pagamento de dividendos extraordinários.

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Cabe ressaltar que, apesar da classificação apresentada, é possível a combinação de elementos de todos os tipos em uma determinada política de dividendos. A elaboração dessas deve ter como fundamento dois objetivos: fornecimento suficiente de subsídios para a empresa e maximização da riqueza de seus acionistas (Gitman, 2014).

Ofori-Sasu et al. (2017) destacam a relevância das decisões de negócios e financeiras, das partes interessadas e dos gestores, sobre a política de dividendos. O investimento em empresas com oportunidades de crescimento e a diversificação destes investimentos pelos gestores, possibilitam a obtenção de lucros, o pagamento de dividendos e a consequente maximização da riqueza dos acionistas.

2.1.2 Fatores que influenciam a Política de Dividendos

Decisões tocantes ao pagamento de dividendos das organizações podem ser influenciadas por diversas variáveis (Ofori-Sasu et al., 2017). Estas podem afetar tanto os tipos, quanto a quantidade de dividendos distribuídos pelas empresas (Neupane, 2017).

De acordo com Gitman (2014), seis fatores são considerados pelas empresas na definição de suas políticas de dividendos: restrições legais, contratuais, internas, perspectivas de crescimento, considerações relacionadas aos proprietários e considerações de mercado. Em complemento, Costa (2011) elenca 4 fatores capazes de influenciar a política de dividendos das organizações: oportunidades de crescimento, dispositivos legais, setores e maturidade das empresas e liquidez.

As restrições legais, representam barreiras para a decisão independente dos administradores das empresas. Essas, de modo geral, são estabelecidas com o intuito de garantir os direitos dos credores (Costa, 2011; Gitman, 2014). Cabe ressaltar que, as determinações legais referentes aos pagamentos de dividendos no Brasil serão apresentadas no próximo subtópico da presente pesquisa. Além disso, restrições contratuais devido a empréstimos, limitam o pagamento de dividendos a valores ou percentuais específicos dos lucros. Essas restrições, dentre outros aspectos, são capazes de inviabilizar prejuízos devido a insolvência das organizações (Gitman, 2014).

Tendo em vista as restrições internas como determinantes da política de dividendos, destaca-se o valor total de ativos disponíveis para o pagamento dos mesmos, ou seja, a liquidez. Apesar da determinação do montante a ser distribuído como dividendos ter como fundamento o lucro do período, a existência de lucro não implica na existência de recursos financeiros disponíveis para o pagamento desses dividendos, limitando-os (Costa, 2011; Gitman, 2014).

Ademais, as perspectivas e oportunidades de crescimento são capazes de afetar a política de dividendos. Cabe aos administradores optarem pela retenção de lucros para o investimento em projetos, reduzindo o montante disponível para pagamento de dividendos, ou priorizar pela distribuição desses. Empresas em fase de crescimento tendem a utilizar seus recursos no financiamento interno, deixando de lado o pagamento de dividendos. Empresas maduras, caracterizadas pela não necessidade de investimentos, apresentam níveis elevados de pagamento de dividendos (Costa, 2011; Gitman, 2014).

De acordo com Gitman (2014) considerações relacionadas aos proprietários são observadas na definição da política de dividendos, visto que a política adotada por uma empresa deve apresentar impactos favoráveis na riqueza de seus acionistas. Por fim, devido as preferências e interpretações dos acionistas, deve-se levar em consideração a reação do mercado perante a elaboração e adoção das políticas de dividendos.

Em complemento ao exposto, Forti, Peixoto e Alves (2015) listam oito fatores que influenciam o pagamento de dividendos (Figura 2).

Figura 2 - Fatores que influenciam o pagamento de dividendos

Fatores	Influência sobre os dividendos
Crescimento	Maiores taxas de crescimento devem refletir em redução do pagamento de dividendos, uma vez que os gestores devem financiar o crescimento preferencialmente com recursos próprios.
Custos de Agência	Quanto maiores os custos de agência, maiores devem ser os pagamentos de dividendos para redução desses conflitos.
Assimetria Informacional	Quanto maior a assimetria de informações entre os gestores e os acionistas, maior será o desejo dos últimos por dividendos.
Risco	Quanto maior o risco associado ao fluxo de caixa da empresa, menores devem ser os dividendos, pois os gestores devem evitar a retirada de recursos da empresa que podem ser necessários no futuro.
Controle	Envolve três fatores: (a) As empresas controladas por holdings devem pagar mais dividendos, pois existe menor risco de fluxo de caixa para um grupo econômico do que para uma empresa individual; (b) Empresas com controle acionário concentrado podem pagar menos dividendos se houver expropriação dos minoritários ou pagar mais dividendos se não houver expropriação; (c) As empresas com maior dispersão de capital devem pagar menos dividendos, pois os gestores tendem a proteger os recursos da empresa para assegurar seus interesses próprios.
Investimentos	Quanto maiores as taxas de investimentos da empresa, menores devem ser os dividendos que drenam recursos da empresa necessários ao financiamento dos investimentos.
Lucratividade	Empresas com maior ROE deveriam distribuir menos dividendos por se tratar de uma melhor opção de investimento aos acionistas. Contudo, pode ser que empresas com maior ROE sejam capazes de efetuar pagamentos mais consistentes aos acionistas por serem capazes de financiar o crescimento e ainda assim remunerar os acionistas.
Tamanho	Tamanho e maturidade podem influenciar os dividendos. Empresas maiores e mais maduras tendem a pagar mais dividendos do que empresas em processo de crescimento e consolidação no mercado.

Fonte: Adaptado de “Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil” por C. A. B. Forti, F. M. Peixoto e D. L. Alves, 2015, Revista Contabilidade & Finanças, 26, p. 4.

Considerando que decisões referentes a política de dividendos possuem relações com as decisões financeiras das empresas, Forti et al. (2015) elucidam que o entendimento de tal política possibilita a compreensão de demais decisões e mostra-se relevante tanto para gestores, quanto para investidores.

2.1.3 Aspectos legais dos dividendos no Brasil

Atualmente, no Brasil, as determinações a respeito da distribuição de dividendos encontram-se presentes, de modo geral, na Lei n. 6.404, de 15 de Dezembro de 1976, conhecida como Lei das Sociedades por Ações, e na Lei n. 10.303 de 31 de Outubro de 2001, a qual, dentre outros aspectos, altera e acrescenta dispositivos na Lei 6.404 (Assaf Neto, 2007).

Dessa forma, por meio dos dizeres do art. 202 da Lei n. 10.303 (2001), fica estabelecido o direito de todos os acionistas na participação nos lucros líquidos de determinada organização, em cada exercício, sob a forma de dividendo obrigatório prescrito em estatuto social. O disposto no artigo em questão esclarece que, nos casos em que a deliberação de tal parcela do lucro encontrar-se omissa no estatuto da empresa em questão, deverá ser destinado aos acionistas metade do lucro líquido ajustado. Esse lucro ajustado é obtido por meio do aumento ou redução no lucro líquido das importâncias referentes a reserva legal, reserva para contingências e sua respectiva reversão relativa a períodos anteriores. Além disso, o § 2º do art. 202 da referida legislação estabelece que, se por ventura o estatuto for omissivo e a assembleia geral definir a apresentação de norma sobre a matéria, não será permitido que o dividendo mínimo obrigatório seja inferior a 25% do lucro líquido ajustado mencionado.

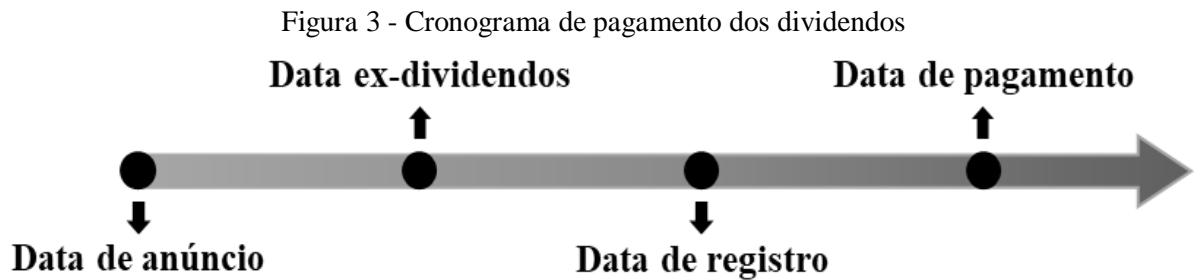
O pagamento desses dividendos não será obrigatório nos exercícios sociais em que a situação financeira da entidade apresentar-se incompatível com a distribuição dos mesmos, cabendo a administração informar tal fato a assembleia-geral e posteriormente, encaminhar a Comissão de Valores Mobiliários exposição justificativa dessa informação comunicada a assembleia (Lei 6.404, 1976, art. 202, §4º).

Diante dessas circunstâncias, os lucros não distribuídos deverão ser destinados a reserva especial, podendo tal montante ser absorvido por eventuais prejuízos de exercícios seguintes. Porém, mediante a inexistência desses prejuízos, o montante referente aos lucros deverá ser distribuído sob a forma de dividendos na ocasião em que a situação financeira da organização permitir sua realização (Lei 6.404, 1976, art. 202, §5º).

Cabe ressaltar que, apesar das determinações apresentadas pela legislação em questão, observa-se que as sociedades por ações possuem liberdade para estabelecer a política de distribuição de dividendos considerada adequada, ou seja, a parcela dos lucros destinada anualmente ao pagamento de dividendos mais conveniente a organização. Entretanto, para tal, faz-se necessário que a deliberação em questão encontre-se disposta de forma clara em seu estatuto social (Assaf Neto, 2007), que a regulação dos dividendos realize-se de forma precisa e que sua determinação não sujeite-se apenas às decisões de administradores e acionistas controladores (Lei 6.404, 1976, art. 202, §1º).

2.1.4 Cronograma de pagamento dos dividendos

No processo de pagamento dos dividendos, destacam-se quatro datas relevantes, as quais consistem em: data de anúncio, data ex-dividendos, data de registro e data de pagamento (Figura 3).



Fonte: Elaborado pela autora a partir de Damodaran (2004) e Kvamvold & Lindset (2018).

Na data de anúncio do pagamento de dividendos (ou data de declaração), a administração das empresas declara ao mercado o montante a ser pago como dividendos no período. Nesta, também são anunciadas informações tocantes as demais datas. Dessa forma, após este evento não há a divulgação de novas informações ao mercado a respeito do pagamento dos dividendos. Até a data seguinte, data ex-dividendos, todos os compradores das ações de determinada empresa possuem o direito de receber dividendos. Logo, investidores que realizam a compra de ações após esta, não recebem tal benefício (Damodaran, 2004; Kvamvold & Lindset, 2018).

A data de registro consiste no momento em que a administração das organizações elabora uma lista com a finalidade de registrar os investidores cujas ações foram adquiridas/mantidas antes da data ex-dividendos, ou seja, uma listagem dos portadores de registro que receberão dividendos. Por fim, na data de pagamento de dividendos realiza-se a transferência desses aos acionistas (Damodaran, 2004; Kvamvold & Lindset, 2018).

De acordo com Damodaran (2004), após a declaração dos dividendos pelas empresas, o pagamento destes aos acionistas é realizado algumas semanas depois. Conforme disposto no § 3º do art. 205 da Lei 6.404/76 “o dividendo deverá ser pago, salvo deliberação em contrário da assembleia-geral, no prazo de 60 (sessenta) dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social”.

2.1.5 Dividendos como fator determinante na aquisição de ações

Nos mercados acionários, os dividendos consistem em um dos dados corporativos mais observados e analisados, os quais podem ser englobados pelos investidores no processo de avaliação de investimentos (Brzeszczyński & Gajdka, 2007; Erasmus, 2013). Considerando que decisões de investimentos podem ser fundamentadas na política de dividendos das empresas, existe a possibilidade de mudanças inesperadas no pagamento desses resultarem no afastamento de investidores existentes e em potencial (Erasmus, 2013).

Tanto o nível de pagamento dos dividendos, quanto sua estabilidade são relevantes sob a perspectiva do investidor (Erasmus, 2013). Tendo em vista que os pagamentos de dividendos representam benefícios para os acionistas, esses podem ter como consequência o aumento da demanda de investidores para aquisição de ações, resultando em elevações nos preços das mesmas (Ali et al., 2015).

Diante disso, estratégias de negociação direcionadas por dividendos têm se destacado perante participantes do mercado acionário e pesquisadores. Uma das estratégias fundamentadas em dividendos consiste na seleção de ações com elevados rendimentos de dividendos, a qual é denominada no mercado americano como *Dogs of the Dow* (Brzeszczyński & Gajdka, 2007; Visscher & Filbeck, 2003).

Apesar de existir formas distintas de iniciar tais estratégias de investimento em ações, o princípio fundamental dessas concentra-se no investimento de montantes iguais em ações com maiores *dividend yields* pertencentes a determinado índice ou bolsa de valores. Em geral, estas são mantidas pelo investidor por um ano e posteriormente, com base no mesmo critério, são substituídas por novas ações (Reis, 2006).

2.2 DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E PREÇOS DAS AÇÕES: TEORIAS

Ao longo dos anos, indagações referentes a forma como os dividendos afetam os valores das empresas colocaram-se como objeto de estudo de pesquisas, das quais foram originadas variadas teorias. Entretanto, nenhuma dessas se caracterizou como explicação dominante para o referido tema (Strøm, 2013). Isto posto, destacam-se duas teorias clássicas a respeito da preferência do investidor, ou seja, da importância ou irrelevância da distribuição de dividendos, as quais tratam-se da Teoria da Irrelevância dos Dividendos e a Teoria do Pássaro na Mão, a qual é denominada ainda como Teoria da Relevância dos Dividendos (Assaf Neto, 2007; Brigham et al., 2001).

2.2.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos

A Teoria da Irrelevância dos Dividendos teve como precursores os trabalhos desenvolvidos por Miller e Modigliani, publicados em 1958 e em 1961. Primeiramente, almejando o desenvolvimento de uma teoria a respeito do efeito da estrutura financeira de uma organização nas avaliações de mercado e, buscando a abordagem das implicações desta teoria para o problema do custo do capital, os autores em questão elaboraram uma teoria de investimento. Ao longo do trabalho em questão, baseando-se no comportamento racional dos investidores, verificou-se que os dividendos não desempenham nenhum papel sobre o retorno das ações. Além disso, constatou-se que os acionistas podem ser indiferentes quanto a política de dividendos da companhia, desde que a política de investimentos seja otimizada (Miller & Modigliani, 1958).

Ademais, diante de um contexto caracterizado, dentre outros aspectos, por um comportamento racional, mercado de capitais e certeza perfeitos, os autores em questão buscaram examinar os efeitos de diferenças em políticas de dividendos sobre os preços de determinadas ações. Logo, a Teoria da Irrelevância fundamenta-se em alguns pressupostos.

Primeiramente, admite-se a existência de um mercado perfeito, o qual é caracterizado pela não cobrança de custos de transação na compra, venda ou emissão de ações, bem como pelo acesso igualitário e sem custos, por todos, de informações referentes aos preços e características das ações. Nesse mercado, nenhum comprador, vendedor ou emissor de ações apresenta transações capazes de impactar os preços das mesmas. Ademais, presume-se o comportamento racional dos investidores, os quais visam a maximização de suas riquezas e são indiferentes a forma como essa é incrementada, seja por meio de pagamentos em dinheiro ou pelo aumento do preço de suas ações. A última premissa concentra-se na certeza perfeita, a qual implica que os investidores possuem garantia quanto aos investimentos e lucros futuros das empresas (Miller & Modigliani, 1961).

Diante do exposto, Miller e Modigliani (1961) constataram que a política de pagamento de dividendos de uma organização não exerce influência tanto nos preços das ações, quanto no retorno total dos acionistas, demonstrando, desta forma, a irrelevância da política de dividendos. Tais autores verificaram ainda que, sob a perspectiva do acionista investidor, os dividendos pagos não se caracterizam como informação relevante para a análise do montante conveniente a ser pago na aquisição de ações. De acordo com Broberg e Lindh (2012), apesar da Teoria da Irrelevância dos Dividendos ser aplicável apenas em mercados ideais, entende-se que estes não existem, visto que há a violação de uma ou mais suposições pelos mercados.

2.2.2 Teoria da Relevância dos Dividendos

Contrariamente à teoria desenvolvida por Miller e Modigliani, tem-se a Teoria da Relevância dos Dividendos, comumente denominada como Teoria do Pássaro na Mão, a qual foi proposta por Gordon (1959; 1963) e Lintner (1956; 1962).

Primeiramente, por meio de estudos intensivos nas práticas de dividendos referentes a diversas em empresas, observou-se que os dividendos se caracterizam como variável primordial e ativa de decisões. Além disso, em conformidade com as perspectivas apresentadas pela gerência de tais empresas, verificou-se a preferência da maioria dos acionistas por ações com distribuições de dividendos estáveis e crescentes, fato este capaz de resultar em um conservadorismo, por parte das organizações, na realização de alterações nas políticas de dividendos (Lintner, 1956). Seis anos mais tarde, o autor em questão infere que, a medida em que ocorrem variações no montante de dividendos de determinada organização, há, conseqüentemente, a variação direta nos preços das ações (Lintner, 1962).

Ademais, considerando que o preço atual e futuro das ações estão relacionados com os dividendos e lucros esperados, constatou-se que, ao adquirir determinada ação, o investidor está adquirindo, dentre outros aspectos, os dividendos, visto que esse trata-se do fluxo de pagamento esperado por tal. Observa-se que os investidores possuem interesse tanto nos dividendos, quanto no lucro por ações (Gordon, 1959). Infere-se que os investidores possuam aversão ao risco ou a incerteza, visto que esses são aspectos característicos de dividendos futuros (Gordon, 1963).

Diante do exposto, Santana (2006) explica que, tal teoria possui como proposição fundamental o argumento do “pássaro na mão”, segundo o qual, tendo em vista a aversão dos investidores ao risco, há a preferência desses por dividendos correntes comparando-se com ganhos de capitais futuros, visto que é melhor um dividendo corrente na mão, do que um ganho de capital incerto. Em função disso, o pagamento de dividendos reduz a incerteza desses investidores, resultando em um aumento no preço das ações de determinada companhia. Conseqüentemente, de forma inversa, mediante a redução ou o não pagamento desses dividendos, há um aumento da incerteza e redução dos referidos preços. Em suma, há uma maior valorização, por parte dos investidores (potenciais acionistas), de ações de empresas cujos resultados são distribuídos sob a forma de dividendos (Santana, 2006).

2.2.3 Teoria da Sinalização dos Dividendos

Além das teorias clássicas da Irrelevância e Relevância dos Dividendos, ressalta-se a Teoria da Sinalização dos Dividendos, a qual busca elucidar os motivos da distribuição de dividendos pelas empresas (Strøm, 2013). Apesar de argumentarem a favor da irrelevância dos dividendos, Miller e Modigliani (1961), considerando que os preços das ações se tratam de reflexos dos ganhos futuros e oportunidades de crescimento das empresas, reconheceram que a mudança na política de dividendos é capaz de oferecer as circunstâncias para mudanças nos preços.

Diante disso, cumpre ressaltar o chamado conteúdo informacional dos dividendos, ou seja, mediante mudanças nos dividendos de uma companhia, há a propensão dos investidores a interpretação de tal fato como mudanças negativas nas perspectivas futuras de lucro. Em outras palavras, tal conteúdo informacional dos dividendos coloca-se como razão da mudança nos preços das ações após a realização de alterações em determinada política de dividendos (Miller & Modigliani, 1961).

Diante de um contexto caracterizado pela assimetria informacional entre investidores e organizações, os dividendos tratam-se de sinais dos fluxos de caixa esperados das mesmas (Bhattacharya, 1979). De acordo com a Teoria da Sinalização dos Dividendos, o aumento desses é capaz de sinalizar melhorias no desempenho de uma empresa, enquanto reduções sugerem o agravamento da lucratividade futura da mesma. Consequentemente, tais aumentos/reduções resultam em aumentos/reduções nos preços das ações (Strøm, 2013; Vieira & Raposo, 2007).

Pettit (1972) explica que, os anúncios de dividendos são capazes de disseminar informações novas e significativas e, além disso, são utilizados pela administração das empresas como forma de sinalizar estimativas tocantes ao poder de ganho e liquidez das mesmas. Segundo Strøm (2013), tendo em vista a sinalização dos dividendos, os anúncios desses apresentam informações sobre a análise dos gestores quanto as perspectivas futuras da empresa.

Para Liu e Chi (2014), além de viabilizar recursos aos acionistas, os dividendos são capazes de conduzir ao mercado sinais tocantes a lucratividade e liquidez das organizações. Ademais, de acordo com Daniels, Shin e Lee (1997), o conteúdo informacional dos dividendos demonstra que esses são utilizados pelos administradores como forma de sinalizar informações assimétricas a respeito de lucros futuros das empresas.

2.3 ANÚNCIO DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS E COMPORTAMENTO DOS PREÇOS DAS AÇÕES: ESTUDOS ANTERIORES

Ao longo dos anos, diversas pesquisas teóricas e empíricas tocantes a relevância dos dividendos, mais especificamente estudos referentes à relação entre o anúncio dos dividendos e a reação dos acionistas, foram desenvolvidos. Pettit (1972) foi pioneiro no estudo empírico dos retornos anormais resultantes de anúncios de dividendos (Strøm, 2013).

Considerando que a eficiência de um mercado decorre da forma como os preços das ações refletem determinadas informações, em 1972, Pettit teve como objetivo a estimação da velocidade e precisão da reação dos preços das ações perante o anúncio de mudanças nos dividendos. Tendo como amostra o anúncio de mudanças nos dividendos de 625 empresas listadas na bolsa de valores de Nova York, no período de 1964 a 1968, Pettit verificou a utilização, pelo mercado, de informações disponibilizadas nos anúncios de mudanças nos dividendos das empresas. Desta forma, concluiu-se que essas são refletidas nos preços das ações.

Utilizando-se da metodologia de estudo de eventos, Lonie et al. (1996) tiveram como objetivo o exame das reações do mercado de capitais a vários anúncios de dividendos. Analisando-se os dados referentes aos anúncios de dividendos de 620 empresas do Reino Unido, os referidos autores concluíram que os dados da pesquisa apresentaram conformidade com a Teoria da Sinalização dos Dividendos. Dessa forma, evidenciaram que empresas que anunciaram aumentos nos dividendos (boas notícias) tiveram como resultado retornos anormais positivos, enquanto anúncios de reduções nos dividendos (notícias ruins) resultaram em retornos anormais negativos.

Na Figura 4 encontram-se dispostas pesquisas recentes desenvolvidas com o intuito de abordar relações entre os anúncios de dividendos e o comportamento dos preços das ações.

Figura 4 - Estudos anteriores recentes sobre anúncios de dividendos e preço das ações

Autores	Objetivos	Principais resultados	Janela de Eventos
Saravanakumar (2011)	Examinar o comportamento dos preços das ações indianas em torno e na data do anúncio de dividendos. Assim como, investigar se qualquer estratégia encontrada no anúncio de dividendos poderia ser usada para superar o mercado.	O anúncio do resultado do dividendo societário não tem impacto no comportamento do retorno das ações das empresas.	-4 dias a +4 dias em relação ao anúncio de dividendos
Strøm (2013)	Examinar a relação entre os anúncios de mudanças de dividendos de empresas norueguesas listadas na Bolsa de Valores de Oslo e a subsequente reação do mercado de ações.	Anúncios de dividendos estão associados a um aumento insignificante nos preços das ações, enquanto os anúncios de redução de dividendos estão associados a reduções significativas nos preços das ações.	-10 dias e +10 dias
Liu & Chi (2014)	Examinar como as políticas de dividendos afetam os preços das ações, considerando a opção de pagamento de empresas listadas na Bolsa de Valores de Taiwan entre os anos de 2000 a 2010.	Os resultados confirmam as previsões da Teoria da Sinalização de Dividendos, que os anúncios de dividendos têm um impacto significativo sobre os preços das ações.	-30 dias a +30 dias
Melo & Fonseca (2015)	Analisar a reação do mercado perante evidências de distribuições de proventos, por meio de anúncios de fatos relevantes, em ações negociadas na BM&FBovespa.	As divulgações de anúncios de fatos relevantes não têm impacto significativo nos retornos das empresas. No entanto, no período posterior aos anúncios observou-se a propensão das variações positivas serem maiores que as negativas.	-5 dias a +5 dias
Alex & Latheef (2017)	Examinar a eficiência do mercado indiano, analisando o impacto de três eventos associados aos anúncios de dividendos sobre os retornos das ações.	Apenas para os anúncios de dividendos em dinheiro há uma variação significativa dos retornos das ações na janela pré e pós-evento. Os gerentes podem usar anúncios de dividendos para influenciar os retornos das ações devido ao conteúdo das informações deste evento.	-8 dias a +8 dias para cada evento
Chaabouni (2017)	Identificar se existem retornos anormais significativos em torno do anúncio público de dividendos de 10 empresas listadas nos mercados financeiros da Arábia Saudita durante o período de 2014-2015.	Há uma resposta rápida e positiva dos preços das ações aos anúncios de dividendos, evidenciando que as informações sobre dividendos têm reflexos imediatos nos preços das ações. O mercado reage antes do anúncio real de dividendos, indicando o vazamento de informações relativas aos anúncios de dividendos finais.	-10 dias a +10 dias
Khanal & Mishra (2017)	Avaliar as reações dos preços das ações em torno de datas de anúncios de dividendos de ações negociadas em bolsas de valores dos Estados Unidos durante o período de 2006-2012.	Há crescimento positivo significativo nos preços das ações, no curto prazo, devido a anúncios de dividendos em ações.	-30 dias e +30 dias

Kumar (2017)	Estudar o impacto dos anúncios de dividendos em dinheiro, sobre os retornos das ações, feitos por diferentes empresas listadas na Bolsa Nacional de Valores da Índia para o período de 2012 a 2014.	O anúncio de aumento nos dividendos aumenta os preços das ações e anúncios de redução de dividendos estão associados a queda nos preços das ações. Empresas que não anunciaram mudanças obtiveram retornos negativos insignificantes em torno da data do evento. A maior reação do mercado aos anúncios de dividendos ocorre na data do evento.	21 dias (- 10 dias a +10 dias)
Mrzygłód & Nowak (2017)	Investigar a reação do mercado de ações aos anúncios de dividendos e pagamentos de dividendos feitos por empresas listadas na bolsa de valores polonesa, a Bolsa de Valores de Varsóvia.	A reação do mercado revela-se estatisticamente significativa e positiva apenas no dia do anúncio do dividendo e um dia após o anúncio. Os resultados confirmam que o efeito dos anúncios de dividendos está alinhado com o conteúdo informacional da hipótese de dividendos e com os modelos de sinalização de dividendos.	-5 dias a +5 dias em torno do anúncio e do pagamento do dividendo
Rabbani (2017)	Descobrir como o preço das ações reage ao anúncio de dividendos para empresas listadas na Bolsa de Valores de Dhaka.	O anúncio do aumento de dividendos não produz um retorno anormal significativo no dia do anúncio. Um retorno anormal positivo significativo é observado no período pré-aviso para um aumento de dividendos, indicando vazamento de informações antes que o anúncio seja realmente feito.	-3 dias a +3 dias em relação à data do anúncio de dividendos

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Observa-se na Figura 4 que, nos últimos anos, pesquisas cujos temas concentram-se na influência dos anúncios de dividendos nos preços das ações foram desenvolvidas em diversos mercados de capitais. Dentre estas, identificou-se apenas um estudo nacional, o qual foi desenvolvido por Melo e Fonseca (2015). Analisando-se os anúncios de fatos relevantes sobre a distribuição de proventos de empresas listadas na BM&Fbovespa, no período de 2009 a 2013, os autores em questão verificaram que apenas 13 de 27 anúncios de fatos relevantes tiveram como resultado retornos anormais significativos. Desta forma, Melo e Fonseca (2015), concluíram que tais anúncios não tiveram impactos significativos nos retornos das ações.

Ressalta-se ainda a obtenção de resultados opostos pelas pesquisas, evidenciando a inexistência de consenso quanto ao impacto dos anúncios de dividendos nos preços das ações. Ao analisar um total de 277 anúncios de mudanças nos dividendos, entre 2007 e 2013, de 67 empresas listadas no mercado de ações norueguês, Strøm (2013) observa resultados contrários para aumentos e diminuições nos dividendos. Por um lado, empresas com anúncios de aumentos nos dividendos tiveram impactos positivos nos preços de suas ações, porém estas foram estatisticamente insignificantes. Por outro lado, as ações de empresas que anunciaram quedas nos dividendos apresentaram quedas de preços estatisticamente significativas.

Ademais, observa-se nos resultados das pesquisas elencadas na Figura 4, o impacto do anúncio de dividendos nos períodos posteriores e anteriores a tal evento. Mrzygłód e Nowak (2017) verificaram reações positivas e estatisticamente significativas do mercado apenas no dia do anúncio e no dia seguinte. Contrariamente, Chaabouni (2017) e Rabbani (2017) elucidaram que, devido ao vazamento de informações referentes ao anúncio de dividendos, o impacto de tal evento é identificado no período anterior a este.

Verifica-se nas pesquisas apresentadas na Figura 4 a predominância da utilização da metodologia do estudo de eventos. Nestas, percebe-se a variedade da duração das janelas de eventos, as quais variam de 6 a 60 dias em torno da data do evento. Apesar desta variação, a maioria dos estudos utilizaram de 3 a 10 dias antes e depois do evento.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Considerando-se que o termo método refere-se ao caminho para o alcance de determinado fim/objetivo e que a metodologia compreende os procedimentos e regras utilizadas em um método (Richardson, 2012), a presente seção apresenta a abordagem e os procedimentos metodológicos empregados no desenvolvimento da pesquisa. Para tal, são abordados aspectos tocantes ao delineamento da pesquisa, hipóteses do estudo, métodos de coleta, tratamento e análise dos dados, bem como a população e amostra, variáveis analisadas e limitações da pesquisa.

3.1 ESTRATÉGIAS DA PESQUISA

A pesquisa pode ser compreendida como um conjunto de processos, caracterizados como sistemáticos, críticos e empíricos, utilizados no estudo de determinado fenômeno (Sampieri, Collado & Lucio, 2013). Utilizada na aquisição de conhecimento, a pesquisa tem como objetivo tanto a resolução de problemas específicos e a geração de teorias, quanto a avaliação de teorias existentes. Dessa forma, não há pesquisa sem teoria, seja essa explícita ou implícita (Richardson, 2012). De acordo com Neuman (2014), o conhecimento produzido pela ciência fundamenta-se em dados empíricos e organiza-se em teorias.

O termo teoria na ciência social pode ser definido como um sistema coerente de ideias consistentes e interconectadas, as quais são utilizadas na condensação e organização do conhecimento. É possível que a teoria seja equiparada a um mapa, pois possibilita a visualização de complexidades, conexões e é capaz de explicar a razão de determinados acontecimentos (Neuman, 2014).

A elaboração do presente estudo teve como fundamentação os pressupostos teóricos das teorias da Irrelevância dos Dividendos (Miller & Modigliani, 1958; 1961), da Relevância dos Dividendos (Gordon, 1959; 1963; Lintner, 1956; 1962) e da Teoria da Sinalização dos Dividendos. A influência do anúncio do pagamento de dividendos nos retornos das ações, bem como a influência do *dividend yield*, do nível de governança e do setor de atuação das empresas nessa relação foram analisadas e interpretadas sob a ótica das referidas teorias.

Para o desenvolvimento da presente pesquisa, foram utilizados métodos característicos da pesquisa documental, descritiva, causal e *ex-post facto* (Cooper & Schindler, 2003; Martins & Theóphilo, 2009). Dessa forma, tendo em vista a problemática da presente pesquisa, é

analisado o comportamento dos preços das ações de empresas, listadas na B3, que realizaram o anúncio da distribuição de dividendos entre os anos de 2016 e 2017.

A pesquisa documental caracteriza-se pela utilização de documentos como fonte de dados, ou seja, de materiais capazes de serem reelaborados de acordo com os objetivos das pesquisas, oriundos de fontes primárias, ou que ainda não se constituíram como objeto de análise (Martins & Theóphilo, 2009). Dessa forma, foram analisados dados referentes aos anúncios das distribuições de dividendos (data de anúncio, data ex-dividendos e dividendos a serem pagos por ação) e às cotações das ações das empresas no período anterior e posterior ao evento (-5 dias a +5 dias), bem como dados tocantes as características dessas organizações.

Na presente pesquisa os processos de coleta dos dados configuram-se pelo método de monitoramento, no qual, por meio da observação, há o registro dos dados e informações disponíveis (Cooper & Schindler, 2003). Os referidos dados do estudo encontram-se disponíveis na base de dados Economatica, a qual disponibiliza dados de fontes primárias e informações oficiais referentes aos mercados de capitais de países da América Latina e dos Estados Unidos (Economatica, 2018). Ademais, dados relativos às distribuições de dividendos foram coletados no site da bolsa de valores brasileira (B3).

Tendo em vista que a presente pesquisa tem como objetivo verificar, por meio da metodologia de estudo de eventos, o comportamento dos preços das ações em relação aos anúncios do pagamento de dividendos de empresas listadas na B3, evidencia-se a abordagem quantitativa do estudo. Martins e Theóphilo (2009) explicam que, pesquisas quantitativas caracterizam-se pela quantificação e mensuração de dados, bem como pela submissão destes a técnicas/testes estatísticos cujo entendimento e conceituação são capazes de orientar as análises e interpretações da pesquisa.

Ademais, almejando-se a descrição do comportamento dos preços das ações de empresas listadas na bolsa de valores brasileira após os anúncios do pagamento de dividendos, o presente estudo caracteriza-se como pesquisa descritiva. De acordo com Triviños (2012), existe ainda a possibilidade do estabelecimento de relações entre variáveis em estudos descritivos, os quais são denominados como estudos causais comparativos. Dessa forma, a presente pesquisa busca a identificação de influência do anúncio do pagamento de dividendos nos retornos anormais das ações das empresas (objetivo específico a), bem como influências dos *dividend yields*, setor de atuação e nível de governança das organizações nos retornos anormais acumulados das ações (objetivo específico b), nos períodos próximos a tal evento.

Ressalta-se que, em relação ao controle das variáveis, o estudo em questão tem como intuito verificar relações entre variáveis cujos delineamentos realizam-se após os fatos, ou seja,

ex post facto (Martins & Theóphilo, 2009). Por conseguinte, tendo em vista que as variáveis de tal tipo de pesquisa foram obtidas pelo pesquisador da forma como estavam, já tendo sido realizados seus efeitos, essa caracteriza-se, dentre outros aspectos, pela impossibilidade da influência e manipulação das variáveis, impedindo a existência de viés na pesquisa (Cooper & Schindler, 2003; Kerlinger, 2007).

3.2 HIPÓTESES DE TESTE

Ao verificar a preferência de ações com dividendos estáveis e crescentes pelos acionistas, Lintner (1956; 1962) infere que alterações nos dividendos das empresas resultam em variações nos preços de suas ações. Miller e Modigliani (1961) destacam o conteúdo informacional dos dividendos como causa das mudanças nos preços de mercado das empresas, após alterações em suas taxas de dividendos. De acordo com os referidos autores, tais mudanças são interpretadas pelos investidores como modificações na visão da administração a respeito das perspectivas futuras de lucros para a empresa.

Considerando que a definição das datas de anúncio dos dividendos é controlada pela administração das empresas, não existe certeza quanto a ocorrência desses eventos pelos investidores. Devido a sua natureza discricionária, é possível que esse anúncio dissemine informações ao mercado acionário (Eades, Hess & Kim, 1985). Tendo em vista a dispersão dos acionistas das organizações, o anúncio dos dividendos caracteriza-se como canal de comunicação entre os gestores e tais investidores. Dessa forma, os dividendos anunciados emitem informações capazes de se constituírem como alicerce para decisões (Cavalcanti Neto, 2008).

No período de preparação para o pagamento de dividendos podem ocorrer mudanças na oferta e demanda das ações. Caso o total de investidores interessados em dividendos seja maior que o número de investidores desinteressados nesses, há o aumento dos preços das ações devido ao excesso de demanda (Hartzmark & Solomon, 2013). De modo geral, os anúncios dos dividendos configuram-se como sinais positivos para o mercado acionário, logo, espera-se o impacto positivo desses nos preços das ações (Saravanakumar, 2011).

Gordon (1963) elucida que os investidores apresentam aversão ao risco e a incerteza, e que a incerteza do pagamento de um dividendo futuro aumenta com o tempo. Desse modo, o anúncio do pagamento de dividendos é capaz de anular a incerteza dos investidores quanto a hipótese da existência de tal pagamento, possibilitando o excesso de demanda no período ao redor desse evento (Hartzmark & Solomon, 2013).

Conforme mencionado anteriormente, na metodologia de estudo de eventos, utiliza-se o retorno anormal como medida do impacto do evento no valor das organizações (Campbell et al., 1997). Dessa forma, avalia-se até que ponto os retornos das ações, ao longo do evento, diferem-se dos retornos que seriam apropriados, ou seja, dos retornos esperados caso o evento não ocorresse (Brown & Warner, 1980; Campbell et al., 1997).

Fundamentando-se em tais argumentos, tem-se a hipótese 1 da pesquisa:

H1: O anúncio do pagamento de dividendos das empresas influencia o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao evento.

Tendo como finalidade a mensuração dos dividendos distribuídos aos acionistas de determinada empresa, recomenda-se a utilização do *dividend yield* em vez do percentual do lucro distribuído aos acionistas sob a forma de dividendos. Tal preferência justifica-se pela possibilidade do lucro líquido de cada organização sofrer influência de técnicas contábeis distintas (Novis Neto, 2002).

O *dividend yield* é capaz de possibilitar a identificação percentual do montante do preço da ação recebido pelo acionista sob a forma de dividendos. Diante da existência de investidores interessados no recebimento de dividendos, tal *dividend yield* pode se destacar como instrumento de apoio às decisões dos mesmos (Legat, 2004). Damodaran (2004) explica que, diante da possibilidade da obtenção de retornos extras, os investidores, ao utilizarem o *dividend yield* como medida de triagem de investimentos, adquirem ações com altos *dividend yields*.

De acordo com Hartzmark e Solomon (2013), considerando-se que os investidores demandam ações de organizações que pagam maiores dividendos, empresas com altos *dividend yields* apresentam retornos mais elevados que as demais organizações no período existente entre a data de anúncio do pagamento de dividendos e a data ex-dividendos. Isto posto, elabora-se a segunda hipótese:

H2: O *dividend yield* das ações influencia o retorno anormal das mesmas nos períodos próximos ao anúncio de dividendos.

Tendo em vista que um setor de atuação se caracteriza pelo agrupamento de empresas que ofertam bens e serviços semelhantes ou de empresas com estruturas produtivas similares (Comissão de Valores Mobiliários, 2014), ressalta-se que cada setor possui necessidades de recursos e possibilidades de financiamentos distintas. Logo, entende-se que empresas de setores

com maiores necessidades de recursos e investimentos utilizam seus lucros no financiamento destes, tendo como consequência impactos no montante distribuído aos acionistas sob a forma de dividendos (Heineberg & Procianoy, 2003).

De acordo com Bueno (2000), setores compostos por empresas que possuem operações sazonais e resultados voláteis tendem a reter parcelas adicionais dos lucros. Em contrapartida, devido a necessidade apenas de pequenos investimentos, empresas de setores desenvolvidos geralmente apresentam taxas elevadas de distribuição de dividendos.

Diante de tais argumentos, tem-se a seguinte hipótese:

H3: O setor de atividade das empresas influencia o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao anúncio de dividendos.

Mediante uma relação de agência, existe a possibilidade de o agente não agir em conformidade com os interesses do principal (Jensen & Meckling, 2008). Atribuindo-se como principal os acionistas das organizações e como agente seus administradores, o problema de agência ocorre quando esses agentes maximizam sua utilidade e destroem o valor da empresa, apesar de terem como obrigação a tomada de decisões capazes de maximizar a riqueza dos acionistas (Silveira, 2002). Nesse contexto ressalta-se a assimetria informacional existente no mercado, devido a qual os investidores têm acesso a menos informações a respeito dos lucros futuros das empresas em comparação com os administradores das mesmas (Novis Neto, 2002). Diante desse conflito, insere-se a governança corporativa, com o objetivo de alinhar relações entre acionistas e administradores (Silveira, 2002), e os segmentos de listagem (nível de governança) das companhias com ações negociadas na B3.

Observa-se que empresas classificadas em algum nível de governança corporativa apresentam maiores *dividend yields* e tendem a ser avaliadas pelos investidores de forma superior em comparação às demais empresas do mercado (Alencar, Almeida, Araujo Neto, Amaral & Matos, 2012). A distribuição de dividendos é capaz de reduzir os custos de agência e os recursos disponíveis aos gestores das empresas, impedindo que estes sejam empregados em investimentos que reduzam a riqueza dos acionistas (Easterbrook, 1984).

De acordo com Lonie et al. (1996) os anúncios de dividendos representam sinais transmitidos, aos investidores, pelos gestores das empresas em um ambiente caracterizado pela assimetria informacional e ambiente econômico incerto. Isto posto, os dividendos são capazes de contribuir para a redução da assimetria de informação existente entre gestores e investidores das organizações. Ao considerar a distribuição de dividendos como uma forma de reduzir a

assimetria informacional, Novis Neto (2002) explica que, diante da atenuação do conflito de interesses entre gestores e acionistas, tem-se como consequência o aumento do valor da empresa. Diante do exposto, formula-se a última hipótese da pesquisa:

H4: O nível de governança das empresas influencia o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao anúncio de dividendos.

Isto posto, encontram-se sintetizados na Figura 5 as hipóteses de teste e o comportamento esperado das variáveis.

Figura 5 - Comportamento esperado das hipóteses

Hipótese	Descrição	Comportamento esperado
H1	O anúncio do pagamento de dividendos das empresas influencia o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao evento	Retornos anormais positivos (estatisticamente significativos) próximos ao evento do anúncio do pagamento de dividendos.
H2	O <i>dividend yield</i> das ações influencia o retorno anormal das mesmas nos períodos próximos ao anúncio de dividendos.	Influência positiva do <i>dividend yield</i> nos retornos anormais das ações próximos ao evento do anúncio do pagamento de dividendos.
H3	O setor de atividade das empresas influencia o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao anúncio de dividendos.	Retornos anormais distintos, próximos ao evento do anúncio do pagamento de dividendos, para ações de empresas de diferentes setores de atividade.
H4	O nível de governança das empresas influencia o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao anúncio de dividendos.	Retornos anormais distintos, próximos ao evento do anúncio do pagamento de dividendos, para ações de empresas de diferentes níveis de governança.

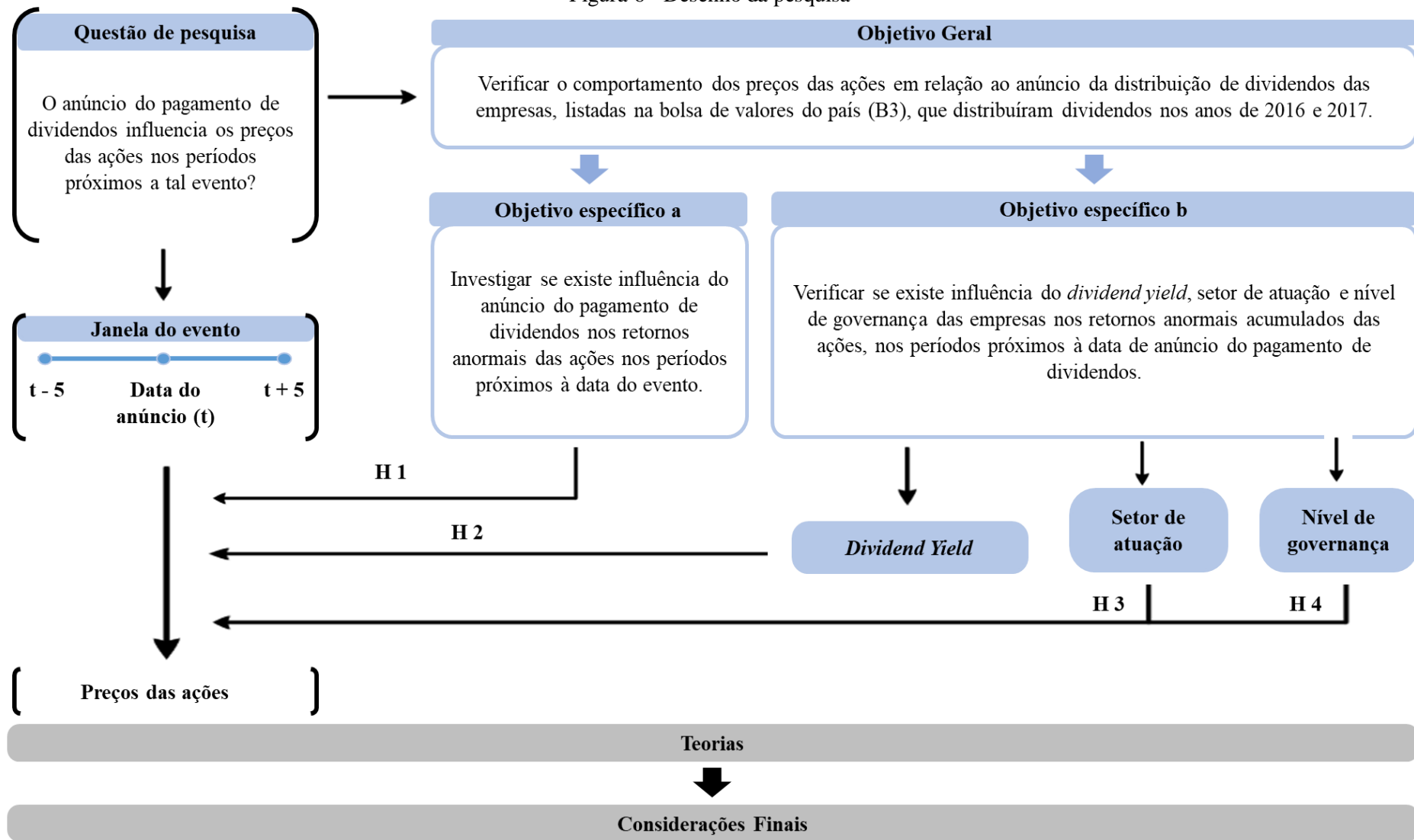
Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Tendo em vista as hipóteses a serem testadas, torna-se possível a definição dos procedimentos de coleta de dados e dos critérios para a seleção da amostra da pesquisa, os quais encontram-se dispostos nos próximos tópicos.

3.3 DESENHO DA PESQUISA

Mediante definições e classificações metodológicas necessárias para a compreensão do estudo, observa-se na Figura 6 o desenho da pesquisa. De acordo com Sampieri et al. (2013), o desenho da pesquisa consiste em uma estratégia ou plano de ação utilizado na obtenção de informações almejadas.

Figura 6 - Desenho da pesquisa

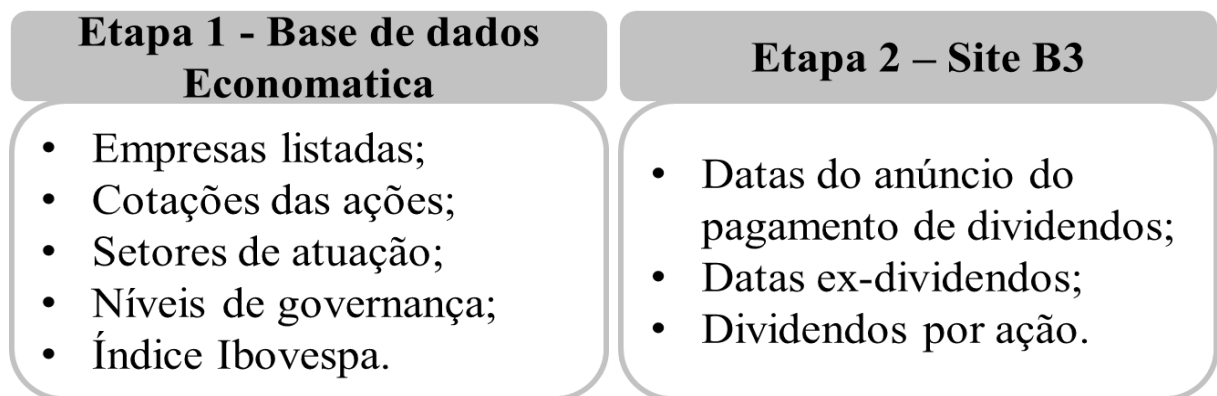


Como se observa, na Figura 6 encontram-se sintetizados um conjunto de elementos utilizados como fundamentação no desenvolvimento do estudo, com o intuito de responder à questão de pesquisa.

3.4 COLETA DE DADOS, POPULAÇÃO E AMOSTRA

Conforme disposto na Figura 7, a coleta de dados realizou-se em duas etapas.

Figura 7 - Etapas da coleta de dados



Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Na primeira etapa, na base de dados Economatica foi possível identificar as empresas com cadastro ativo, as cotações de suas ações, seus setores de atuação e níveis de governança, bem como dados tocantes ao índice Ibovespa. Na segunda etapa, por meio do site da bolsa de valores brasileira (B3), foram coletados dados tocantes às datas de anúncio do pagamento de dividendos, datas ex-dividendos e aos montantes de dividendos por ação. Devido a representatividade do mercado acionário brasileiro, foram selecionados como objeto de estudo os anúncios do pagamento de dividendos de todas as sociedades de capital aberto com negociações ativas na B3 no período de coleta dos dados.

Cabe ressaltar que, nos últimos anos o ambiente econômico e político foi marcado por aspectos capazes de exercer influência no mercado de capitais, dentre os quais destaca-se o desgaste da presidente reeleita, a recessão da economia, quedas na rentabilidade de algumas empresas e redução do fator confiança. Diante disso, o aumento nas taxas de inflação teve como consequência a utilização de taxas de juros que desestimularam o investimento em ações. Porém, mediante o início do processo de impeachment da presidente em Dezembro de 2015, houve a restauração da confiança do mercado, a qual ofertou previsibilidade do mercado aos

agentes econômicos (Comissão de Valores Mobiliários, 2017; D'Agostino, 2015). Dessa forma, visando abranger o período posterior a tal contexto, a análise dos dados na presente pesquisa abrange os exercícios sociais de 2016 e 2017.

Constituem-se como população da pesquisa 441 organizações de capital aberto com ações negociadas na B3. Todas as empresas foram investigadas, independente do setor de atuação, nível de governança e porte das mesmas. Considerando que a definição da amostra da pesquisa foi realizada de acordo com os critérios estabelecidos na Figura 8, o método de amostragem utilizado caracteriza-se como não probabilístico, intencional e por conveniência (Martins & Theóphilo, 2009).

Figura 8 - Critérios para definição da amostra da pesquisa

Empresas listadas com negociação ativa na B3	441
(-) Empresas que não distribuíram dividendos no período de análise	(266)
= Amostra total da pesquisa	175
Eventos identificados de ações ON e PN	647
(-) Eventos cujo intervalo entre a data de anúncio do pagamento de dividendos e data ex-dividendos é menor que 5 dias.	(422)
= Total de eventos da amostra da pesquisa	225

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

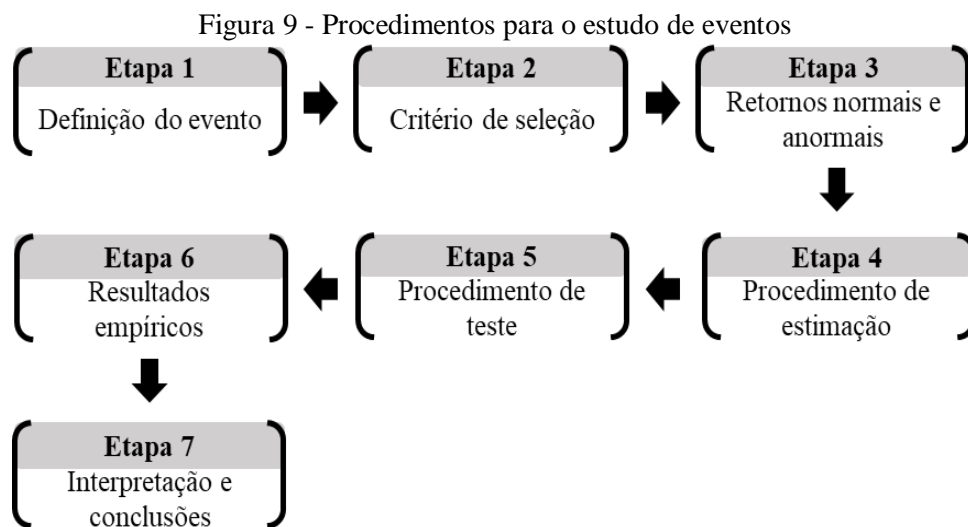
Dessa forma, tem-se como amostra inicial da pesquisa todas as organizações com negociações ativas na B3 que, ao longo de 2016 e 2017, realizaram o anúncio do pagamento de seus dividendos (eventos identificados na coleta de dados da pesquisa). Eades et al. (1985) ressalta que, nos casos em que as datas de anúncio dos dividendos encontram-se próximas as datas ex-dividendos, é possível que os retornos de tais anúncios reflitam os retornos do período ex-dividendo, prejudicando a mensuração dos efeitos do anúncio. Damodaran (2004) explica que, tendo em vista que a partir da data ex-dividendos não há o direito ao recebimento de dividendos pelos investidores, neste dia verificam-se quedas nos preços das ações, as quais refletem tal perda. Diante disso, foram analisados apenas os eventos cujos períodos existentes entre a data de anúncio do pagamento de dividendos e a data ex-dividendos eram maiores que 5 dias.

Isto posto, a amostra da pesquisa é composta por 225 anúncios de pagamento de dividendos, de 76 empresas, referentes a ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN).

3.5 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

Por meio da realização de testes de eficiência de mercado torna-se possível verificar a obtenção de retornos adicionais decorrentes da utilização de estratégias específicas (Damodaran, 2001). A metodologia de tratamento e análise dos dados utilizada na presente pesquisa consiste no estudo de eventos, o qual caracteriza-se como um teste de eficiência de mercado e tem como foco a mensuração do impacto de eventos específicos de determinada empresa nos preços de suas ações. Por meio do estudo de eventos torna-se possível avaliar a extensão em que os retornos das ações durante o evento diferem-se dos retornos obtidos, considerando um modelo de equilíbrio para a determinação dos retornos esperados (Brown & Warner, 1980).

De acordo com Camargos e Barbosa (2003), tal metodologia pode ser utilizada em eventos capazes de impactar as expectativas dos investidores e, por conseguinte, os preços das ações. Ressalta-se que, dentre os eventos mencionados pelos autores destacam-se divulgações tocantes ao pagamento de dividendos. Conforme disposto na Figura 9, para a execução da metodologia em questão, faz-se necessária a adoção de uma estrutura de análise, a qual é composta por sete etapas.



Fonte: Elaborado pela autora a partir de Campbell et al. (1997).

A estrutura em questão inicia-se com a definição do evento a ser estudado e a identificação de uma janela de eventos. Apesar da complexidade na apuração das datas de anúncio do pagamento de dividendos, almejando-se a resolução da problemática da pesquisa, adotou-se como evento todos os anúncios da distribuição de dividendos apresentados pelas

empresas entre os anos de 2016 e 2017, de ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN). Tal evento consiste na data em que as organizações anunciam ao mercado acionário a aprovação do pagamento de dividendos. Nessa data divulgam-se o montante referente aos dividendos a serem pagos por ação, a data em que será realizado o pagamento desses dividendos e a data ex-dividendos.

De acordo com MacKinlay (1997), a janela de eventos consiste no período em que os preços das ações das empresas são observados. Camargos e Barbosa (2003) explicam que, considerando o evento analisado e os objetivos propostos com a utilização da metodologia, a definição da janela de eventos por parte do pesquisador apresenta subjetividade e arbitrariedade. Por um lado, diante do risco de outros eventos serem englobados, recomenda-se que tal janela não seja extensa, gerando resultados enviesados. Por outro lado, janelas de eventos pequenas podem não identificar anormalidades nas cotações. Segundo Benninga (2014), a janela de eventos tem como centro o evento e, normalmente, é composta por 3, 5 ou 10 dias.

Hartzmark e Solomon (2013) explicam que o tempo médio do período existente entre a data de anúncio do pagamento de dividendos e a data ex-dividendos é de dez dias. Tendo em vista a heterogeneidade das políticas de dividendos das empresas e considerando a possibilidade da interferência da data ex-dividendos nos retornos próximos ao anúncio dos dividendos, estabeleceu-se como janela de evento na presente pesquisa os 5 dias anteriores e os 5 dias posteriores a data do anúncio do pagamento de dividendos (data zero). De acordo com Camargos e Barbosa (2003), analisar dados referentes ao período anterior à data do evento possibilita a identificação de indícios da utilização de informações privilegiadas pelo mercado. Já a análise do período posterior ao evento disponibiliza indícios tocantes ao ajuste das cotações diante das informações fornecidas ao mercado pelo evento.

A segunda etapa consiste na determinação de critério para a seleção de organizações cujos eventos serão estudados. Dessa forma, adotando-se como critério a disponibilidade de dados tanto no software Economatica, quanto no site da bolsa de valores brasileira (B3), foram selecionadas para a presente pesquisa as ações de todas as empresas com negociações ativas na B3, no período de coleta dos dados, que distribuíram dividendos nos anos de 2016 e 2017.

Posteriormente, para a avaliação do impacto do anúncio da distribuição de dividendos é necessário mensurar os retornos anormais das ações. Conforme disposto anteriormente, tais retornos consistem em uma medida capaz de identificar o impacto do evento nos preços das ações. Dessa forma, na terceira etapa realiza-se a escolha dos critérios para a mensuração dos retornos anormal e normal (Soares, Rostagno & Soares, 2002). Conforme disposto por Campbell et al. (1997), o retorno anormal consiste no retorno ex-post real (atual) durante a

janela de eventos menos o retorno normal da empresa também sobre o mesmo período. Cabe ressaltar que, considera-se como retorno normal o retorno esperado caso não houvesse a ocorrência do evento. Logo, para cada empresa e evento, tem-se a seguinte equação:

$$\varepsilon_{it}^* = R_{it} - E [R_{it} | X_t] \quad (1)$$

Onde,

ε_{it}^* : Retorno anormal

R_{it} : Retorno atual

$E (R_{it})$: Retorno normal (esperado)

Duas formas essenciais podem ser utilizadas no cálculo dos retornos das ações. Enquanto a fórmula tradicional tem como base um regime de capitalização discreta, a forma logarítmica fundamenta-se no regime de capitalização contínua. A preferência da forma logarítmica em detrimento da fórmula tradicional justifica-se pelo fato de que, com a utilização do logaritmo, a distribuição dos retornos das ações aproxima-se da curva de distribuição normal, a qual consiste em requisito para a realização de testes paramétricos (Soares, Rostagno & Soares, 2002). Diante do exposto, na presente pesquisa, o cálculo dos retornos atuais diários das ações foi realizado por meio da fórmula logarítmica, conforme exposto na seguinte equação:

$$R_{it} = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \quad (2)$$

Onde,

R_{it} : Retorno atual diário da ação i na data t

P_t : Preço de fechamento da ação i na data t

P_{t-1} : Preço de fechamento da ação i na data $t-1$

Tendo em vista que, a caracterização do desempenho dos retornos das ações como anormal só é possível mediante a comparação com um padrão específico, é necessário a especificação de um modelo para o cálculo dos retornos normais (Brown & Warner, 1980). Várias abordagens podem ser utilizadas na mensuração dos retornos normais, as quais podem ser classificadas em estatísticas (fundamentando-se em suposições estatísticas referentes aos retornos das ações) ou econômicas (tendo como fundamento pressupostos tocantes ao comportamento dos investidores) (Campbell et al., 1997).

Apesar disso, os retornos normais comumente são obtidos por meio de duas formas: pelo modelo de retorno da média constante ou pelo modelo de mercado (Campbell et al., 1997). Dessa forma, na presente pesquisa, para o cálculo do retorno normal (esperado) optou-se pela adoção do modelo de retorno ajustado pelo mercado. Assume-se em tal modelo que os retornos normais são iguais para as ações, porém não são constantes para cada um dos títulos (Brown & Warner, 1980). Convém ressaltar que, com a utilização do modelo de mercado realiza-se uma relação linear entre os retornos das ações e o retorno da carteira de mercado (Campbell et al., 1997). Logo, para a obtenção do retorno do mercado e, conseqüentemente, dos retornos normais adotou-se o índice Ibovespa. Fundamentando-se no trabalho desenvolvido por Campbell et al. (1997), o retorno normal das ações foi obtido por meio da equação 3:

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde,

R_{it} : Retorno normal da ação i na data t ;

α e β : Parâmetros do modelo;

R_{mt} : Retorno da carteira de mercado (Ibovespa) na data t ;

ε_{it} : Termo de distúrbio.

Convém ressaltar que, para o cálculo dos retornos do mercado, também se utilizou a forma logarítmica, conforme disposto na seguinte equação:

$$R_{mt} = \ln\left(\frac{Ibovespa_t}{Ibovespa_{t-1}}\right) \quad (4)$$

Onde,

R_{mt} : Retorno diário do mercado;

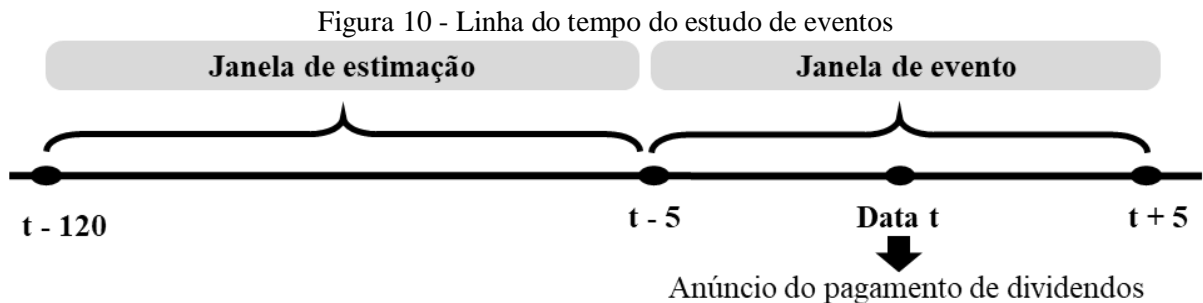
$Ibovespa_t$: Índice Ibovespa na data t ;

$Ibovespa_{t-1}$: Índice Ibovespa na data $t-1$.

Prosseguindo-se com os procedimentos da realização do estudo de eventos, tem-se a quarta etapa, denominada como procedimento de estimação. Após a seleção do modelo de desempenho normal realizada na etapa anterior, é necessário definir a janela de estimação. Esta consiste em um subconjunto de dados referentes ao período anterior a janela de eventos, o qual é utilizado para a estimação dos parâmetros do modelo selecionado para o cálculo do retorno

normal. Para evitar que esses parâmetros do modelo de retorno normal sejam influenciados pela ocorrência do evento, é necessário que a janela de estimação e a janela de eventos não sejam sobrepostas (Campbell et al., 1997).

De acordo com Campbell et al. (1997) a janela de estimação é composta pelos 120 dias anteriores ao evento. Dessa forma, na presente pesquisa, conforme disposto na Figura 10, a janela de estimação abrange os 120 dias anteriores a janela de evento, excluindo-se o período do evento para evitar a influência desse nos referidos parâmetros. Convém ressaltar que, de acordo com Camargos e Barbosa (2003) a definição do período relativo a janela de estimativa pelo pesquisador também se caracteriza como subjetiva e arbitrária.



Fonte: Elaborado pela autora a partir de Campbell et al., 1997.

Diante disso, torna-se possível o cálculo dos retornos anormais. Em seguida, encontra-se a etapa denominada procedimento de teste, na qual realiza-se o delineamento da estrutura de teste para os retornos anormais. Nesta define-se a hipótese nula e as técnicas de agregação dos retornos anormais (MacKinlay, 1997).

Após o cálculo dos retornos atuais, dos retornos normais (esperados) e, conseqüentemente, dos retornos anormais, faz-se necessária a mensuração dos retornos anormais acumulados para cada uma das ações ao longo da janela de eventos. Denominado como *Cumulative Abnormal Return* (CAR), este pode ser obtido por meio da equação 5, apresentada em 1997 por MacKinlay:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (5)$$

Onde,

CAR_i : Retorno anormal acumulado da ação i ;

$\sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$: Soma dos retornos anormais da ação i ;

t_1, t_2 : Primeiro e último dia da janela de eventos.

Considerando a dificuldade na identificação do momento exato em que o mercado recebe as informações referentes ao evento e a forma como este reage nos dias próximos ao evento, evidencia-se a necessidade da acumulação dos retornos anormais ao longo da janela de eventos, tornando-se possível a avaliação da reação dos preços neste período (Camargos & Barbosa, 2003). Cabe ressaltar que, a agregação dos retornos anormais tem o intuito de desenhar inferências para o evento analisado. Primeiramente esse acúmulo é realizado ao longo do tempo para apenas um evento e, em seguida, agregam-se os retornos anormais em relação a todos os títulos e ao longo do tempo (Campbell et al., 1997).

Considerando que, para Campbell et al. (1997), o retorno anormal sobre a janela do evento da pesquisa caracteriza-se como medida do impacto do evento no valor das empresas, almejando-se o alcance do objetivo específico a, para o teste da H1 da pesquisa, tem-se como hipótese nula que o evento não exerce impacto no comportamento dos retornos anormais das ações. Ou seja, que a média dos retornos anormais médios e dos retornos anormais acumulados ao longo das janelas de eventos é igual a zero. Ressalta-se que no Apêndice A encontram-se dispostos os 208 anúncios de pagamento de dividendos da amostra, seus respectivos retornos anormais em cada um dos dias da janela de eventos, retornos anormais médios e acumulados em tais janelas e seus *dividend yields*.

Além da metodologia do estudo de eventos, na presente pesquisa foram realizadas análises explanatórias dos dados. Dentre essas, destacam-se a estatística descritiva (frequências, média, mediana, máximos e mínimos), teste paramétrico (Teste t) e não paramétrico (teste de postos sinalizados de Wilcoxon), Análise de Variância (ANOVA) a um fator com teste (*post-hoc*) de Tukey e Correlação de Pearson. Cabe ressaltar que, para as comparações múltiplas entre os grupos, utilizou-se o teste de Turkey com o intuito de superar o problema do aumento do nível de significância a medida que ocorre o aumento do número de testes individuais (Triola, 2012). Convém salientar que, optou-se pela utilização do software Excel e do software estatístico Stata/MP, versão 13.0 para a operacionalização das etapas apresentadas, referentes à metodologia de estudos de eventos, e das referidas análises.

Conforme disposto por MacKinlay (1997), almejando-se investigar a associação dos retornos anormais e de características específicas relacionadas a observação do evento, utiliza-se como ferramenta a regressão entre estes dados. A utilização de tal regressão torna-se útil

mediante a existência de hipóteses baseadas no retorno anormal das ações. Desta forma, no presente estudo, objetivando-se o alcance do objetivo específico b por meio do teste das hipóteses H2, H3 e H4, realizou-se a regressão entre os retornos anormais acumulados dos eventos, o *dividend yield* das empresas, e seus respectivos setores de atuação e níveis de governança. Logo, para o cálculo do *dividend yield* de cada evento foi utilizada a seguinte equação:

$$DY = \frac{D}{P_i} \quad (6)$$

Onde,

DY: *Dividend Yield*;

D: Dividendo por ação anunciado na data t;

P_i : Preço da ação i na data de anúncio (data t).

Tendo em vista a possibilidade de empresas da amostra possuírem mais de um evento analisado (anúncio de pagamento de dividendos), espera-se que medidas realizadas em uma mesma empresa sejam correlacionadas, ou seja, que exista dependência das observações. Diante do exposto, utilizou-se um modelo de regressão linear misto, o qual considera todas as variáveis conjuntamente e também inclui um efeito aleatório em cada empresa. A inclusão do efeito aleatório referente a cada empresa visa evitar o problema gerado pela violação da suposição de independência, levando ao seguinte modelo proposto:

$$y_{ijkl} = \mu + \alpha_i + \beta_j + \tau_k + d_l + \varepsilon_{ijk}; \quad i = 1, \dots, 4, j = 1, \dots, 4, k = 1, \dots, 12, \quad (7)$$

Em que,

y_{ijkl} : Valor observado da variável resposta para a medição realizada no j-ésimo setor da k-ésima empresa alocado no i-ésimo nível de governança;

μ : média geral;

α_i : efeito fixo do i-ésimo nível de governança;

β_j : efeito fixo do j-ésimo setor de empresas;

τ_k : efeito fixo do k-ésimo *dividend yield*;

d_l : efeito aleatório da l-ésima empresa, em que os efeitos são independentes e $d_l \sim N(0, \sigma_d^2)$;

ε_{ijkl} : erro aleatório associado a observação y_{ijk} , em que os erros são independentes e $\varepsilon_{ijkl} \sim N(0, \sigma^2)$.

Convém ressaltar que, foi considerada a estrutura de covariância simetria composta, em que duas medidas da mesma empresa estão igualmente correlacionadas não importa quão distantes as medições foram tomadas. O modelo foi ajustado por meio do método de máxima verossimilhança restrita (REML).

Ademais, para o desenvolvimento da metodologia em questão e execução do modelo proposto, fez-se necessária a observação de algumas premissas estatísticas. Primeiramente é fundamental que a distribuição dos dados da pesquisa e dos resíduos da regressão apresente correspondência com a distribuição normal, cuja representação gráfica tem formato de sino e simetria em torno do valor médio. Além disso, é essencial que os termos de erro da regressão não possuam variância/dispersão desigual (Heterocedasticidade), logo, os termos de erro devem ser homocedásticos. Pressupõe-se ainda a ausência de multicolinearidade, ou seja, de relação linear entre as variáveis explanatórias da regressão. Faz-se necessário verificar ainda a existência de autocorrelação nos termos de erro das regressões (Gujarati & Porter, 2011).

Cabe aqui ressaltar que, para a avaliação dos pressupostos do modelo foram considerados os métodos gráficos de valores preditos versus resíduos para a homocedasticidade e envelope simulado para a normalidade, além do teste de Shapiro-Wilk. Ademais, a avaliação do pressuposto da ausência de multicolinearidade foi realizada por meio da estatística VIF (Fator de Inflação da Variância) das variáveis, a qual é capaz de quantificar o aumento da variância de cada coeficiente da regressão causado pela multicolinearidade. Tanto o ajuste do modelo de regressão linear misto, quanto a avaliação de seus pressupostos foram realizadas com o auxílio do software estatístico R (*R Development Core Team*), versão 3.3.1 e os níveis de significância foram fixados em 5%.

Em decorrência da execução das etapas apresentadas, tem-se as duas últimas etapas dos procedimentos para um estudo de evento. Nessas há a apresentação dos resultados empíricos, interpretações e conclusões da pesquisa, as quais são fundamentadas pelos resultados obtidos. Enquanto a etapa 6 (resultados empíricos) encontra-se disposta na seção 4 da presente pesquisa, a etapa 7 do estudo de eventos pode ser observada nas seções 4 e 5.

3.6 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Uma das limitações da pesquisa refere-se ao período analisado, o qual compreende os anos de 2016 e 2017. Tal limitação deve-se ao fato de que em 2015 e anos anteriores o contexto econômico e político caracterizou-se pela presença de dificuldades que tiveram reflexos no mercado. Conforme mencionado anteriormente, fatores como crise de confiança e incerteza política colocaram-se como desincentivos a aplicação de capital a longo prazo. Considerando que em Dezembro de 2015, com o início do processo de impeachment da presidente houve a restauração da confiança do mercado, garantindo previsibilidade aos agentes econômicos e gerando expectativas quanto a mudanças no mercado (Comissão de Valores Mobiliários, 2017; D'Agostino, 2015), optou-se pela análise dos dados tocantes ao período posterior a este.

Outra limitação ocorre em função dos critérios de seleção da amostra, os quais determinam que foram analisadas apenas os eventos de ações ordinárias e preferenciais negociadas na B3, de empresas com cadastro ativo que distribuíram dividendos no período de análise, e cujos intervalos entre a data de anúncio do pagamento de dividendos e data ex-dividendos foram maiores que 5 dias. Dessa forma, as interpretações e conclusões limitam-se a tais organizações e ao período analisado, impossibilitando a generalização dos resultados para a população. Ressalta-se ainda que a análise dos fatores que alteram o impacto do anúncio do pagamento de dividendos nos preços das ações limita-se apenas as variáveis *dividend yield*, setor de atuação e nível de governança das empresas.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O presente capítulo tem como finalidade a exposição das análises e discussão dos resultados dos testes empíricos apresentados na subseção 3.5 e das hipóteses da pesquisa. Inicialmente, na seção 4.1 encontram-se expostas a análise descritiva e a caracterização dos dados da amostra da pesquisa. Na seção 4.2 evidencia-se o impacto dos anúncios de pagamento de dividendos nas cotações das ações por meio de análises do comportamento dos retornos das ações, diante da ocorrência dos eventos em questão.

Em seguida, diante de tais resultados, na seção 4.3 são apresentadas análises da influência de fatores potencialmente influentes nos retornos anormais acumulados das ações nos períodos próximos ao anúncio de pagamento de dividendos. Por fim, na seção 4.4 os resultados dos testes empíricos realizados na pesquisa são discutidos e interpretados com base na literatura acerca do tema, evidenciando a síntese das hipóteses da pesquisa.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

As informações a seguir têm como intuito a descrição e caracterização da amostra por meio da apresentação das frequências, medidas de tendência central (média e mediana - Me), medida de variação (desvio padrão - DP), máximos e mínimos.

Conforme disposto na Tabela 1, a amostra final da pesquisa é composta por 208 eventos (anúncios de pagamento de dividendos) de 76 empresas com ações negociadas na B3. Da amostra total da pesquisa, mencionada anteriormente, composta por 225 eventos, foram excluídos 17 anúncios de pagamento de dividendos de ações sem cotações nos anos da pesquisa (2016 e 2017) ou de ações cujas cotações não apresentaram variações nos dias utilizados como base para a determinação dos retornos anormais, impossibilitando a conclusão dos cálculos da pesquisa.

Tabela 1 - Distribuição dos anúncios de pagamento de dividendos por empresa (continua)

Empresas	Nº de anúncios	Frequência (%)
1 - Electro Aço Altona s.a.	1	0.48%
2 - AES Tiete Energia	8	3.85%
3 - Afluente Transmissão de Energia Elétrica S.A	1	0.48%
4 - Consorcio Alfa de Administração S.A	1	0.48%
5 - Ambev S.A	5	2.40%
6 - Arezzo Indústria e Comércio S.A	1	0.48%
7 - Bahema S.A	1	0.48%
8 - Banco Estado de Sergipe S.A - BANESE	4	1.92%

Tabela 1 - Distribuição dos anúncios de pagamento de dividendos por empresa (continuação)

Empresas	Nº de anúncios	Frequência (%)
9 - Banco Estado do Rio Grande do Sul S.A	1	0.48%
10 - Bb Seguridade Participações S.A	4	1.92%
11 - Braskem S.A	1	0.48%
12 - BRB Banco de Brasília S.A	4	1.92%
13 - BRF S.A	1	0.48%
14 - CCR S.A	1	0.48%
15 - Cia Est. Ger. Trans. Energia Elétrica - Ceee-gt	2	0.96%
16 - CESP - Cia Energética de São Paulo	1	0.48%
17 - Cia Hering	4	1.92%
18 - Cielo S.A	4	1.92%
19 - Cia gás de São Paulo - COMGAS	1	0.48%
20 - Cosan S.A	2	0.96%
21 - Cia Energética do Rio Grande do Norte - COSERN	2	0.96%
22 - CPFL Energia S.A	1	0.48%
23 - Cremer S.A	1	0.48%
24 - Cristal pigmentos do Brasil S.A	1	0.48%
25 - CVC Brasil Operadora e Agência de viagens S.A	1	0.48%
26 - Duratex S.A	1	0.48%
27 - Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A	4	1.92%
28 - Elektro redes S.A	3	1.44%
29 - Embraer S.A	1	0.48%
30 - Energisa S.A	6	2.88%
31 - Energisa Mato Grosso - Distribuidora de energia S.A	1	0.48%
32 - Engie Brasil Energia S.A	4	1.92%
33 - Estacio Participações S.A	1	0.48%
34 - Even Construtora e Incorporadora S.A	1	0.48%
35 - EZ TEC Empreend. e Participações S.A	1	0.48%
36 - FERBASA - Cia ferro ligas da Bahia	4	1.92%
37 - Fibria celulose S.A	1	0.48%
38 - Fleury S.A	3	1.44%
39 - Fras-le S.A	1	0.48%
40 - Gerdau S.A	8	3.85%
41 - Metalúrgica Gerdau S.A	2	0.96%
42 - Grendene S.A	7	3.37%
43 - Itausa Investimentos Itau S.A	12	5.77%
44 - Itau Unibanco Holding S.A	4	1.92%
45 - Klabin S.A	14	6.73%
46 - Kroton Educacional S.A	6	2.88%
47 - Linx S.A	1	0.48%
48 - Cia Locação das Américas	1	0.48%
49 - Magazine Luiza S.A	1	0.48%
50 - Magnesita Refratários S.A	2	0.96%
51 - Cia Melhoramentos de São Paulo	6	2.88%
52 - Monteiro Aranha S.A.	2	0.96%
53 - MRV Engenharia e Part. S.A	3	1.44%
54 - Multiplus S.A	5	2.40%
55 - Nadir figueiredo Indústria e Comércio S.A	2	0.96%
56 - Natura Cosméticos S.A	1	0.48%
57 - Odontoprev S.A	5	2.40%
58 - Pettenati S.A Indústria Têxtil	4	1.92%
59 - Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A	2	0.96%
60 - Randon S.A Implementos e Participações	2	0.96%

Tabela 1 - Distribuição dos anúncios de pagamento de dividendos por empresa (conclusão)

Empresas	Nº de anúncios	Frequência (%)
61 - Rede Energia Participações S.A	2	0.96%
62 - Banco Santander (Brasil) S.A	6	2.88%
63 - Schulz S.A	1	0.48%
64 - Senior Solution S.A	1	0.48%
65 - Ser Educacional S.A	1	0.48%
66 - SLC Agrícola S.A	1	0.48%
67 - Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A	4	1.92%
68 - Technos S.A	1	0.48%
69 - Tegma Gestão Logística S.A	1	0.48%
70 - T4f Entretenimento S.A	1	0.48%
71 - Totvs S.A	1	0.48%
72 - CTEEP - Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista	4	1.92%
73 - Tupy S.A	1	0.48%
74 - Ultrapar Participações S.A	4	1.92%
75 - Valid soluções S.A	1	0.48%
76 - Whirlpool S.A	2	0.96%
Total	208	100%

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Observa-se na Tabela 1 que, a maior parte das empresas da amostra apresentaram 1, 2 ou 4 anúncios entre 2016 e 2017. Apenas as empresas Klabin S.A e Itausa Investimentos Itaú S.A destacaram-se com o maior número de anúncios de distribuição de dividendos entre os anos em questão, 14 e 12 anúncios respectivamente.

Quanto a distribuição dos eventos identificados na pesquisa ao longo dos anos e dos meses, verifica-se na Tabela 2 que a maior frequência de anúncios de pagamentos de dividendos ocorreu em 2017 (63%), em comparação com o ano de 2016 (37%). Analisando-se os meses em que foram identificados anúncios de distribuição de dividendos, constata-se que a maior frequência destes eventos aconteceu no segundo, terceiro e quarto trimestres, mais especificamente nos meses de Abril (20%), Agosto (17%) e Novembro (14%).

Tabela 2 - Distribuição dos anúncios de pagamento de dividendos por período (continua)

Meses	2016		2017		Geral	
	Nº	F (%)	Nº	F (%)	Nº	F (%)
Janeiro	0	0%	6	5%	6	3%
Fevereiro	8	11%	11	8%	19	9%
Março	2	3%	8	6%	10	5%
Abril	5	7%	37	28%	42	20%
Maiο	4	5%	9	7%	13	6%
Junho	3	4%	1	1%	4	2%
Julho	7	9%	7	5%	14	7%
Agosto	16	21%	19	14%	35	17%
Setembro	2	3%	4	3%	6	3%

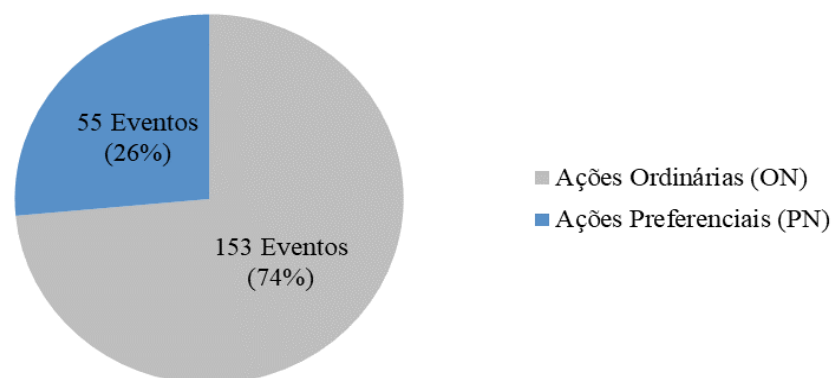
Tabela 2 - Distribuição dos anúncios de pagamento de dividendos por período (conclusão)

Meses	2016		2017		Geral	
	Nº	F (%)	Nº	F (%)	Nº	F (%)
Outubro	8	11%	8	6%	16	8%
Novembro	13	17%	17	13%	30	14%
Dezembro	8	11%	5	4%	13	6%
Total	76	100%	132	100%	208	100%

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

A Figura 11 apresenta a classificação dos eventos da amostra por tipos de ações. Por meio desta, nota-se que do total de anúncios de distribuição de dividendos identificados, 74% referem-se a eventos de ações ordinárias (153 eventos). Este resultado se difere dos apresentados por Bruni et al. (2003) e Novis Neto (2002), nos quais, respectivamente, apenas 30% e 17% das ações das amostras referem-se a ações ordinárias.

Figura 11 – Gráfico de distribuição dos eventos por tipos de ações



Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Com relação aos montantes de dividendos anunciados por ação, percebe-se na Tabela 3 que apesar da variação entre os valores máximos e mínimos, houve uma distribuição média de R\$ 0,50 por ação.

Tabela 3 - Análises descritivas de variáveis quantitativas

	Média	Me	DP	Máx.	Mín.
Dividendos pagos por ação (R\$)	R\$ 0.50	R\$ 0.13	1.46382	R\$ 14.65	R\$ 0.001
Retornos anormais nos dias dos anúncios (%)	0.03%	-0.06%	0.01889	6.59%	-8.71%
Retornos anormais acumulados (%)	0.48%	-0.36%	0.08790	29.61%	-24.17%

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Verificou-se ainda a presença de retornos anormais positivos e negativos nos dias dos anúncios, os quais variaram de -8,71% a 6,59%. Tais resultados indicam que os anúncios

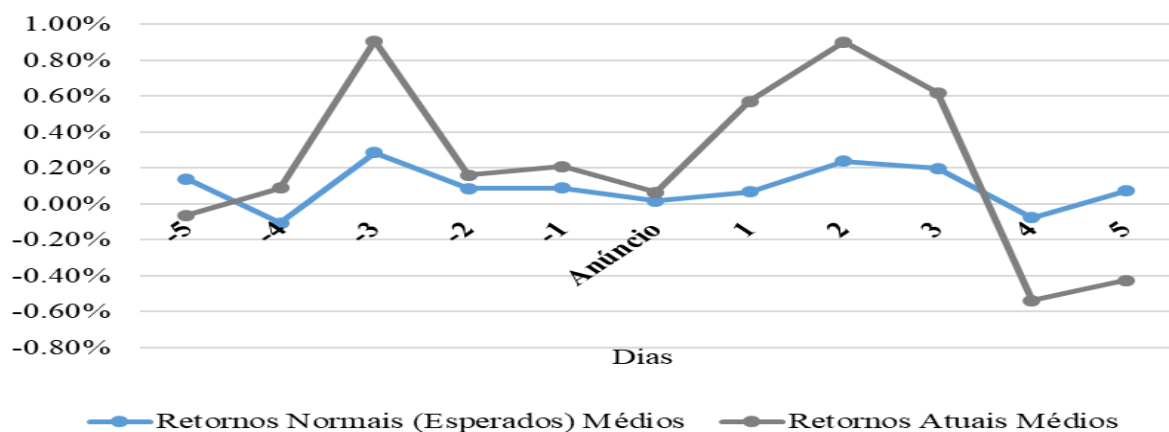
impactaram, no mesmo dia, positiva ou negativamente os preços das ações. Além disso, observa-se que os retornos anormais acumulados ao longo das janelas de eventos foram em média de 0,48%, apesar da variação positiva e negativa.

4.2 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DE ANÚNCIOS DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS NOS RETORNOS DAS AÇÕES

Para a análise do impacto dos eventos nos preços das ações é necessário verificar a caracterização da distribuição dos dados como normal. De acordo com o Teorema do Limite Central, se o tamanho amostral é grande o suficiente, ou seja, se a amostra apresenta um número de observações maior que 30, entende-se que a distribuição das médias amostrais se aproxima da distribuição normal (Triola, 2012). Considerando-se que a amostra final da presente pesquisa é composta por 208 observações (eventos), pressupõe-se a normalidade dos dados.

Conforme disposto anteriormente, na presente pesquisa, a mensuração do impacto de cada evento (anúncio de distribuição de dividendos) nos preços das ações foi realizada por meio dos retornos anormais. Estes retornos são obtidos por meio da diferença entre os retornos atuais diários das ações e os retornos normais das mesmas (retornos esperados caso não houvesse a ocorrência dos eventos). Isto posto, nota-se na Figura 12 a diferença no comportamento dos retornos médios atuais e esperados em cada um dos dias da janela de eventos. Na maior parte dos dias, inclusive no dia dos anúncios do pagamento de dividendos, os retornos atuais médios mostraram-se superiores aos retornos esperados médios, indicando aparentemente o impacto positivo desses anúncios nas cotações das ações nos períodos próximos aos eventos.

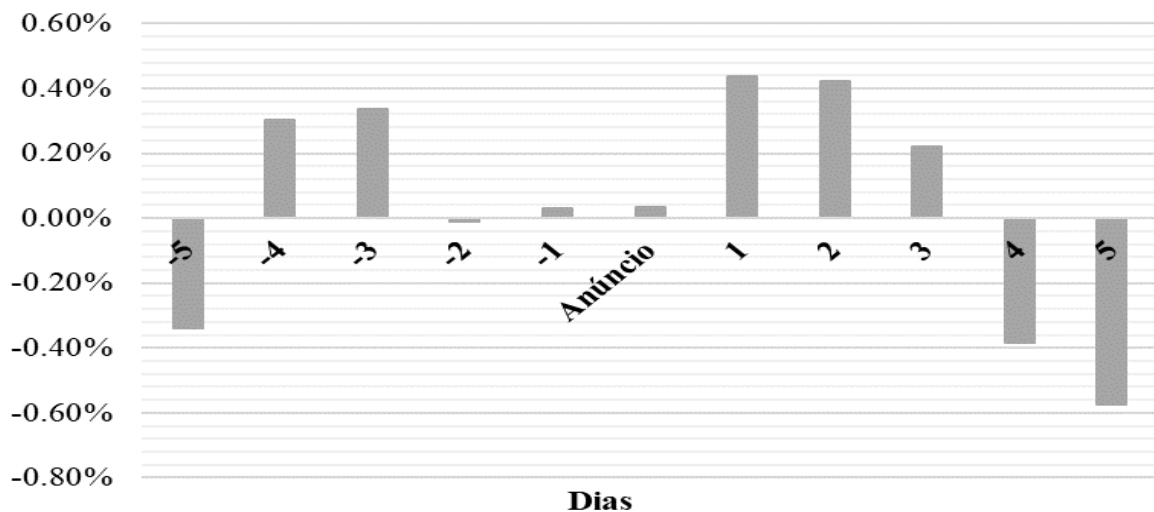
Figura 12 - Retornos Esperados e Retornos Atuais médios ao longo da janela de eventos



Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Na Figura 13 evidenciam-se os retornos anormais médios dos eventos em cada dia da janela de eventos. Observa-se, apesar da oscilação dos retornos anormais médios ao longo da janela de eventos, a presença de retornos anormais médios positivos tanto no período anterior, quanto no período posterior aos anúncios de distribuição de dividendos. Nos dias -4, -3, -1, 0 (anúncio), 1, 2 e 3 verifica-se a presença constante de retornos anormais médios positivos das ações, tornando evidente o impacto positivo dos anúncios nas cotações das ações nos dias mais próximos a estes. Em contrapartida, nos dias mais distantes do anúncio (-5, 4 e 5), notam-se retornos anormais médios negativos similares.

Figura 13 - Retornos anormais médios ao longo da janela de eventos



Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Para a avaliação da significância estatística dos retornos em questão, realizou-se o teste *T de Student* dos retornos anormais médios (considerando todos os eventos da amostra) em cada um dos dias pertencentes a janela de eventos. Logo, a um nível de significância de 5%, constatou-se na Tabela 4 que as médias dos retornos anormais nos dias anteriores e posteriores aos eventos não são significantes estatisticamente. Apenas nos dias -3 e 5 as médias dos retornos anormais caracterizaram-se como estatisticamente significativas.

Tabela 4 - Teste t dos Retornos Anormais ao longo da janela de eventos

(continua)

Dias	Médias dos Retornos Anormais	Pr (T > t)
-5	-0.34%	0.0868*
-4	0.30%	0.0981*
-3	0.33%	0.0268**
-2	-0.01%	0.9687

Tabela 4 - Teste t dos Retornos Anormais ao longo da janela de eventos (conclusão)

Dias	Médias dos Retornos Anormais	Pr (T > t)
-1	0.03%	0.8807
Anúncio	0.03%	0.7863
1	0.44%	0.0552*
2	0.42%	0.0619*
3	0.22%	0.2289
4	-0.38%	0.0526*
5	-0.57%	0.0013***

*Significância ao nível de 10%, ** Significância ao nível de 5%, *** Significância ao nível de 1%.

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Tais resultados corroboram os achados da pesquisa de Legenzova, Jurakovaite & Galinskaite (2017), na qual, por meio da análise e avaliação do impacto do anúncio de dividendos sobre os preços das ações de empresas Bálticas, verificou-se que apesar da existência de retornos anormais médios positivos ao longo da janela de eventos, estes não se caracterizaram como estatisticamente significativos. Os autores em questão destacam a possibilidade de tal insignificância estatística ter como consequência o tamanho e o desvio padrão dos retornos anormais da amostra.

Diante do exposto na Tabela 4, os dados não são suficientes para apoiar a hipótese alternativa de que a média dos retornos anormais no dia do anúncio é estatisticamente diferente de zero. Ou seja, a um nível de significância de 5%, verifica-se que não houve impacto significativo dos anúncios de pagamentos de dividendos nos preços das ações nos dias dos anúncios.

Cabe ressaltar que, dos 208 eventos da amostra, 12% (24 eventos) apresentaram retornos anormais medianos estatisticamente diferentes de zero (Tabela 5), a um nível de significância de 5%, enquanto 88% (184 eventos) não obtiveram retornos anormais medianos estatisticamente significativos. Tais resultados foram obtidos por meio da realização do teste de postos sinalizados de Wilcoxon (teste não paramétrico) para cada uma das janelas de eventos.

Tabela 5 - Anúncios de pagamento de dividendos com retornos anormais medianos estatisticamente significativos (continua)

Empresa	Código da Ação	Data do Anúncio	Retorno Anormal Mediano	z	Prob > z
Afluentes Transmissão de Energia Elétrica S.A.	AFLT3	15/09/2017	-0.17%	-2.09	0.0365
Banco Estado de Sergipe S.A. - BANESE	BGIP3	16/02/2017	0.03%	2.14	0.0323

Tabela 5 - Anúncios de pagamento de dividendos com retornos anormais medianos estatisticamente significativos (conclusão)

Empresa	Código da Ação	Data do Anúncio	Retorno Anormal Mediano	z	Prob > z
Banco Estado do Rio Grande do Sul S.A.	BRSR3	28/04/2017	-0.32%	-2.13	0.0329
BRB Banco de Brasília S.A.	BSLI3	23/03/2017	-0.08%	-2.96	0.0031
BRB Banco de Brasília S.A.	BSLI3	04/05/2017	-0.08%	-2.95	0.0032
BRB Banco de Brasília S.A.	BSLI4	23/03/2017	-0.28%	-2.94	0.0033
BRB Banco de Brasília S.A.	BSLI4	04/05/2017	-0.38%	-2.76	0.0058
Elektro redes S.A.	EKTR3	13/07/2016	0.20%	2.937	0.0033
Elektro redes S.A.	EKTR4	13/07/2016	0.18%	2.956	0.0031
Energisa S.A.	ENGI4	12/08/2016	-0.47%	-2.05	0.0409
Even Construtora e Incorporadora S.A.	EVEN3	05/05/2016	0.39%	2.09	0.0366
Klabin S.A.	KLBN4	31/01/2017	-0.41%	-2.05	0.0409
Cia Melhoramentos de São Paulo	MSPA3	22/08/2016	-0.46%	-2.94	0.0033
Cia Melhoramentos de São Paulo	MSPA3	20/04/2017	0.35%	2.936	0.0033
Cia Melhoramentos de São Paulo	MSPA3	20/04/2017	0.35%	2.936	0.0033
Cia Melhoramentos de São Paulo	MSPA4	22/08/2016	-0.22%	-2.4	0.0163
Monteiro Aranha S.A.	MOAR3	19/10/2017	0.24%	2.135	0.0328
Multiplus S.A.	MPLU3	03/11/2016	-0.96%	-2.18	0.0292
Nadir Figueiredo Indústria e Comércio S.A.	NAFG4	11/04/2017	-0.03%	-3.32	0.0009
Pettenati S.A Indústria Têxtil	PTNT3	27/10/2016	-0.05%	-2.96	0.0031
Pettenati S.A Indústria Têxtil	PTNT3	26/10/2017	-0.25%	-2.94	0.0033
Banco Santander (Brasil) S.A.	SANB3	28/12/2017	-0.49%	-2.27	0.0232
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A.	TAEE3	10/11/2017	0.93%	2.667	0.0076
CTEEP - Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista	TRPL3	16/06/2016	-0.35%	-2.76	0.0058

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Almejando-se o fornecimento de informações úteis capazes de viabilizar a escolha de ações para investimento, evidencia-se na Tabela 5 os anúncios de pagamento de dividendos, de ações da amostra da pesquisa, cujos retornos anormais medianos da janela de eventos apresentaram significância estatística. Observa-se que tais eventos correspondem a ações de 16 empresas, dentre as quais as empresas BRB Banco de Brasília S.A. e Cia Melhoramentos de São Paulo destacam-se com o maior número de eventos de ações com retornos anormais medianos estatisticamente significativos. Verifica-se ainda que, os retornos anormais medianos em questão variam de -0,96% a 0,93% e a maior frequência dos anúncios referentes a esses retornos ocorre no ano de 2017 (15 eventos) em comparação com 2016 (9 eventos).

Tendo em vista a dificuldade na determinação do momento exato em que o mercado recebe e reage às informações tocantes aos eventos analisados, mostra-se necessária a acumulação dos retornos anormais das ações com o intuito de avaliar a reação de suas cotações durante toda a janela de eventos (Camargos & Barbosa, 2003). Primeiramente acumulam-se os retornos anormais ao longo do tempo para apenas um evento e, posteriormente, considera-se a agregação dos retornos anormais ao longo do tempo em todos os eventos (Campbell et al., 1997).

Isto posto, analisando-se as médias dos retornos anormais acumulados no período anterior e posterior aos anúncios do pagamento de dividendos (Tabela 6), verifica-se a presença de retornos anormais acumulados médios positivos tanto antes (-5 a -1), quanto depois (+1 a +5) dos eventos. Considerando a janela de eventos de 11 dias, observa-se que o maior impacto dos anúncios de dividendos nas cotações das ações ocorre antes da ocorrência de tal evento, visto que a média dos retornos anormais acumulados neste período é de 0,32%.

Tabela 6 - Teste t dos Retornos Anormais Acumulados no período anterior e posterior ao evento

	RA Acumulado -5 a -1	RA Acumulado +1 a +5
Média	0.32%	0.13%
Desvio Padrão	0.0489	0.0710
Erro Padrão	0.0034	0.0049
t	0.9345	0.2576
Pr ($ T > t $)	0.3511	0.7969

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Os resultados da presente pesquisa corroboram os resultados de Khanal & Mishra (2017), os quais relacionam Retornos Anormais Acumulados Médios crescentes antes da data de anúncio de dividendos à especulação do mercado quanto a decisão da administração das empresas referentes aos dividendos. Os referidos autores elucidam que, mediante a resposta de investidores informados a tais especulações, há como consequência o aumento do preço das ações antes dos anúncios da distribuição dos dividendos.

Mediante os dados apresentados (Tabela 6) e a um nível de significância de 5%, constata-se ainda que as médias dos retornos anormais acumulados antes e depois dos anúncios do pagamento de dividendos não são estatisticamente diferentes de zero (Pr $|T| > |t|$ maiores que 5%). Desta forma, não é possível afirmar por meio dos retornos anormais acumulados a ocorrência de impactos estatisticamente significativos de tais anúncios nos preços das ações nos dias anteriores e posteriores a estes.

Ademais, analisando-se as médias dos retornos anormais médios e dos retornos anormais acumulados ao longo de todas as janelas de eventos da amostra da pesquisa (Tabela 7), constata-se que tais valores apresentaram sinais positivos, demonstrando o impacto favorável dos anúncios de distribuição de dividendos nos preços das ações. Ou seja, em média, os anúncios de dividendos das empresas da amostra provocaram retornos atuais médios, durante a janela de eventos, superiores aos retornos esperados médios em 0,04%. Logo, verifica-se que tais anúncios geraram, em média, 0,48% de retornos anormais acumulados em suas ações nos 11 dias da janela de eventos.

Tabela 7 - Retornos Anormais Médios e Retornos Anormais Acumulados ao longo da janela de eventos

	Retornos Anormais Médios	Retornos Anormais Acumulados
Média	0.04%	0.48%
Desvio Padrão	0.00799	0.0879
Erro Padrão	0.00055	0.00609
t	0.7842	0.7843
Pr (T > t)	0.4338	0.4338

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Entretanto, observa-se na Tabela 7 que, a um nível de significância de 5%, a média dos retornos anormais médios e dos retornos anormais acumulados ao longo das janelas de eventos não apresentam significância estatística, visto que não são estatisticamente diferentes de zero. Logo, não se pode afirmar que há impacto estatisticamente significativo dos anúncios de distribuição de dividendos nos preços das ações nos períodos próximos a estes. Mediante tais resultados, rejeita-se a primeira hipótese da pesquisa, *H1: O anúncio do pagamento de dividendos das empresas influencia o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao evento.*

Tais resultados se assemelham aos achados de Strøm (2013), no qual apesar da existência de retornos anormais em torno do anúncio de dividendos, verificou-se que os retornos anormais positivos resultantes de anúncios de aumentos de dividendos não apresentaram significância estatística. Bruni et al. (2003) sugerem que a inexistência de retornos anormais significativos indica a irrelevância ou antecipação da informação do anúncio de dividendos pelo mercado acionário.

4.3 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DO *DIVIDEND YIELD*, SETOR DE ATUAÇÃO E NÍVEL DE GOVERNANÇA NOS RETORNOS DAS AÇÕES

Tendo como intuito investigar a associação dos retornos anormais acumulados e de características específicas relacionadas aos eventos (anúncios do pagamento de dividendos), na presente pesquisa buscou-se identificar associações entre os retornos anormais acumulados e as variáveis *dividend yield*, setor de atuação e nível de governança das empresas componentes da amostra. Para avaliar as relações entre cada uma das variáveis independentes e os retornos anormais acumulados realizou-se primeiramente uma análise preliminar, considerando métodos separados para cada uma delas. Posteriormente, efetuou-se a análise conjunta de todas as variáveis por meio dos resultados do modelo de regressão linear misto (apresentado na seção 3.5).

4.3.1 *Dividend Yield*

Considerando-se que os *dividend yields* referentes a cada um dos anúncios de dividendos encontram-se dispostos no Apêndice A, evidencia-se na Tabela 8 as estatísticas descritivas da variável em questão. Em relação aos *dividend yields* calculados para cada anúncio de pagamento de dividendos da amostra, verifica-se que estes variam de 0,01% a 14,80%. Apesar dessa variação, em média, os dividendos anunciados e pagos pelas empresas representam 1,69% das cotações das ações (*dividend yield*).

Tabela 8 - Estatísticas descritivas da variável *dividend yield* por amostra e subamostras da pesquisa

	<i>Dividend Yield</i> (%)	RA acumulados mais altos	RA acumulados mais baixos
Média	1.69%	9.66%	-7.91%
Mediana	0.97%	7.01%	-6.75%
Desvio Padrão	0.0227	0.0717	0.0459
Máximo	14.80%	29.61%	-2.66%
Mínimo	0.01%	2.19%	-24.17%
Média <i>Dividend Yields</i>	-	1.99%	1.81%

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

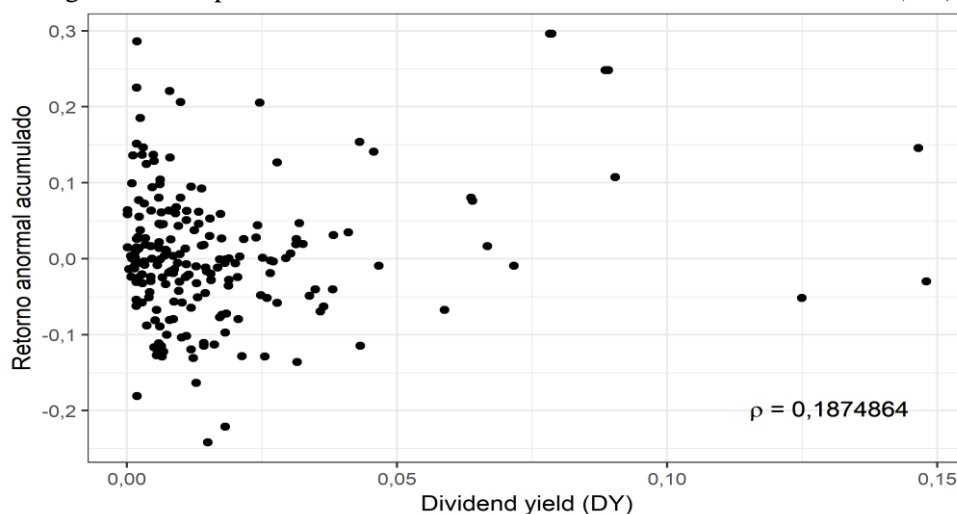
Ademais, é possível observar na Tabela 8 a subdivisão da amostra em eventos com retornos anormais acumulados mais altos e eventos com retornos anormais acumulados mais baixos. Tal categorização foi realizada por meio da classificação dos retornos anormais

acumulados do maior para o menor e, posteriormente, pela divisão do número de eventos em três partes: 70 maiores retornos anormais acumulados, 68 retornos anormais acumulados intermediários e, 70 menores retornos anormais acumulados.

Comparando-se as médias dos *dividend yields* correspondentes a cada um dos referidos grupos, nota-se que eventos com maiores retornos anormais acumulados apresentam, em média, *dividend yields* superiores em comparação aos eventos com menores retornos anormais acumulados (Tabela 8). Por um lado, os maiores retornos anormais acumulados da amostra da pesquisa decorreram de eventos cujos dividendos anunciados e pagos representaram em média 1,99% das cotações das ações (*dividend yield*). Em contrapartida, os menores retornos anormais acumulados identificados na pesquisa resultam de eventos cujos dividendos anunciados e pagos representaram em média 1,81% dos preços das ações (*dividend yield*).

Em relação a variável numérica referente aos *dividend yields* dos anúncios de pagamento de dividendos, utilizou-se o coeficiente de correlação de Pearson (1896) com a finalidade de identificar uma relação entre tal variável e os retornos anormais acumulados das ações. O coeficiente r de Pearson (1896) varia no intervalo de (-1, 1). O sinal indica a direção da correlação, inversa (negativa) ou direta (positiva), enquanto o valor indica a força da correlação. Quanto mais próximo o coeficiente estiver de -1 ou 1, mais forte é a correlação entre as variáveis. Por outro lado, se a correlação for igual a zero, não existe relação entre as variáveis em estudo.

Figura 14 - Diagrama de dispersão entre retorno anormal acumulado e *Dividend Yield (DY)*



Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Analisando-se o diagrama de dispersão entre retornos anormais acumulados e a variável *dividend yield* (Figura 14) verifica-se que, no que tange ao comportamento do *dividend yield*

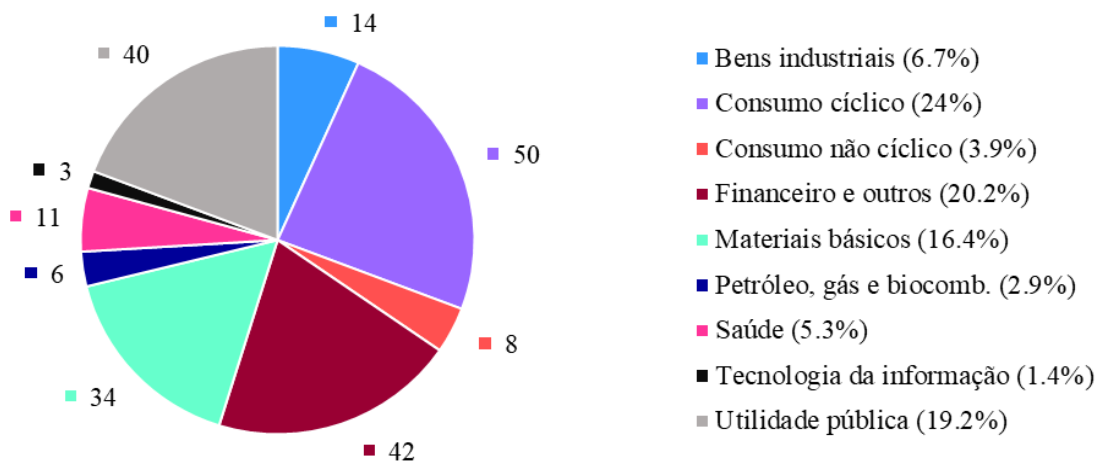
em relação ao retorno anormal acumulado em cada um dos eventos, não parece haver uma associação linear muito forte e clara entre as variáveis. Nota-se que o coeficiente de correlação de Pearson concorda com essa hipótese ($p = 0,188$), indicando que, embora haja uma relação direta (positiva), onde o acréscimo de uma variável implica no acréscimo da outra, não há muita força nessa relação.

4.3.2 Setor de Atuação e Nível de Governança

Conforme disposto anteriormente, a amostra da presente pesquisa é composta por 208 anúncios de pagamento de dividendos de ações, negociadas na B3, referentes a 76 empresas. O Apêndice B apresenta a classificação das referidas empresas por setor de atuação e níveis de governança, em conformidade com a categorização evidenciada pela B3.

Nota-se na Figura 15 que a maior parte dos anúncios de pagamentos de dividendos analisados na pesquisa (50 eventos; 24%) referem-se a ações de empresas pertencentes ao setor Consumo cíclico, seguido pelo setor Financeiro e outros (42 eventos; 20,2%) e, pelo setor Utilidade pública (40 eventos; 19,2%). Conforme informações dispostas no site da B3, o setor Consumo cíclico abrange desde empresas de diversos segmentos, tais como viagens e lazer; construção civil; utilidades domésticas; tecidos, vestuário e calçados; serviços educacionais; e madeira e papel. No setor Financeiro e outros, além dos bancos, são classificadas companhias de serviços financeiros diversos. Por fim, destacam-se no setor de Utilidade pública empresas de energia elétrica.

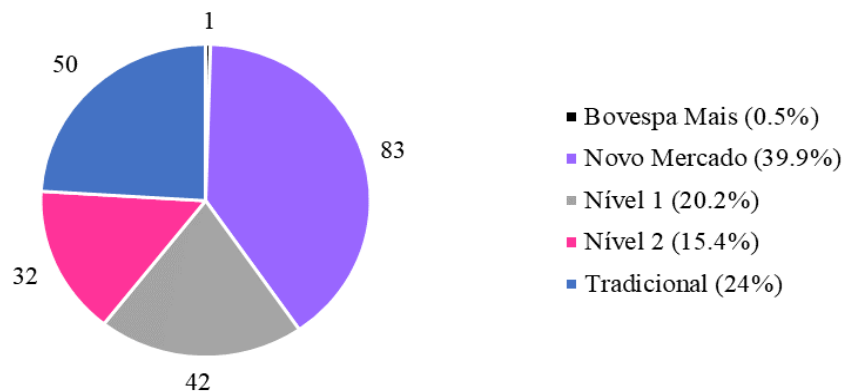
Figura 15 - Gráfico de distribuição dos eventos por setor de atuação das empresas



Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Ademais, observa-se que as 76 empresas da amostra da pesquisa classificam-se em cinco níveis de governança da B3: Bovespa Mais, Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Tradicional (Figura 16). Companhias classificadas no segmento de listagem Novo Mercado destacam-se pelo número de anúncios de pagamento de dividendos (83 eventos), representando 39,9% da amostra. Tal nível de governança é seguido pelo segmento Tradicional (24%) e Nível 1 (15,4%), com 50 e 42 eventos respectivamente.

Figura 16 - Gráfico de distribuição dos eventos por nível de governança das empresas



Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Em relação as variáveis indicadoras dos setores de atuação e níveis de governança das empresas, utilizou-se a análise de variância de 1 fator (ANOVA) para a comparação das médias de retornos anormais acumulados entre os grupos. Isto posto, evidenciam-se na Tabela 9 medidas descritivas dos retornos anormais acumulados, dos anúncios de pagamento de dividendos, conforme setor e resultados da ANOVA.

Tabela 9 - Medidas descritivas do retorno anormal acumulado conforme setor e resultados da ANOVA a um fator com teste *post-hoc* de Tukey

Setor	Retorno Anormal Acumulado					Valor p
	Média	Mediana	DP	Mínimo	Máximo	
Bens industriais	-1.6% (a)	-2.8%	0.09	-13.6%	22.1%	0,2058
Consumo cíclico	3.2% (a)	0.4%	0.11	-22.1%	29.6%	
Consumo não cíclico	0.8% (a)	-0.2%	0.05	-4.2%	10.7%	
Financeiro e outros	-0.8% (a)	-0.9%	0.08	-18.1%	28.6%	
Materiais básicos	1.9% (a)	1.3%	0.09	-24.2%	22.5%	
Petróleo, gás e biocombustível	0.2% (a)	-0.5%	0.05	-6.4%	6.3%	
Saúde	-3.6% (a)	-2.5%	0.05	-11.4%	3.0%	
Tecnologia da informação	-0.8% (a)	5.8%	0.13	-16.4%	8.0%	
Utilidade pública	-1.0% (a)	-0.01%	0.06	-12.8%	14.6%	

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Analisando-se a variação nos retornos anormais acumulados de eventos de empresas de diferentes setores, nota-se que o maior retorno anormal acumulado da amostra refere-se ao anúncio de pagamento de dividendos de empresa classificada no setor Consumo cíclico (29,6%). Em contrapartida, o menor retorno anormal acumulado identificado na pesquisa pertence a empresa classificada no setor Materiais básicos (-24,2%).

Em relação às médias dos retornos anormais acumulados, os setores Consumo cíclico e Materiais básicos destacam-se com as maiores médias da amostra, 3,2% e 1,9% respectivamente. Convém ressaltar que, apesar do setor Materiais básicos abranger a companhia com menor retorno anormal acumulado em um evento, este apresenta a segunda maior média de retornos anormais acumulados em comparação com demais setores. Em compensação, os setores Saúde e Bens industriais se sobressaem com as menores médias de retornos anormais acumulados, -3,6% e -1,6% respectivamente. Apesar das diferenças sutis entre as médias, não foi possível verificar diferença significativa entre elas a partir da ANOVA (valor $p = 0,2058$), visto que o valor p é maior que 5%. Logo, a 5% de significância, não é possível apoiar a hipótese alternativa de que as médias de retornos anormais acumulados são diferentes para ações de empresas de diferentes setores.

Além disso, encontram-se dispostas na Tabela 10 medidas descritivas dos retornos anormais acumulados, dos anúncios de pagamento de dividendos, conforme nível de governança e resultados da ANOVA.

Tabela 10 - Medidas descritivas do retorno anormal acumulado conforme nível de governança e resultados da ANOVA a um fator com teste *post-hoc* de Tukey

Nível de Governança	Retorno Anormal Acumulado					Valor p
	Média	Mediana	DP	Mínimo	Máximo	
Bovespa Mais	-13.1% (-)	-13.1%	-	-13.1%	-13.1%	0,1457
Nível 1	0.8% (a)	-0.6%	0.07	-18.1%	22.5%	
Nível 2	-1.2% (a)	-0.9%	0.08	-12.7%	13.7%	
Novo Mercado	-0.1% (a)	-0.3%	0.08	-22.1%	20.6%	
Tradicional	2.6% (a)	-0.04%	0.11	-24.2%	29.6%	

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Avaliando-se a variação nos retornos anormais acumulados de eventos relativos a empresas de diferentes níveis de governança, verifica-se que o anúncio de pagamento de dividendos com o maior retorno anormal acumulado da amostra pertence a empresa participante do segmento de listagem Tradicional (29,6%). De forma oposta, o nível de governança em questão abrange ainda a empresa com o menor retorno anormal acumulado, em um evento, identificado na amostra da pesquisa (-24,2%).

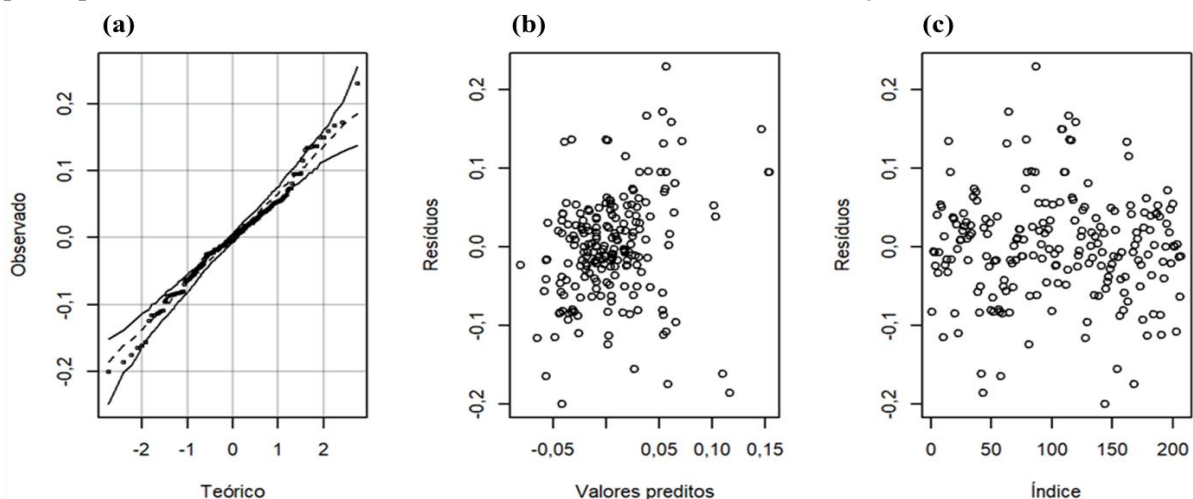
No tocante as médias dos retornos anormais acumulados de eventos de companhias de diferentes níveis de governança, destaca-se o segmento de listagem Tradicional com a maior média de retorno anormal acumulado em um anúncio de pagamento de dividendos (2,6%), seguido pelo nível de governança Nível 1 (0,8%). Em contrapartida, os níveis de governança Bovespa Mais e Nível 2 evidenciam as menores médias de retornos anormais acumulados de eventos, -13,1% e -1,2%. Apesar das diferenças entre as médias, nota-se, por meio da ANOVA, que não houve evidência de diferença significativa entre os grupos considerados (valor $p = 0,1457$), visto que o valor p é maior que 5%. Dessa forma, a 5% de significância, não é possível apoiar a hipótese alternativa de que as médias de retornos anormais acumulados são diferentes para ações de empresas de diferentes níveis de governança.

4.3.3 Resultados e análises do modelo de regressão linear misto

Tendo em vista a análise da influência das variáveis *Dividend Yield*, Setor de Atuação e Nível de Governança nos retornos anormais acumulados, nos períodos próximos à data de anúncio do pagamento de dividendos, utilizou-se como ferramenta a regressão linear mista.

Anteriormente às análises dos resultados da regressão, torna-se necessária a observação dos pressupostos estatísticos do modelo de regressão. Conforme disposto anteriormente, é fundamental que a distribuição dos resíduos da regressão aproxime-se da distribuição normal, ou seja, que apresente curva de distribuição com o formato de sino, média 0 e desvio padrão 1, que estes sejam homocedásticos e não apresentem autocorrelação. Isto posto, a Figura 17 evidencia os gráficos de adequação dos dados a tais pressupostos.

Figura 17 - Gráficos de avaliação dos resíduos do modelo linear misto, utilizado no estudo, aos pressupostos de (a) normalidade, (b) homocedasticidade e (c) autocorrelação.



Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Logo, nota-se que a distribuição dos resíduos se aproxima da distribuição normal (a), visto que quase a totalidade dos pontos de resíduos encontram-se localizados dentro das bandas de 95% de confiança. Em relação à homocedasticidade (b), verifica-se não parecem haver comportamentos preocupantes nos resíduos, sendo distribuídos em uma nuvem de pontos, além de que parecem estar limitados a uma mesma amplitude independente dos valores preditos. Quanto a autocorrelação dos resíduos da regressão (c), ordenados pela data do anúncio da ação, nota-se também a ausência de indícios de tendência em sua distribuição.

Avaliando-se ainda a estatística VIF (a qual calcula os Fatores de Inflação da Variância), é possível confirmar a ausência da multicolinearidade. Nota-se que nenhuma das variáveis independentes apresentaram VIFs superiores a 5 (*dividend yield*: 1,06; nível de governança: 1,14; e, setor de atuação: 1,05), o qual consiste em ponto de corte para a existência de uma maior relação linear entre as variáveis explicativas, resultando em problemas de multicolinearidade no modelo. Isto posto, é notável que os pressupostos do modelo utilizado são aceitáveis, não havendo indícios de violação dos mesmos.

Analisando todas as variáveis de forma conjunta a partir de um modelo linear misto (Tabela 11), torna-se possível a verificação de influência significativa de cada variável nos retornos anormais acumulados nas janelas de eventos de cada anúncio de pagamento de dividendos da amostra.

Tabela 11 - Resultados do teste F para o modelo linear misto

Termo	F	Valor p
Intercepto	0,001	0,9756
<i>Dividend yield</i>	5,600	0,0194*
Nível de governança	0,722	0,5801
Setor	0,756	0,6424

* Valor $p < 0,05$

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

Por meio dos resultados expostos na Tabela 11 nota-se que, considerando o modelo com todas as variáveis do estudo presentes, apenas a variável *dividend yield* apresentou significância estatística (valor $p = 0,0194$), a um nível de significância de 5%. Considerando-se que a estimativa do coeficiente da referida variável é igual a 0,64, com erro padrão de 0,32, verifica-se que a cada acréscimo de unidade de *dividend yield*, espera-se aumentar 0,64 no retorno anormal acumulado mantendo as outras covariáveis fixas.

Dessa forma, constata-se que existe influência significativa positiva do *dividend yield* nos retornos anormais acumulados das ações nos períodos próximos a data de anúncio do

pagamento de dividendos. Por outro lado, não foi possível verificar significância estatística na influência das outras duas variáveis independentes (setor de atuação e nível de governança) nos retornos anormais das ações nos períodos próximos a data de anúncio de pagamento de dividendos, visto que os valores de p foram superiores a 5%.

Tais resultados mostram-se em conformidade com os achados de Novis Neto (2002), no qual constatou-se a relação direta positiva entre o *dividend yield* e os retornos anormais acumulados de ações brasileiras no período posterior ao anúncio de dividendos, indicando que quanto maior o *dividend yield*, maiores retornos anormais acumulados são obtidos pelas ações. Os resultados em questão corroboram ainda os achados da pesquisa de Silva et al. (2016) em que o nível de governança não apresentou influência significativa nos retornos anormais das ações no período próximo ao anúncio de dividendos.

Ademais, ressalta-se que O R^2 condicional do modelo linear misto ajustado, o qual representa a variância explicada pelo modelo inteiro, incluído os efeitos fixos e aleatórios, foi de 0,348. Desta forma, constata-se que 34,8% das variações nos retornos anormais acumulados da amostra decorrem da influência das variáveis *dividend yield*, setor de atuação e nível de governança.

4.4 INFLUÊNCIA DO ANÚNCIO DE PAGAMENTO DE DIVIDENDOS, DO *DIVIDEND YIELD*, SETOR DE ATUAÇÃO E NÍVEL DE GOVERNANÇA NOS RETORNOS ANORMAIS DAS AÇÕES

A síntese das hipóteses testadas na pesquisa e seus respectivos resultados encontram-se dispostas na Figura 18.

Figura 18 - Resultados das hipóteses da pesquisa

Hipótese	Descrição	Resultados
H1	O anúncio do pagamento de dividendos das empresas influencia o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao evento	Rejeitada
H2	O <i>dividend yield</i> das ações influencia o retorno anormal das mesmas nos períodos próximos ao anúncio de dividendos.	Não rejeitada
H3	O setor de atividade das empresas influencia o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao anúncio de dividendos.	Rejeitada
H4	O nível de governança das empresas influencia o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao anúncio de dividendos.	Rejeitada

Fonte: Elaborado pela autora (2019).

A hipótese 1 testa se o anúncio de pagamento de dividendos das empresas é capaz de influenciar o retorno anormal das ações nos períodos próximos a tal evento. Considerando que o impacto do evento nas cotações das ações é mensurado por meio dos retornos anormais (Campbell et al., 1997), constatou-se primeiramente o impacto do anúncio de pagamento de dividendos nos preços das ações apenas nos dias -3 e +5 em relação ao anúncio, devido a presença de retornos anormais médios estatisticamente significativos nos mesmos.

Enquanto no período anterior ao anúncio do pagamento de dividendos (dia -3) o impacto significativo do evento nos preços das ações caracterizou-se como positivo, no período posterior a este (dia +5), o impacto do anúncio configurou-se como negativo. Uma explicação para tais resultados é fornecida Hernandez e Aas-Lyngby (2017), segundo os quais a presença de retornos anormais acumulados médios crescentes e positivos antes do dia do anúncio decorre de um ruído comportamental em razão de expectativas de investidores ou do vazamento de informações ao mercado. Kumar (2017) destaca que, retornos anormais positivos e significativos das ações antes do anúncio de dividendos pelas empresas indicam o recebimento antecipado de informações por alguns investidores, possibilitando a obtenção de tais retornos anormais.

Os anúncios de dividendos são capazes de transmitir ao mercado acionário informações novas e significativas (Pettit, 1972). Logo, Miller e Modigliani (1961) explicam que o conteúdo informacional dos dividendos se coloca como causa de mudanças nos preços de mercado das empresas, visto que alterações nos dividendos são interpretadas por investidores como mudanças na visão da administração das empresas sobre perspectivas futuras de lucros da mesma. De acordo com Brzeszczyński e Gajdka (2007), devido ao fato dos dividendos se constituírem como uma forma dispendiosa de comunicar informações aos investidores, entende-se que apenas empresas lucrativas e com perspectivas de lucros pagam dividendos superiores as demais organizações.

Dessa forma, os dividendos anunciados transmitem informações capazes de serem utilizadas por investidores como fundamento para suas decisões de investimento (Cavalcanti Neto, 2008). Hartzmark e Solomon (2013) elucidam que, diante dessas informações, caso o número de investidores interessados nos dividendos anunciados seja maior do que o número de investidores desinteressados, há o conseqüente aumento do preço das ações devido ao excesso de demanda e, vice-versa.

Em contrapartida, Hernandez e Aas-Lyngby (2017) explicam que o declínio nos retornos anormais acumulados médios no período seguinte ao anúncio, devido a estabilização e tendência decrescente dos preços das ações, indica que a reação exagerada dos investidores

às informações tocantes aos dividendos é seguida pela conseqüente correção do mercado acionário.

Devido à complexidade na determinação do momento pontual em que o mercado acionário recebe e reage as informações referentes ao anúncio de pagamento de dividendos, realiza-se a acumulação dos retornos anormais ao longo da janela de eventos (Camargos & Barbosa, 2003). Isto posto, verificou-se o impacto positivo, porém não significativo, dos anúncios nos preços das ações no período anterior e posterior a estes eventos.

A hipótese 1 da pesquisa foi rejeitada em decorrência da inexistência de influência significativa dos anúncios de pagamento de dividendos nos preços das ações, considerando-se os retornos anormais médios e acumulados ao longo de toda janela de eventos. Uma explicação para tais resultados pode ser apoiada nos argumentos de Mrzyglód e Nowak (2017). De acordo com tais autoras, a presença de retornos anormais médios insignificantes, considerando toda a janela de eventos (apesar de retornos anormais significativos em dias específicos), indica que o impacto do anúncio de dividendos é refletido imediatamente nos preços das ações. Dessa forma, entende-se que as cotações das ações absorveram de forma imediata as informações disseminadas por meio do anúncio de pagamento de dividendos (Mrzyglód & Nowak, 2017).

A hipótese 2 da pesquisa avaliou se o *dividend yield* das ações exerce influência sobre o retorno anormal das mesmas nos períodos próximos ao anúncio de pagamento de dividendos. O *dividend yield* (rendimento de dividendo) consiste em um índice utilizado na mensuração da rentabilidade dos dividendos de uma organização em relação às cotações de suas ações (Gomes 2012). Por meio da análise do *dividend yield* é possível identificar o percentual do preço de uma ação recebido pelo investidor sob a forma de dividendos. Ou seja, o *dividend yield* representa o retorno em dividendo obtido pelos investidores (Legat, 2004).

Os resultados da pesquisa indicaram que os retornos anormais acumulados mais altos decorrem de anúncios de pagamento de dividendos de ações com maiores *dividend yields*. Ou seja, verificou-se que retornos anormais acumulados maiores podem ser alcançados em ações de empresas que distribuem maiores percentuais do preço da ação sob a forma de dividendos, em comparação às ações com menores *dividend yields* da amostra.

Considerando que os dividendos se qualificam como um dos dados corporativos observados e analisados pelo mercado, estratégias de investimento fundamentadas em dividendos despertam interesse de participantes do mercado acionário (Brzezyczyński & Gajdka, 2007). Diante do pressuposto de que elevados *dividend yields* são capazes de oferecer melhores oportunidades de retorno, Bueno (2000) destaca que é comum a utilização do *dividend yield* como estratégia para a seleção de ações para investimento. De acordo com Reis (2006),

estratégias de investimento que utilizam o *dividend yield* como medida para a seleção de ações são caracterizadas pela simplicidade e habilidade de superar o desempenho de índices de mercado.

Ademais, os resultados dos testes empíricos apresentados na seção 4.3 evidenciam a correlação positiva entre os retornos anormais acumulados nas janelas de eventos e os *dividend yields* das ações calculados para cada anúncio de pagamento de dividendos. Dessa forma, observa-se que o aumento do *dividend yield* tem como consequência o aumento nesses retornos anormais acumulados. Tal constatação pode ser confirmada por meio dos resultados do modelo de regressão linear misto. Logo, a hipótese 2 da pesquisa suporta a tese de que há influência positiva do *dividend yield* nos retornos anormais das ações nos períodos próximos ao anúncio de pagamento de dividendos.

Tendo em vista a preferência e demanda dos investidores por ações de empresas que distribuem maiores dividendos, organizações com elevados *dividend yields* são capazes de obter retornos mais altos que as demais empresas (Hartzmark & Solomon, 2013). Investidores tendem a pagar preços mais altos por ações de empresas que pagam maiores dividendos, tornando possível a associação entre anúncios de dividendos e a valorização das cotações das ações (Brzeszczyński & Gajdka, 2007).

Além disso, no presente estudo, por meio da hipótese 3 verificou-se a possibilidade de os setores de atividade das empresas influenciar o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao anúncio de dividendos. Mediante diferenças nas necessidades de recursos e possibilidades de financiamento de organizações de setores distintos, Heineberg e Procionoy (2003) destacam a possibilidade de o setor de atuação das empresas influenciar a política de dividendos das mesmas. Os referidos autores elucidam que empresas de setores com maiores necessidades de recursos utilizam seus lucros no financiamento de investimentos, impactando a distribuição destes como dividendos aos acionistas.

Ressalta-se que, por meio de testes preliminares e do modelo de regressão linear misto foram identificadas diferenças entre os retornos anormais acumulados médios em eventos de ações de empresas pertencentes a diferentes setores, porém tais diferenças se caracterizaram como estatisticamente insignificantes na presente pesquisa. Diante de tais resultados a hipótese 3 da pesquisa foi rejeitada, indicando que o setor de atuação de empresas listadas na bolsa de valores brasileira (B3) não exerce influência no retorno anormal de suas ações nos períodos próximos ao anúncio de dividendos.

Por fim, a hipótese 4 da pesquisa testou se o nível de governança das empresas é capaz de influenciar o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao anúncio de dividendos.

Tendo em vista o conflito de agência existente em um contexto caracterizado pela separação da propriedade e controle corporativo, Brzeszczyński e Gajdka (2007) ressaltam a possibilidade da distribuição de dividendos por uma empresa contribuir para a atenuação de tal conflito. Considerando que os dividendos transmitem informações sobre a situação da companhia ao mercado, é possível que estes reduzam a assimetria informacional, contribuindo para a valorização do valor da empresa (Novis Neto, 2002).

Diante da existência de assimetria informacional entre investidores e administradores das empresas, os níveis de governança corporativa se colocam como mecanismos de alinhamento de tais interesses. Logo, entende-se que empresas de diferentes níveis de governança tendem a apresentar ações melhor avaliadas pelo mercado em comparação às demais organizações (Silveira, 2002).

Por meio da análise de variância de 1 fator (ANOVA) e dos resultados do modelo de regressão linear misto constatou-se que, apesar de existirem diferenças entre os retornos anormais acumulados médios em eventos de ações de empresas participantes de diferentes níveis de governança, essas diferenças não apresentaram significância estatística. Logo, rejeita-se a hipótese 4 da pesquisa de que o nível de governança das empresas influencia o retorno anormal das ações nos períodos próximos ao anúncio de dividendos. Tal constatação pode ser explicada por Vieira e Raposo (2007), a qual destaca a possibilidade de retornos anormais acumulados insignificantes, nos períodos próximos ao anúncio de dividendos, decorrerem de baixos níveis de assimetria de informações.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante dos pressupostos contrários das teorias da Relevância dos Dividendos (Gordon, 1959; 1963; Lintner, 1956; 1962) e Irrelevância dos Dividendos (Miller & Modigliani, 1958; 1961), o presente estudo teve como intuito verificar o comportamento dos preços das ações em relação ao anúncio da distribuição de dividendos das empresas, listadas na bolsa de valores do país (B3), que distribuíram dividendos nos anos de 2016 e 2017. As análises da amostra da pesquisa, composta por 208 eventos do anúncio de pagamento de dividendos, fundamentaram-se na metodologia do estudo de eventos, análises explanatórias e, posteriormente, no modelo proposto de regressão linear misto.

Considerando que os retornos anormais das ações referem-se a forma de mensuração do impacto do evento (anúncio de pagamento de dividendos) nos preços das ações, tornou-se possível a identificação de tais influências de forma diária e total em relação aos períodos próximos a cada um dos anúncios. Parte das evidências empíricas da pesquisa são consistentes com os pressupostos das teorias da Relevância e Sinalização dos Dividendos, visto que o impacto significativo do anúncio de dividendos nos preços das ações foi verificado em dois dias próximos a tal anúncio (dias -3 e +5).

Infere-se que o vazamento de informações ao mercado, no período antecedente ao anúncio de pagamento de dividendos, possibilitou a obtenção, em média, no dia -3, de retornos atuais positivos das ações superiores aos retornos esperados caso tal evento não ocorresse. Depreende-se que a expectativa de determinados investidores por anúncios de dividendos teve como consequência o aumento da demanda por ações, possibilitando a elevação dos preços das mesmas e a obtenção de retornos anormais positivos. Consequentemente, observa-se que na data de anúncio de dividendos (dia 0), em média, as organizações obtiveram retornos anormais positivos, porém insignificantes.

Diante da reação antecipada do mercado, verificou-se no período posterior ao anúncio de dividendos o declínio do impacto do evento nos preços das ações. Entende-se que a estabilização e tendência decrescente dos preços das ações, em tal período, teve como resultado, em média, retornos anormais negativos significantes no dia -5, refletindo a adequação do mercado à normalidade (retornos atuais inferiores aos retornos normais/esperados).

Analisando-se o impacto médio e acumulado dos anúncios de dividendos nos preços das ações, ao longo de toda a janela de eventos, constatou-se a insignificância de tais retornos anormais. Tais evidências indicam a inexistência de influência do anúncio de pagamento de dividendos nas cotações das empresas, rejeitando-se a hipótese 1 da pesquisa, corroborando

com os pressupostos da Teoria da Irrelevância dos Dividendos. Deduz-se que há o impacto imediato do anúncio de dividendos nos preços das ações da amostra, impossibilitando, de modo geral, a existência de média significativa dos retornos anormais médios e acumulados.

Apesar de tal constatação, ressalta-se que em 24 eventos da amostra (anúncio de pagamento de dividendos) foram identificados retornos anormais medianos significativos, considerando toda a janela de eventos. Tais evidências demonstram que 16 empresas obtiveram impacto mediano significativo do anúncio em questão nas cotações de suas ações, no período próximo ao evento.

Em relação a influência do *dividend yield* nos retornos anormais das ações, verificou-se por meio dos resultados da pesquisa que os maiores retornos anormais acumulados da amostra foram identificados em anúncios de pagamento de dividendos com média de *dividend yield* superior aos demais. Logo, o aumento no *dividend yield* resultou em um aumento nos retornos anormais acumulados nos períodos próximos ao anúncio de dividendos.

Diante do exposto, conclui-se que o *dividend yield* influencia positivamente o retorno anormal acumulado das ações nos períodos próximos ao anúncio de pagamento de dividendos. Ou seja, quanto maior o percentual do preço da ação distribuído sob a forma de dividendos (*dividend yield*), maiores foram os retornos anormais acumulados das ações no período em questão. Sugere-se que devido a demanda e preferência dos investidores por ações de empresas que distribuem maiores dividendos em relação às demais, ações com elevados *dividend yields* são capazes de obter retornos anormais acumulados superiores, em comparação com outras ações, nos períodos próximos aos anúncios de pagamento de dividendos.

No tocante ao impacto do setor de atuação nos retornos anormais das ações em dias próximos aos anúncios de pagamento de dividendos, constatou-se a existência de diferenças entre os retornos anormais acumulados médios em ações de empresas classificadas em diferentes setores. Entretanto, as características das empresas correspondentes a cada um dos setores não foram capazes de originar, de forma significativa, médias de retornos anormais acumulados (nos períodos próximos ao anúncio de dividendos) diferentes em comparação às empresas de demais setores. Isto posto, rejeitou-se a hipótese de que o setor de atuação das empresas influencia o retorno anormal acumulado de suas ações, nos períodos próximos ao anúncio de pagamento de dividendos.

Ademais, as evidências empíricas da pesquisa apontam que existem diferenças entre as médias de retornos anormais acumulados em eventos de empresas classificadas em níveis de governança distintos. Entretanto, não foi possível constatar que empresas de níveis distintos de governança corporativa tendem a apresentar retornos anormais acumulados, nos períodos

próximos ao anúncio de dividendos, superiores as empresas dos demais níveis. Diante das diferenças insignificantes entre as médias dos retornos anormais acumulados em questão, a hipótese de que o nível de governança das empresas é capaz de influenciar o retorno anormal das ações, nos períodos próximos ao anúncio de pagamento de dividendos, é rejeitada.

Como contribuição teórica, a presente pesquisa preenche a lacuna na literatura nacional em relação a verificação do comportamento dos preços das ações em relação ao anúncio do pagamento de dividendos das empresas, utilizando-se como fundamentação a data em que as empresas anunciaram de fato tal pagamento. Dessa forma, a pesquisa se diferencia dos estudos anteriores ao utilizar efetivamente a data de anúncio do pagamento de dividendos pelas empresas como base para o tratamento e análise dos dados; e, ao verificar a influência do *dividend yield*, setor de atuação e nível de governança nos retornos anormais das ações nos períodos próximos ao anúncio em questão.

Em relação às contribuições práticas, a pesquisa fornece evidências sobre o impacto dos anúncios do pagamento de dividendos nos retornos anormais das ações em dias próximos ao evento. Essas evidências podem ser úteis para diversos profissionais, tais como investidores, gestores de fundos de investimentos, conselheiros de empresas e demais interessados no processo de seleção de ações para investimentos. Dessa forma, informações sobre retornos anormais diários e totais das ações, em períodos anteriores e posteriores ao anúncio de dividendos, referentes a empresas de diferentes setores de atuação, níveis de governança e com diferentes *dividend yields*, podem ser utilizadas pelas partes interessadas para viabilizar a escolha de ações para investimento.

Cabe ressaltar que a presente pesquisa apresenta limitações. As evidências empíricas sobre o impacto do anúncio do pagamento de dividendos e de demais variáveis nos retornos anormais das ações foram obtidas no estudo por meio de amostra constituída por 208 eventos (anúncios de dividendos), referentes às ações de 76 empresas que se adequaram aos critérios estabelecidos na pesquisa e distribuíram dividendos nos anos de 2016 e 2017. Por conseguinte, as interpretações dos resultados limitam-se a tais organizações e ao período de análise, impossibilitando a generalização das constatações para a população.

Sugere-se para pesquisas futuras a expansão do período de análise e, conseqüentemente, do número de anúncios de pagamento de dividendos, possibilitando que o impacto do evento em questão nas cotações das ações seja verificado em demais empresas. Em contrapartida, recomenda-se ainda estudos de caso em empresas que distribuem dividendos, com o intuito de investigar a relação entre anúncio de dividendos e preços das ações de forma contínua e detalhada.

Além disso, em relação às análises dos fatores que alteram o impacto do anúncio do pagamento de dividendos nos preços das ações, influenciando os retornos anormais das ações nos períodos próximos ao evento, a pesquisa limita-se as variáveis *dividend yield*, setor de atuação e nível de governança das empresas. Dessa forma, sugere-se para pesquisas futuras a verificação da influência de outros fatores na relação em questão, possibilitando o fornecimento de novas explicações ao comportamento do mercado acionário em períodos próximos ao anúncio de pagamento de dividendos.

REFERÊNCIAS

- Abbasi, E., Ebrahimzadeh, B., & Mohammadzadeh, A. (2014). The effects of stock dividend on stock return in Tehran stock exchange. *Hyperion Economic Journal*, 2(2), 11-16. Recuperado de: <https://hej.hyperion.ro/issues-2014/vol-2-issue-2-2014/16-hej-volume-2-issue-2-2014/75-the-effects-of-stock-dividend-on-stock-return-in-tehran-stock-exchange>
- Alencar, V. B., Almeida, R. S. G., Araújo Neto, L. M., Amaral, M. R., & Matos, E. B. S. (2012). Dividend yield: IGC versus IBOV. *Revista Eletrônica do Alto Vale do Itajaí*, 1(1), 1-11. Recuperado de: <http://www.revistas.udesc.br/index.php/reavi/article/view/2635>
- Alex, D., & Latheef, N. (2017). Accounting information, dividend announcement and ex-dividend effects on stock returns – evidence from Indian market. *SSRG International Journal of Economics and Management Studies*, 4(1), 1-9. DOI: 10.14445/23939125/IJEMS-V4I1P101
- Ali, A., Jan, F. A., & Sharif, I. (2015). Effect of dividend policy on stock prices. *Business & Management Studies: An International Journal*, 3(1), 56-87. DOI: <http://dx.doi.org/10.15295/bmij.v3i1.101>
- Assaf Neto, A. (2007). *Finanças corporativas e valor*. (3. ed.). São Paulo: Atlas.
- B3. (2018). Paulo. Recuperado de: http://www.b3.com.br/pt_br/
- Benninga, S. (2014). *Financial Modeling*. (4. ed.). Cambridge: The MIT Press.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270. DOI: 10.2307/3003330
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1, 1-22. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(74\)90006-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(74)90006-3)
- Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Ehrhardt, M. C. (2001). *Administração financeira: teoria e prática*. (A. L. G. Alcântara & J. N. A. Salazar, Trad.). São Paulo: Atlas.
- Broberg, M., & Lindh, K. (2012). Dividend-yield, an indicator for successful trading? A study of dividend-yield’s impact on total stock return on the Swedish stock market. *Umeå School of Business and Economics*, pp. 1-100. Recuperado de: <http://www.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2%3A559320&dswid=-809>
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90002-1)
- Bruni, A., Firmino, A., Gama, A., & Famá, R. (2003). O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre o preço das ações. *Anais do III Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, Brasil, 3*. Recuperado de: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos32003/default.asp?con=1>

- Brzeszczyński, J., & Gajdka, J. (2007). Dividend-Driven Trading Strategies: evidence from the Warsaw Stock Exchange. *International Advances in Economic Research*, 13(3), 285-300. DOI: 10.1007/s11294-007-9077-z
- Bueno, A. F. (2000). Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. DOI: 10.11606/D.12.2000.tde-01032002-120517
- Bueno, A. F. (2002). Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, 13(28), pp. 39-55. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772002000100003>
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2003). Estudos de evento: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(3), 01-20.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Cavalcanti Neto, A. B. (2008). Política de dividendos e desempenho das empresas de capital aberto negociadas na Bovespa entre 2003/2005. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, PE, Brasil. Recuperado de: <https://repositorio.ufpe.br/handle/123456789/3848>
- Chaabouni, I. (2017). Impact of dividend announcement on stock return: a study on listed companies in the Saudi Arabia financial markets. *International Journal of Information, Business and Management*, 9(1), 37-43. Recuperado de: <http://ijibm.elitehall.com/index4.htm>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2009). Principais direitos dos acionistas minoritários de companhias abertas. (8), Rio de Janeiro: CVM.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2014). Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. (3. ed.). Rio de Janeiro: CVM.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2017). Análise de investimentos: histórico, principais ferramentas e mudanças conceituais para o futuro. (1. ed.). Rio de Janeiro: CVM.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2003). Métodos de pesquisa em administração (7a ed.). (L. D. Rocha, Trad.). Porto Alegre: Bookman.
- Correia, L. F., & Amaral, H. F. (2002). O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000. *Anais do XXVI Enanpad*, Salvador, BA, Brasil, 26. Recuperado de: http://www.anpad.org.br/~anpad/eventos.php?cod_evento=1&cod_evento_edicao=6&cod_edicao_subsecao=49&cod_edicao_trabalho=2510
- Corso, R. M., Kassai, J. R., & Lima, G. A. F. S. (2012). Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio versus retorno das ações. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 6(2), 154-169. DOI: <https://doi.org/10.17524/repec.v6i2.223>

- Costa, A. C. D. (2011). Altos dividend yields como estratégia para composição de carteiras de investimentos. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, CE, Brasil. Recuperado de: <http://www.repositorio.ufc.br/handle/riufc/5747>
- D'Agostino, R. (2015). Processo de impeachment de Dilma: perguntas e respostas [Web post]. Recuperado de: <http://g1.globo.com/politica/noticia/2015/12/processo-de-impeachment-de-dilma-perguntas-e-respostas.htmlv>
- Damodaran, A. (2001). Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. (Bazán Tecnologia e Linguística, Trad.). Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Damodaran, A. (2004). Finanças corporativas: teoria e prática. (2. ed.). (J. Ritter, Trad.). Porto Alegre: Bookman.
- Daniels, K., Shin, T. S., & Lee, C. F. (1997). The information content of dividend hypothesis: a permanent income approach. *International Review of Economics and Finance*, 6(1), 77-86. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1059-0560\(97\)90016-2](https://doi.org/10.1016/S1059-0560(97)90016-2)
- Eades, K. M., Hess, P. J., & Kim, E. H. (1985). Market rationality and dividend announcements. *Journal of Financial Economics*, 14(4), 581-604. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90027-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90027-3)
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659. Recuperado de: <https://www.jstor.org/stable/1805130>
- Economática. (2018). Recuperado de: <https://economática.com/>.
- Erasmus, P. (2013). The influence of dividend yield and dividend stability on share returns: implications for dividend policy formulation. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 6(1), 13-31. Recuperado de: <https://hdl.handle.net/10520/EJC135925>
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180. DOI: 10.1590/1808-057x201512260
- Galvão, K. S. (2015). Política de distribuição de dividendos: por que as empresas brasileiras pagam payout incremental? Tese de doutorado, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, PE, Brasil. Recuperado de: <https://repositorio.ufpe.br/handle/123456789/15601>
- Gitman, L. J. (2014). Princípios de administração financeira. (12. ed.). (A. V. Hastings, Trad.). São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Gomes, M. F. (2012). A política de dividendos e o retorno das ações no Brasil: abordagem com dados em painel. Dissertação de mestrado, Universidade Católica de Brasília, Brasília, DF, Brasil. Recuperado de: <https://bdtd.ucb.br:8443/jspui/handle/123456789/531>
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105. DOI: 10.2307/1927792
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 18(2), 264-272. DOI: 10.2307/2977907

- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica*. (5. ed.). (D. Durante, M. Rosemberg & M. L. G. L. Rosa, Trad.). Porto Alegre: AMGH Editora.
- Hartzmark, S. M., & Solomon, D. H. (2013). The dividend month premium. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 640-660. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.015>
- Heineberg, R., & Procianoy, J. L. (2003). Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. XVII ENANPAD. Atibaia, SP. Recuperado de: http://www.anpad.org.br/~anpad/eventos.php?cod_evento=1&cod_evento_edicao=7&cod_edicao_subsecao=48&cod_edicao_trabalho=1869
- Hernandez, M. D. B., & Aas-Lyngby, A. (2017). How does the Norwegian stock market react to unexpected dividend announcements? Master's thesis, BI Norwegian Business School, Norway. Recuperado de: <https://brage.bibsys.no/xmlui/handle/11250/2487025>
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. (2018). *População do Brasil*. Rio de Janeiro. Recuperado de: <https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2008). Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 87-125. Recuperado de: <https://rae.fgv.br/rae/vol48-num2-2008/teoria-firma-comportamento-administradores-custos-agencia-estrutura-propriedade>
- Kerlinger, F. N. (2007). *Metodologia da pesquisa em Ciências Sociais: um tratamento conceitual*. (10. ed.). (H. M. Rotundo, Trad.). São Paulo: EPU.
- Khanal, A. R., & Mishra, A. K. (2017). Stock price reactions to stock dividend announcements: a case from a sluggish economic period. *North American Journal of Economics and Finance*, 42, 338-345. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.najef.2017.08.002>
- Kumar, S. (2017). New evidence on stock market reaction to dividend announcements in India. *Research in International Business and Finance*, 39, 327-337. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.009>
- Kvamvold, J., & Lindset, S. (2018). Do dividend flows affect stock returns? *The Journal of Financial Research*, 41(1), 149-174. DOI: <https://doi.org/10.1111/jfir.12142>
- Legat, S. V. V. (2004). Efeitos da distribuição de proventos em dinheiro nas ações do mercado acionário brasileiro. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil. Recuperado de: <http://repositorio.ufsc.br/xmlui/handle/123456789/88097>
- Legenzova, R., Jurakovaite, O., & Galinskaite, A. (2017). The analysis of dividend announcement impact on stock prices of baltic companies. *Central European Business Review*, 6(1), 61-75. DOI: 10.18267/j.cebr.173
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília. 1976. Recuperado em 03 agosto, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm

- 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. Brasília. 2001. Recuperado em 03 agosto, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/1910664>
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269. DOI: 10.2307/1926397
- Litzenberger, R. H., & Ramaswamf, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 7, 163-195. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90012-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90012-6)
- Litzenberger, R. H., & Ramaswamf, K. (1982). The effects of dividends on common stock prices tax effects or information effects? *The Journal of Finance*, 37(2), 429-443. DOI: 10.2307/2327346
- Liu, J. Y., & Chi, D. J. (2014). Stock market reaction to various dividend announcements: which kind of dividend announcement is more significant? *Journal of Testing and Evaluation*, 42(4), 996-1006. DOI: 10.1520/JTE20120327
- Lonie, A. A., Abeyratna, G., Power, D. M., & Sinclair, C. D. (1996). The stock market reaction to dividend announcements: a UK study of complex market signals. *Journal of Economic Studies*, 23(1), 32-52. DOI: <https://doi.org/10.1108/01443589610106534>
- Loss, L. (2004). O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras. Dissertação de mestrado, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – FUCAPE, Vitória, ES, Brasil. Recuperado de: http://www.fucape.br/producao_cientifica.php?cat_id=8&ano=2004
- Madoglio, R. C. (2013). Estratégia de formação de carteiras de investimento de longo prazo baseada em dividendos. Dissertação de mestrado, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo, SP, Brasil.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economies and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/2729691>
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2009). Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas. (2. ed.). São Paulo: Atlas.
- Melo, F. J. (2015). Política de dividendos no brasil: uma análise do comportamento dos preços subsequente a anúncios de distribuição de proventos em empresas listadas na bm&fbovespa no período 2009 a 2013. Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil. Recuperado de: <http://hdl.handle.net/1884/39095>
- Melo, F. J., & Fonseca, M. W. (2015). Política de dividendos no Brasil: uma análise na reação do mercado a anúncios de distribuição de proventos. *Revista Contemporânea de*

- Contabilidade, 12(27), 137-164. DOI: <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2015v12n27p137>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/2351143>
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and taxes: some empirical evidence. *Journal of Political Economy*, 90(6), 1118-1141. Recuperado de: <https://www.jstor.org/stable/1830941>
- Morgan, I. G. (1982). Dividends and capital asset prices. *The Journal of Finance*, 37(4), 1071-1086. DOI: 10.2307/2327768
- Mrzygłód, U., & Nowak, S. (2017). Market reactions to dividends announcements and payouts. Empirical evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Contemporary Economics*, 11(2), 187-204. DOI: 10.5709/ce.1897-9254.236
- Nagem, L. M., & Amaral, H. F. (2013). Retornos anormais das ações pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro a partir de 2009. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 5(2), 61-73. DOI: <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v5i2.30205>
- Neuman, W. L. (2014). *Social Research Methods: qualitative and quantitative approaches*. (7. ed.). Edinburgh: Pearson Education.
- Neupane, J. P. (2017). Dividend policy and its impact on market price of stock. Masters dissertation, Tribhuvan University, Butwal, Nepal. Recuperado de: <http://107.170.122.150:8080/xmlui/handle/123456789/818>
- Novis Neto, J. A. (2002). Dividend yield e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. Dissertação de mestrado, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de: <http://hdl.handle.net/10438/4984>
- Ofori-Sasu, D., Abor, J. Y., & Osei, A. K. (2017). Dividend Policy and shareholders' value: evidence from listed companies in Ghana. *African Development Review*, 29(2), 293-304. DOI: 10.1111/1467-8268.12257
- Pearson, K. (1896). Mathematical contributions to the theory of evolution. III. Regression, heredity, and panmixia. *Philosophical Transactions of the Royal Society of London. Series A, containing papers of a mathematical or physical character*, 187, 253-318. DOI: <https://doi.org/10.1098/rsta.1896.0007>
- Pettit, R. R. (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *The Journal of Finance*, 27(5), 993-1007. DOI: 10.2307/2978844

- Rabbani, N. (2017). The announcement effect of cash dividend changes on share prices: evidence from Dhaka stock exchange. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 20(4), 1-19. DOI: 0.1142/S0219091517500254
- Reis, C. R. F. (2006). Empresas boas pagadoras de dividendos têm melhor performance? Evidências do mercado de ações brasileiro. Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. Recuperado de: <http://www.coppead.ufrj.br/pt-br/docentespesquisa/publicacoes/dissertacoes/>
- Richardson, R. J. (2012). *Pesquisa social: métodos e técnicas*. (3. ed.). São Paulo: Atlas.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2002). *Princípios de administração financeira*. (2. ed.). (A. M. A. F. Minardi, Trad.). São Paulo: Atlas.
- Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, M. P. B. (2013). *Metodologia de pesquisa*. (5. ed.). (D. V. de Moraes, Trad.). Porto Alegre: Penso.
- Santana, L. (2006). Relação entre dividend yield e retorno das ações abordando aspectos determinantes da política de dividendos: um estudo empírico em empresas com ações negociadas na Bovespa. Dissertação de mestrado, Fundação Instituto Capixaba de pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, ES, Brasil. Recuperado de: http://www.fucape.br/producao_cientifica.php?cat_id=8&ano=2006
- Saravanakumar, S. (2011). Impact of Dividend Announcement on Indian Bourses. *Global Business Review*, 12(3), 401-413. DOI: 10.1177/097215091101200304
- Silva, J. E. (2016). O dividend yield como base para a construção de carteiras de ações. Um estudo no mercado brasileiro entre 1996 e 2015. Dissertação de mestrado, Universidade Metodista de Piracicaba, Piracicaba, SP, Brasil. Recuperado de: <https://www.unimep.br/phpg/bibdig/aluno/visualiza.php?cod=1587>
- Silva, S. F., Formentini, B. F., Reina, D., & Sarlo Neto, A. (2016). Empresas que distribuem dividendos e adotam governança corporativa tem retornos anormais em suas ações? *Revista Ambiente Contábil*, 8(2), 233-248. Recuperado de: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/7153>
- Silva, A. O., & Dantas, J. A. (2015). Impacto da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeiras no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(4), 43-63. DOI: <http://dx.doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v5n4p43-63>
- Silveira, A. D. M. (2002). Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no brasil. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. DOI: 10.11606/D.12.2002.tde-04122002-102056
- Soares, R. O., Rostagno, L. M., & Soares, K. T. C. (2002). Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. Trabalho apresentado no XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, Salvador, BH, 1-14. Recuperado de: http://www.anpad.org.br/~anpad/eventos.php?cod_evento=1&cod_evento_edicao=6&cod_edicao_subsecao=49&cod_edicao_trabalho=2502

- Strøm, E. (2013). Stock market reactions to dividend announcements: an event study of the Norwegian capital market. Master's thesis in Finance, University of Stavanger, Norway. Recuperado de: <http://hdl.handle.net/11250/183968>
- Tauhata, S. (2019). B3 ultrapassa marca de 1 milhão de investidores em março. Valor Econômico. Recuperado de: <https://www.valor.com.br/financas/6208485/b3-ultrapassa-marca-de-1-milhao-de-investidores-em-marco>
- Triola, M. F. (2012). Introdução à estatística. (10. ed.). (V. R. L. F. Flores, Trad.). Rio de Janeiro: LTC.
- Triviños, A. N. S. (2012). Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: Atlas.
- Vasiljeva, M. V. (2017). The effect of dividend policy on company's market price per share. *Journal of Applied Economic Sciences*, 12(4), 995-1007. Recuperado de: <http://cesmaa.org/Extras/JAESArchive>
- Vieira, E., & Raposo, C. (2007). Signalling with dividends? The signalling effects of dividend change announcements: new evidence from Europe. *SSRN Electronic Journal*, 2-73. Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.955768>
- Visscher, S., & Filbeck, G. (2003). Dividend-Yield Strategies in the Canadian Stock Market. *Financial Analysts Journal*, 59(1), 99-106. Recuperado de: <https://www.jstor.org/stable/4480454>
- Zanon, A. R. M., Araújo, C. G., & Nunes, A. (2017). Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(3), 326-339. Recuperado de: <http://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/3844/0>

APÊNDICE A - Anúncios do pagamento de dividendos da amostra, seus retornos anormais e *dividend yields*

Emp.	Cód. Ação	Data Anúncio	Retornos anormais										RA Médio	RA Acum.	DY	
			-5	-4	-3	-2	-1	Anúnc.	1	2	3	4				5
1	EALT4	07/07/16	-0.5%	-0.7%	-9.0%	0.9%	0.0%	5.5%	0.3%	-5.7%	0.1%	-0.8%	-3.7%	-1.24%	-13.6%	3.1%
2	TIET3	04/08/16	0.2%	16.9%	0.4%	-16.8%	16.0%	6.1%	-5.1%	-10.5%	-3.1%	-7.9%	2.1%	-0.15%	-1.7%	1.5%
		03/11/16	4.5%	-0.4%	-1.6%	-4.4%	0.8%	0.0%	-0.1%	-4.3%	-0.3%	2.8%	-8.2%	-1.01%	-11.1%	1.4%
		05/05/17	-0.7%	0.0%	1.4%	0.8%	-2.1%	2.2%	2.6%	-0.4%	1.5%	-4.2%	-1.0%	0.01%	0.1%	2.5%
		01/11/17	-2.8%	1.4%	1.1%	-1.0%	-1.1%	0.0%	2.7%	-1.4%	-0.5%	0.2%	1.5%	0.00%	0.1%	0.1%
	TIET4	04/08/16	0.1%	-1.8%	2.1%	1.8%	-1.9%	-0.2%	0.3%	6.0%	-0.8%	-6.2%	0.5%	-0.01%	-0.1%	1.8%
		03/11/16	-0.4%	2.2%	-1.3%	-2.8%	-2.6%	-1.4%	1.9%	2.7%	-0.1%	-2.5%	-7.1%	-1.03%	-11.3%	1.6%
		05/05/17	-1.8%	-0.8%	-0.8%	2.1%	-1.6%	1.6%	4.7%	-4.0%	1.6%	-5.1%	-0.7%	-0.44%	-4.8%	2.5%
		01/11/17	-1.6%	1.2%	0.4%	-1.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.9%	0.0%	0.1%	2.4%	0.02%	0.2%	0.1%
3	AFLT3	15/09/17	-0.1%	-0.4%	-0.2%	-4.5%	-0.2%	-0.4%	-10.3%	0.0%	3.6%	-0.1%	-0.2%	-1.17%	-12.8%	2.1%
4	BRGE3	18/01/17	-0.1%	-0.2%	-0.1%	6.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	4.5%	-0.2%	-0.1%	0.3%	0.90%	9.9%	0.1%
5	ABEV3	24/06/16	-0.4%	-0.8%	-0.5%	-0.8%	-0.2%	1.2%	2.1%	-0.5%	0.5%	-0.3%	0.3%	0.04%	0.4%	0.7%
		19/10/16	-0.8%	-1.2%	1.2%	-0.3%	-0.1%	0.3%	-0.3%	0.4%	-0.2%	-0.7%	0.1%	-0.15%	-1.7%	0.8%
		22/12/16	1.0%	2.3%	-1.1%	0.4%	-0.3%	-2.8%	0.7%	0.7%	-0.3%	0.0%	0.9%	0.15%	1.7%	0.4%
		16/05/17	-0.4%	0.2%	1.6%	0.2%	0.0%	0.2%	0.1%	1.4%	-2.0%	0.7%	0.7%	0.23%	2.5%	0.8%
		21/12/17	-0.1%	-0.5%	-0.3%	-1.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.6%	0.4%	-0.8%	0.9%	-0.07%	-0.8%	0.3%
6	ARZZ3	28/08/17	-2.8%	3.0%	2.8%	-2.4%	-1.6%	6.3%	-5.6%	0.0%	1.8%	1.1%	-2.2%	0.03%	0.3%	2.1%
7	BAHI3	28/04/17	-10.0%	8.2%	4.0%	0.6%	-3.0%	-0.2%	1.5%	-5.2%	-8.1%	2.1%	-3.0%	-1.19%	-13.1%	1.2%
8	BGIP3	16/02/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.6%	8.1%	-4.0%	1.38%	15.2%	0.2%
		16/08/17	-0.6%	-8.2%	-1.3%	-0.9%	2.3%	-1.7%	-0.4%	1.7%	-0.6%	-1.1%	-0.8%	-1.06%	-11.7%	0.5%

	BGIP4	16/02/17	-0.1%	3.3%	-0.4%	14.3%	-11.2%	-1.6%	2.1%	2.7%	14.8%	5.3%	-0.4%	2.60%	28.6%	0.2%
		16/08/17	-0.2%	0.5%	-0.6%	6.2%	-0.3%	0.1%	-0.2%	-0.3%	0.9%	0.6%	-0.6%	0.55%	6.1%	0.6%
9	BRSR3	28/04/17	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.6%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	-0.7%	-13.6%	2.4%	-3.8%	-1.64%	-18.1%	0.2%
10	BBSE3	19/02/16	-1.6%	0.9%	-1.9%	2.5%	-2.6%	0.5%	-0.9%	1.3%	-5.4%	1.5%	0.9%	-0.44%	-4.9%	3.4%
		05/08/16	1.5%	1.2%	0.2%	-1.4%	0.6%	-0.2%	-0.9%	-0.6%	2.0%	-0.1%	-2.6%	-0.03%	-0.3%	2.7%
		10/02/17	-1.0%	3.0%	-0.5%	-2.3%	0.1%	-1.4%	2.4%	-0.8%	0.9%	2.6%	-2.4%	0.06%	0.7%	3.0%
		29/06/17	0.5%	-1.0%	-0.2%	-1.5%	-1.4%	0.8%	1.0%	-2.4%	-0.4%	-1.4%	0.2%	-0.53%	-5.8%	2.8%
11	BRKM3	27/09/16	5.0%	-0.7%	-1.4%	2.1%	-1.2%	-1.9%	8.8%	4.6%	2.7%	1.6%	-12.0%	0.69%	7.6%	6.4%
12	BSLI3	23/03/17	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.08%	-0.8%	0.6%
		04/05/17	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.08%	-0.9%	4.7%
	BSLI4	23/03/17	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-9.6%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-1.11%	-12.2%	0.7%
		04/05/17	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-4.1%	0.1%	-0.4%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.2%	-0.61%	-6.7%	5.9%
13	BRFS3	25/02/16	2.2%	1.0%	1.7%	0.9%	-0.4%	-1.0%	-7.5%	1.7%	1.8%	-1.3%	-1.6%	-0.22%	-2.5%	0.2%
14	CCRO3	04/11/16	-1.5%	0.8%	-1.2%	-1.8%	-0.5%	3.3%	-0.6%	0.2%	-1.5%	-4.7%	-5.4%	-1.17%	-12.9%	2.6%
15	EEEL3	28/04/17	-0.2%	0.0%	0.1%	-0.6%	-0.5%	0.1%	0.5%	-0.8%	-1.2%	0.2%	-0.5%	-0.27%	-3.0%	14.8%
	EEEL4	28/04/17	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	18.0%	-0.1%	-0.5%	-0.3%	1.32%	14.6%	14.6%
16	CESP3	26/04/17	0.0%	0.4%	-0.7%	-2.6%	-1.9%	0.1%	2.7%	0.8%	0.3%	-3.0%	-1.0%	-0.44%	-4.9%	3.4%
17	HGTX3	26/10/16	-0.1%	0.4%	-1.4%	-1.1%	-0.7%	-1.7%	-1.2%	-0.3%	2.0%	-1.2%	0.1%	-0.46%	-5.1%	1.3%
		26/04/17	-1.0%	0.7%	-0.1%	2.2%	-0.9%	-0.6%	0.6%	14.1%	3.2%	-0.1%	2.4%	1.87%	20.5%	2.5%
		01/08/17	-1.5%	-1.2%	1.3%	0.8%	2.8%	0.7%	-1.0%	2.6%	-0.2%	-2.4%	-0.1%	0.16%	1.8%	1.4%
		30/08/17	-4.2%	-1.1%	4.7%	4.0%	0.6%	1.7%	-1.7%	-3.1%	0.3%	-1.0%	-2.4%	-0.20%	-2.2%	1.1%

18	CIEL3	01/02/16	-0.8%	-0.9%	0.3%	-0.1%	0.1%	-1.8%	-2.3%	1.1%	-0.1%	-5.6%	-1.3%	-1.05%	-11.5%	0.6%
		01/08/16	0.0%	-0.3%	-0.6%	1.3%	0.8%	2.6%	-4.8%	-1.4%	0.8%	0.5%	-1.4%	-0.22%	-2.4%	0.4%
		30/01/17	-2.8%	0.6%	4.5%	4.0%	2.9%	-1.5%	-0.8%	-0.3%	1.7%	1.2%	1.0%	0.95%	10.4%	0.6%
		01/08/17	-1.0%	0.6%	0.5%	0.1%	0.5%	-0.8%	-5.8%	-2.7%	-1.2%	-1.2%	-0.3%	-1.04%	-11.5%	1.4%
19	CGAS3	15/02/17	-0.5%	0.3%	0.9%	3.4%	0.0%	2.6%	0.9%	0.6%	1.8%	-9.0%	0.7%	0.15%	1.6%	6.7%
20	CSAN3	29/04/16	0.3%	-2.0%	-3.7%	4.2%	-1.5%	-0.5%	-1.0%	0.7%	0.7%	0.0%	0.8%	-0.18%	-2.0%	1.5%
		07/12/16	2.0%	0.2%	-1.0%	-2.4%	3.4%	-0.7%	-0.4%	1.5%	0.5%	-2.9%	-0.2%	0.00%	0.0%	1.9%
21	CSRN3	01/09/16	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	0.0%	-0.1%	1.5%	-0.3%	-0.7%	-0.11%	-1.2%	1.5%
		15/09/17	-0.6%	1.4%	0.1%	0.1%	-0.3%	1.3%	1.6%	-0.2%	2.0%	-2.2%	-0.4%	0.24%	2.6%	1.8%
22	CPFE3	05/01/17	-0.5%	0.2%	0.3%	-0.6%	-0.2%	-0.4%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.17%	-1.9%	0.9%
23	CREM3	28/04/17	0.1%	-3.9%	0.0%	-4.9%	0.3%	0.0%	-0.3%	-1.3%	0.4%	2.5%	1.5%	-0.51%	-5.6%	0.9%
24	CRPG3	19/05/17	-6.7%	-4.8%	-4.6%	1.4%	24.2%	-8.7%	1.1%	-8.4%	-6.5%	-3.5%	-7.7%	-2.20%	-24.2%	1.5%
25	CVCB3	27/04/17	0.0%	-0.9%	-2.2%	-1.5%	2.0%	-0.5%	2.0%	-1.0%	1.6%	-0.8%	-0.7%	-0.19%	-2.0%	0.3%
26	DTEX3	08/02/17	5.7%	-0.9%	7.6%	-1.4%	-0.5%	0.5%	3.1%	3.9%	-2.4%	-0.1%	-2.0%	1.24%	13.6%	0.1%
27	ECOR3	04/11/16	-0.3%	-1.5%	-0.4%	-0.9%	2.0%	-0.4%	0.0%	-0.3%	-0.5%	-5.9%	0.3%	-0.72%	-7.9%	2.1%
		04/11/16	-0.3%	-1.5%	-0.4%	-0.9%	2.0%	-0.4%	0.0%	-0.3%	-0.5%	-5.9%	0.3%	-0.72%	-7.9%	0.9%
		24/03/17	2.0%	-2.2%	2.5%	-1.4%	-2.1%	1.8%	0.5%	0.3%	-2.7%	-1.2%	5.0%	0.23%	2.6%	2.2%
		27/10/17	-1.2%	-0.4%	-0.2%	0.9%	0.4%	0.0%	0.3%	1.1%	0.5%	-3.5%	-0.8%	-0.25%	-2.8%	1.9%
28	EKTR3	13/07/16	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.17%	1.9%	3.3%
	EKTR4	13/07/16	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.17%	1.9%	3.1%

		07/04/17	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	1.6%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.02%	-0.2%	2.7%
29	EMBR3	12/04/17	-1.2%	2.8%	0.0%	-2.1%	-1.0%	-0.9%	-4.8%	1.0%	-1.8%	-0.5%	-0.4%	-0.81%	-8.9%	0.6%
30	ENGI3	12/08/16	-25.6%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-1.6%	-0.4%	-0.7%	10.7%	-0.6%	-0.3%	9.3%	-0.91%	-10.0%	0.7%
		17/02/17	-0.7%	-0.6%	-0.3%	-10.3%	10.1%	-3.0%	-0.8%	-0.5%	1.7%	0.0%	-5.9%	-0.92%	-10.2%	1.1%
		09/08/17	-7.6%	3.2%	9.5%	-1.3%	-0.2%	-5.5%	-3.7%	-5.6%	0.6%	5.5%	-2.9%	-0.73%	-8.1%	0.8%
	ENGI4	12/08/16	-0.4%	-10.9%	9.6%	-0.5%	-0.3%	-0.7%	-0.4%	-5.1%	-2.9%	-0.5%	-0.5%	-1.16%	-12.7%	0.5%
		17/02/17	-3.8%	-0.3%	3.5%	3.2%	-2.6%	-1.0%	-0.2%	3.4%	0.1%	-1.4%	0.9%	0.16%	1.7%	1.4%
		09/08/17	15.8%	0.3%	-0.1%	-0.9%	0.0%	0.2%	-3.8%	1.2%	-3.5%	-3.0%	3.2%	0.86%	9.5%	1.2%
31	ENMT4	28/04/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.01%	-0.1%	1.7%	
32	EGIE3	14/04/16	0.1%	-0.6%	0.2%	-1.3%	0.0%	1.3%	0.1%	0.8%	0.7%	-0.9%	-0.1%	0.03%	0.4%	0.9%
		28/07/16	0.5%	0.2%	0.5%	-1.0%	0.3%	-1.3%	1.6%	0.0%	0.3%	0.9%	0.7%	0.25%	2.8%	2.4%
		17/04/17	-0.4%	0.1%	0.2%	-0.3%	-0.7%	0.8%	0.4%	-0.5%	0.1%	-0.4%	0.1%	-0.05%	-0.6%	1.8%
		27/07/17	0.6%	0.2%	0.6%	0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.5%	-0.1%	0.9%	0.7%	1.3%	0.31%	3.5%	4.1%
33	ESTC3	16/12/16	-1.6%	-1.5%	4.3%	-5.0%	-0.9%	-0.2%	3.9%	0.5%	0.7%	1.5%	3.1%	0.43%	4.7%	3.2%
34	EVEN3	05/05/16	0.3%	-1.8%	1.6%	0.1%	0.0%	0.4%	2.8%	0.0%	3.1%	6.5%	1.7%	1.33%	14.7%	0.3%
35	EZTC3	01/12/17	3.3%	0.6%	-1.0%	-0.4%	-3.2%	-2.1%	7.1%	2.9%	0.8%	-13.6%	0.6%	-0.47%	-5.2%	12.5%
36	FESA3	27/04/17	0.2%	0.8%	-3.9%	-0.3%	5.2%	0.0%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	-1.2%	0.12%	1.3%	1.1%
		27/04/17	0.2%	0.8%	-3.9%	-0.3%	5.2%	0.0%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	-1.2%	0.12%	1.3%	0.2%
	FESA4	27/04/17	0.7%	0.1%	0.7%	-1.2%	-1.3%	0.3%	3.2%	3.7%	-1.5%	0.4%	-1.4%	0.34%	3.8%	1.3%
		27/04/17	0.7%	0.1%	0.7%	-1.2%	-1.3%	0.3%	3.2%	3.7%	-1.5%	0.4%	-1.4%	0.34%	3.8%	0.3%

37	FIBR3	28/04/17	1.9%	1.6%	1.3%	-0.7%	0.7%	1.2%	1.0%	-1.8%	-3.1%	1.9%	0.3%	0.40%	4.4%	2.4%
38	FLRY3	27/07/16	-4.1%	-0.9%	-0.2%	-0.9%	-0.1%	0.2%	0.6%	-0.1%	-0.3%	0.1%	3.1%	-0.22%	-2.5%	0.7%
		07/12/16	2.1%	-4.8%	0.3%	-1.6%	0.6%	-1.3%	4.7%	3.4%	-1.9%	-3.1%	-2.5%	-0.37%	-4.1%	3.8%
		08/03/17	0.3%	-0.7%	-3.0%	0.2%	1.0%	-0.9%	-0.7%	-2.0%	2.6%	0.0%	1.0%	-0.22%	-2.4%	1.1%
39	FRAS3	27/04/17	-0.9%	2.0%	1.2%	1.0%	-1.2%	0.7%	-1.4%	1.5%	-0.9%	1.8%	1.4%	0.46%	5.1%	1.1%
40	GGBR3	09/08/16	-1.8%	-1.6%	4.1%	3.4%	-3.9%	2.6%	4.3%	2.1%	-1.5%	5.0%	0.2%	1.17%	12.9%	0.5%
		08/11/16	-0.2%	-1.5%	0.1%	2.5%	-0.8%	1.5%	7.7%	9.0%	1.5%	4.8%	-6.1%	1.68%	18.5%	0.2%
		08/08/17	-2.3%	1.6%	0.5%	2.8%	1.8%	-0.9%	-0.7%	1.3%	-2.0%	-2.4%	-2.3%	-0.25%	-2.7%	0.2%
		07/11/17	-1.8%	-1.9%	-1.4%	0.8%	1.2%	-0.5%	-2.0%	0.1%	-2.6%	3.9%	0.9%	-0.30%	-3.2%	0.3%
	GGBR4	09/08/16	-2.1%	0.3%	3.2%	3.6%	-4.9%	2.2%	5.8%	0.4%	0.2%	4.1%	-0.2%	1.13%	12.5%	0.4%
		08/11/16	-1.2%	-0.2%	0.3%	2.7%	0.0%	1.5%	8.5%	9.2%	2.2%	8.5%	-8.9%	2.05%	22.5%	0.2%
		08/08/17	-2.1%	1.7%	1.3%	2.4%	1.6%	-0.8%	-0.2%	2.4%	-2.1%	-2.6%	-2.1%	-0.05%	-0.5%	0.2%
		07/11/17	-0.8%	-1.8%	-1.7%	0.9%	0.9%	-0.1%	-2.4%	0.4%	-0.4%	1.0%	-1.7%	-0.52%	-5.8%	0.3%
41	GOAU3	07/11/17	0.7%	-2.1%	-1.1%	0.6%	0.4%	-0.6%	0.2%	0.2%	-1.3%	0.4%	-0.6%	-0.27%	-2.9%	0.4%
	GOAU4	07/11/17	-2.3%	-0.9%	-1.9%	3.7%	0.6%	-1.2%	-0.6%	-0.7%	-1.1%	0.5%	-1.2%	-0.46%	-5.1%	0.4%
42	GRND3	25/02/16	1.5%	0.7%	-0.8%	0.9%	-1.5%	4.1%	-0.3%	1.1%	3.5%	0.5%	-1.9%	0.70%	7.7%	0.2%
		28/04/16	-1.2%	0.1%	-3.1%	2.4%	1.5%	2.9%	-1.5%	0.3%	2.3%	-4.0%	0.9%	0.05%	0.6%	1.0%
		28/07/16	0.3%	0.1%	2.1%	-0.6%	1.7%	-1.2%	1.4%	1.5%	0.0%	-1.1%	1.7%	0.54%	6.0%	0.9%
		20/10/16	-0.8%	-0.2%	0.5%	1.9%	0.4%	-0.6%	-0.6%	1.6%	3.7%	-0.8%	1.2%	0.56%	6.2%	1.3%
		27/04/17	-1.0%	-1.0%	0.5%	1.4%	-0.2%	0.3%	5.1%	3.7%	0.8%	-1.2%	-0.5%	0.73%	8.0%	1.0%
		27/07/17	-1.2%	0.0%	0.1%	-2.1%	0.3%	-1.0%	-4.3%	-5.0%	1.1%	-0.5%	-0.2%	-1.17%	-12.9%	0.6%
		26/10/17	0.0%	1.0%	1.5%	-0.7%	0.0%	1.3%	2.1%	0.7%	0.9%	0.9%	-1.0%	0.61%	6.8%	0.9%
43	ITSA3	24/05/16	-1.1%	-0.1%	1.7%	0.3%	1.7%	-0.8%	0.5%	-0.3%	1.4%	-1.7%	1.3%	0.26%	2.9%	0.2%
		24/08/16	0.4%	0.5%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.2%	-0.4%	0.9%	-1.0%	0.8%	-0.1%	0.14%	1.5%	0.2%

	ITSA3	23/11/16	0.6%	-0.9%	2.4%	-0.2%	-0.8%	-1.3%	0.2%	-0.5%	-0.4%	0.7%	-2.5%	-0.24%	-2.7%	0.2%
		24/05/17	-1.4%	-3.3%	2.4%	-3.2%	0.4%	0.4%	-1.7%	-1.3%	-0.5%	1.3%	0.6%	-0.57%	-6.2%	0.2%
		25/08/17	1.3%	-0.3%	0.2%	0.5%	-1.0%	0.1%	-0.2%	1.4%	0.4%	-1.6%	-0.1%	0.08%	0.8%	0.2%
		24/11/17	-0.9%	-0.2%	-0.2%	0.3%	-0.7%	0.5%	-0.2%	0.1%	-0.1%	-0.5%	1.0%	-0.08%	-0.8%	0.1%
	ITSA4	24/05/16	-1.0%	0.7%	1.6%	-0.2%	1.3%	-0.9%	-0.4%	1.1%	0.1%	-0.4%	0.7%	0.24%	2.7%	0.2%
		24/08/16	0.8%	0.9%	-0.6%	0.2%	-0.3%	0.4%	-0.1%	1.1%	-0.3%	0.4%	0.1%	0.24%	2.6%	0.2%
		23/11/16	1.3%	-0.6%	1.3%	-0.9%	-1.5%	-1.8%	0.2%	-0.7%	-1.2%	1.2%	-0.4%	-0.28%	-3.1%	0.2%
		24/05/17	-0.4%	-1.4%	-1.0%	-1.4%	-0.3%	-0.9%	-2.3%	0.6%	0.2%	0.6%	1.0%	-0.49%	-5.4%	0.2%
		25/08/17	0.2%	0.1%	-1.1%	1.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.3%	0.8%	-1.5%	0.2%	0.01%	0.1%	0.1%
		24/11/17	-1.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.5%	1.7%	-0.5%	-0.3%	0.1%	0.3%	-0.09%	-1.0%	0.1%
44	ITUB3	01/02/16	0.5%	1.7%	-1.8%	-0.5%	-2.3%	2.7%	-0.7%	0.0%	-2.9%	1.6%	0.5%	-0.11%	-1.2%	1.7%
		20/02/17	-2.5%	0.0%	1.5%	-1.0%	0.3%	-0.7%	1.4%	0.5%	0.4%	0.0%	0.3%	0.03%	0.3%	0.1%
	ITUB4	01/02/16	-0.2%	2.7%	-2.6%	-0.2%	-1.1%	1.5%	-3.0%	0.8%	-2.4%	1.6%	1.1%	-0.17%	-1.8%	0.8%
		20/02/17	-1.7%	0.7%	2.3%	-1.7%	0.1%	-0.6%	-1.2%	1.0%	0.1%	0.4%	-0.7%	-0.13%	-1.4%	0.0%
45	KLBN3	27/10/16	1.2%	-0.6%	0.8%	-1.3%	-4.4%	-1.8%	-0.5%	0.9%	6.3%	-6.3%	-2.4%	-0.74%	-8.1%	0.5%
		31/01/17	0.2%	-2.1%	2.1%	1.0%	-1.4%	-3.9%	-9.1%	5.2%	0.0%	-1.9%	-2.3%	-1.11%	-12.2%	0.6%
		08/03/17	-2.0%	4.3%	0.0%	0.1%	1.3%	2.7%	5.2%	0.7%	3.0%	-6.4%	-3.4%	0.50%	5.5%	0.2%
		26/04/17	4.2%	1.6%	2.6%	0.1%	-1.1%	3.1%	1.7%	-3.1%	3.1%	0.5%	1.1%	1.25%	13.7%	0.3%
		26/04/17	4.2%	1.6%	2.6%	0.1%	-1.1%	3.1%	1.7%	-3.1%	3.1%	0.5%	1.1%	1.25%	13.7%	0.5%
		26/07/17	-1.4%	1.8%	-2.0%	0.5%	-3.5%	-0.6%	1.1%	-1.8%	-1.1%	1.5%	3.1%	-0.22%	-2.4%	0.1%
		25/10/17	-0.8%	-1.3%	4.4%	-8.1%	0.2%	2.4%	-0.9%	-0.7%	-9.2%	4.7%	-1.6%	-1.01%	-11.1%	0.6%
	KLBN4	27/10/16	-1.6%	1.4%	-0.6%	0.9%	4.0%	0.9%	1.7%	-2.7%	-2.9%	-1.1%	-1.3%	-0.13%	-1.4%	0.9%
		31/01/17	-0.9%	0.3%	-0.2%	0.4%	-0.4%	-0.2%	-1.2%	-1.0%	0.2%	-1.5%	-1.2%	-0.52%	-5.8%	1.0%
		08/03/17	-1.2%	-1.1%	-1.1%	-0.6%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.3%	1.6%	-1.2%	-0.1%	-0.40%	-4.4%	0.4%

	KLBN4	26/04/17	-1.0%	0.4%	0.6%	7.6%	-3.2%	0.9%	0.8%	-1.1%	0.8%	0.0%	0.6%	0.58%	6.4%	0.4%
		26/04/17	-1.0%	0.4%	0.6%	7.6%	-3.2%	0.9%	0.8%	-1.1%	0.8%	0.0%	0.6%	0.58%	6.4%	0.8%
		26/07/17	0.4%	0.4%	1.5%	-0.9%	-0.6%	-1.8%	0.9%	-1.2%	-1.3%	-0.3%	1.5%	-0.12%	-1.3%	0.1%
		25/10/17	0.6%	-2.1%	6.0%	-3.5%	0.2%	-1.7%	-1.1%	1.3%	-2.4%	0.3%	1.7%	-0.05%	-0.6%	0.9%
46	KROT3	12/08/16	0.6%	2.3%	0.7%	2.9%	-1.3%	-2.9%	-1.8%	-1.9%	-0.3%	-1.2%	-0.4%	-0.30%	-3.3%	0.7%
		10/11/16	-0.7%	-1.4%	0.8%	1.9%	-3.4%	-6.0%	3.6%	3.6%	0.0%	-2.2%	-3.1%	-0.61%	-6.8%	0.5%
		22/03/17	2.4%	1.5%	-0.7%	0.9%	0.2%	-2.6%	-0.8%	0.5%	-0.8%	1.9%	-1.2%	0.13%	1.4%	0.6%
		12/05/17	-0.2%	-1.2%	0.4%	1.2%	-1.8%	-0.6%	-0.8%	1.0%	1.7%	1.4%	0.0%	0.09%	1.0%	0.7%
		11/08/17	-0.3%	0.1%	-0.1%	0.2%	2.3%	4.6%	2.5%	3.0%	2.7%	1.9%	-3.5%	1.21%	13.3%	0.8%
		10/11/17	-0.9%	-2.3%	4.7%	2.9%	-2.2%	-1.9%	0.9%	1.2%	2.6%	1.7%	-1.9%	0.42%	4.6%	0.6%
47	LINX3	08/08/16	2.6%	1.3%	0.6%	1.8%	2.5%	1.2%	1.9%	-0.5%	0.0%	-0.2%	-3.1%	0.73%	8.0%	0.6%
48	LCAM3	25/11/16	-0.8%	0.2%	0.7%	-4.5%	2.9%	-0.8%	5.1%	0.6%	2.2%	-6.1%	-0.3%	-0.09%	-1.0%	7.2%
49	MGLU3	20/04/17	-4.2%	-3.3%	7.1%	3.3%	5.0%	2.8%	-3.5%	-1.9%	0.6%	4.7%	-1.2%	0.85%	9.4%	0.5%
50	MAGG3	28/04/17	-0.4%	2.2%	2.0%	1.9%	1.1%	0.2%	-0.3%	1.9%	1.3%	-7.4%	0.3%	0.23%	2.6%	3.1%
		11/08/17	1.6%	7.4%	0.2%	-0.3%	-1.4%	-0.3%	1.9%	-0.6%	0.8%	-0.3%	-1.9%	0.66%	7.3%	0.3%
51	MSPA3	22/08/16	-0.7%	-0.4%	-0.6%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.7%	-0.47%	-5.2%	2.6%
		20/04/17	0.2%	8.9%	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	13.3%	5.0%	0.3%	0.4%	2.69%	29.6%	7.9%
		20/04/17	0.2%	8.9%	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	13.3%	5.0%	0.3%	0.4%	2.69%	29.6%	7.8%
	MSPA4	22/08/16	-0.6%	-0.1%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	0.3%	-0.3%	-4.5%	-0.2%	-0.2%	-0.6%	-0.63%	-6.9%	3.6%
		20/04/17	0.1%	0.3%	-0.5%	0.1%	0.2%	-0.1%	18.0%	-0.2%	7.0%	0.0%	-0.2%	2.26%	24.8%	8.9%
		20/04/17	0.1%	0.3%	-0.5%	0.1%	0.2%	-0.1%	18.0%	-0.2%	7.0%	0.0%	-0.2%	2.26%	24.8%	8.9%
52	MOAR3	19/10/17	0.2%	-2.0%	0.2%	0.3%	0.2%	6.6%	2.8%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.84%	9.3%	1.4%
		08/12/17	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	6.7%	0.3%	-1.4%	-4.2%	0.25%	2.7%	0.3%

53	MRVE3	29/04/16	2.2%	1.5%	1.2%	-0.6%	-0.6%	-2.2%	-0.7%	-0.8%	1.9%	-1.2%	-0.7%	0.01%	0.1%	2.9%
		30/01/17	-0.1%	-1.0%	-0.1%	2.6%	1.6%	0.0%	3.9%	0.9%	3.6%	1.9%	-0.6%	1.15%	12.7%	2.8%
		28/04/17	2.4%	-1.4%	1.8%	-0.8%	-0.3%	1.3%	-1.7%	1.3%	-1.9%	-2.8%	-1.7%	-0.32%	-3.6%	1.9%
54	MPLU3	05/05/16	1.7%	-1.7%	1.8%	1.2%	0.2%	0.2%	-1.4%	-2.5%	1.9%	-3.6%	-5.0%	-0.66%	-7.2%	1.8%
		03/08/16	-0.3%	-1.1%	0.0%	0.5%	0.8%	-0.3%	1.7%	-0.6%	-1.6%	-4.0%	-2.4%	-0.67%	-7.4%	1.8%
		03/11/16	-6.6%	-2.0%	0.0%	-0.8%	-1.8%	-0.8%	-4.7%	-1.0%	2.4%	-0.6%	-6.2%	-2.01%	-22.1%	1.8%
		23/02/17	1.2%	2.9%	2.0%	-1.7%	0.2%	0.5%	-7.6%	1.5%	-1.2%	-0.7%	0.4%	-0.22%	-2.4%	2.0%
		03/08/17	-0.4%	-2.2%	1.9%	-0.6%	-3.7%	-0.4%	-0.8%	0.6%	-0.2%	-3.2%	-0.8%	-0.88%	-9.7%	1.8%
55	NAFG3	11/04/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.04%	-0.5%	0.3%
	NAFG4	11/04/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.03%	-0.4%	0.3%
56	NATU3	17/02/16	-1.9%	3.2%	-0.6%	-1.5%	-1.6%	-5.4%	4.5%	-2.0%	2.4%	0.0%	-1.3%	-0.39%	-4.2%	1.0%
57	ODPV3	27/07/16	0.7%	1.0%	-1.8%	-3.5%	0.1%	0.3%	-0.6%	-0.6%	5.1%	-0.3%	1.5%	0.17%	1.9%	0.3%
		26/10/16	-2.1%	0.0%	0.4%	0.6%	-0.4%	-0.1%	-5.0%	-0.7%	2.2%	-3.2%	-0.6%	-0.80%	-8.8%	0.4%
		26/04/17	-0.3%	2.5%	1.4%	-5.5%	0.8%	-0.4%	2.7%	0.0%	1.0%	-1.7%	0.9%	0.11%	1.2%	0.7%
		26/07/17	-2.5%	-0.1%	-1.2%	-0.1%	1.0%	0.5%	5.3%	-1.4%	0.9%	0.6%	0.1%	0.27%	3.0%	1.5%
		25/10/17	-0.3%	0.2%	-1.0%	1.1%	2.1%	-1.6%	-0.7%	4.0%	-5.4%	-0.9%	2.5%	-0.01%	-0.1%	0.6%
58	PTNT3	27/10/16	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.05%	-0.6%	2.0%
		26/10/17	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.26%	-2.8%
	PTNT4	27/10/16	2.9%	-1.7%	-0.2%	-1.7%	1.9%	-0.2%	1.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	6.2%	0.73%	8.0%	6.4%
		26/10/17	-4.9%	1.1%	-0.7%	0.0%	-1.8%	2.9%	1.1%	-2.5%	-0.6%	1.5%	-2.4%	-0.57%	-6.3%	3.6%
59	QUAL3	07/11/16	0.5%	-0.9%	-2.3%	0.0%	2.4%	1.8%	-3.1%	-1.9%	-5.7%	3.2%	-5.4%	-1.04%	-11.4%	4.3%

	QUAL3	04/09/17	-1.0%	-1.3%	-4.4%	0.0%	-4.3%	1.2%	1.7%	-0.7%	1.3%	-1.6%	-1.3%	-0.94%	-10.4%	1.0%
60	RAPT3	07/07/17	-2.0%	-1.3%	-0.1%	-0.6%	1.6%	-0.4%	-2.2%	-2.4%	2.5%	4.5%	-2.8%	-0.29%	-3.2%	1.3%
	RAPT4	07/07/17	-2.1%	-1.2%	0.0%	1.1%	-0.1%	1.5%	-2.4%	-2.7%	1.9%	3.8%	4.4%	0.39%	4.3%	0.9%
61	REDE3	28/04/17	-0.6%	-0.8%	2.2%	3.5%	0.0%	-0.3%	-0.5%	0.4%	1.0%	-1.0%	-1.7%	0.20%	2.2%	0.6%
	REDE4	28/04/17	-0.3%	1.5%	3.2%	2.1%	3.0%	-1.1%	0.0%	0.1%	0.3%	-0.5%	-3.6%	0.41%	4.5%	0.7%
62	SANB3	29/12/16	1.1%	-0.3%	1.2%	-0.7%	0.8%	1.2%	-3.0%	0.3%	0.1%	-1.1%	0.4%	0.00%	0.0%	0.5%
		29/12/16	1.1%	-0.3%	1.2%	-0.7%	0.8%	1.2%	-3.0%	0.3%	0.1%	-1.1%	0.4%	0.00%	0.0%	0.5%
		28/12/17	-2.3%	0.0%	0.2%	-0.5%	-0.3%	-0.5%	-0.1%	-1.1%	-2.8%	-0.5%	0.3%	-0.70%	-7.7%	1.7%
	SANB4	29/12/16	-0.7%	0.9%	-2.1%	2.0%	1.3%	1.8%	4.1%	1.0%	1.9%	-8.1%	-5.0%	-0.27%	-3.0%	1.0%
		29/12/16	-0.7%	0.9%	-2.1%	2.0%	1.3%	1.8%	4.1%	1.0%	1.9%	-8.1%	-5.0%	-0.27%	-3.0%	1.0%
		28/12/17	-1.5%	0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.9%	-2.2%	2.0%	2.4%	-0.3%	6.1%	-7.1%	-0.17%	-1.9%	2.6%
63	SHUL4	26/04/17	4.4%	8.6%	7.3%	6.9%	-7.3%	2.5%	1.2%	0.4%	-0.5%	-2.3%	0.8%	2.01%	22.1%	0.8%
64	SNSL3	15/03/16	0.1%	0.8%	0.9%	0.5%	0.6%	2.4%	1.2%	-0.6%	0.7%	-1.9%	1.1%	0.53%	5.8%	0.0%
65	SEER3	13/03/17	-0.2%	1.9%	-3.2%	0.9%	2.4%	-3.8%	1.0%	3.3%	-0.7%	4.5%	-0.8%	0.48%	5.3%	1.5%
66	SLCE3	15/09/17	1.6%	0.4%	-0.3%	-0.8%	0.3%	-0.9%	3.7%	2.2%	-0.6%	1.2%	3.8%	0.98%	10.7%	9.0%
67	TAEE3	11/08/17	2.3%	1.0%	0.9%	0.8%	0.3%	-3.6%	1.2%	5.2%	-3.0%	2.5%	-1.1%	0.58%	6.4%	0.0%
		10/11/17	1.0%	-0.3%	2.6%	0.8%	1.2%	1.1%	0.8%	1.3%	0.9%	0.2%	0.1%	0.89%	9.8%	0.6%
	TAEE4	11/08/17	1.5%	0.1%	0.2%	0.5%	-2.9%	3.5%	-0.3%	0.2%	-3.9%	0.4%	2.1%	0.14%	1.5%	0.0%
		10/11/17	0.5%	-1.0%	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	1.9%	-4.3%	3.8%	0.4%	1.2%	0.41%	4.5%	0.6%
68	TECN3	29/04/16	-1.1%	6.6%	-1.5%	0.8%	5.7%	2.3%	-0.9%	-1.6%	2.2%	3.2%	4.9%	1.87%	20.6%	1.0%
69	TGMA3	04/08/17	0.3%	-0.3%	-1.6%	-1.5%	-0.3%	-1.7%	-2.0%	1.4%	1.9%	1.2%	-0.3%	-0.25%	-2.8%	1.6%

70	SHOW3	20/04/17	-0.5%	-0.4%	0.8%	-0.1%	0.0%	-0.7%	-3.7%	0.7%	0.4%	-6.3%	5.1%	-0.41%	-4.5%	1.4%
71	TOTS3	15/03/16	0.3%	-2.8%	-1.1%	-0.1%	0.5%	0.2%	0.6%	-8.5%	-3.2%	-0.3%	-1.8%	-1.49%	-16.4%	1.3%
72	TRPL3	16/06/16	-0.1%	0.1%	-0.3%	-1.8%	-2.1%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-6.3%	-1.09%	-12.0%	1.2%
		13/11/17	-0.3%	1.5%	-1.5%	1.1%	0.6%	-0.2%	3.9%	-1.3%	0.1%	-0.9%	0.0%	0.28%	3.1%	3.8%
	TRPL4	16/06/16	-0.2%	0.3%	-0.7%	4.9%	-2.0%	-1.7%	-1.4%	-0.4%	0.4%	0.6%	-0.7%	-0.07%	-0.7%	1.1%
		13/11/17	-0.8%	-0.4%	-1.8%	1.4%	-1.0%	1.9%	0.0%	0.5%	-0.4%	-3.7%	0.2%	-0.37%	-4.1%	3.5%
73	TUPY3	13/11/17	-0.7%	0.4%	-2.4%	-0.5%	-3.0%	3.6%	1.2%	3.4%	1.5%	-0.1%	2.6%	0.53%	5.9%	1.7%
74	UGPA3	17/02/16	0.2%	0.9%	1.6%	-0.8%	-0.4%	0.4%	3.2%	-1.9%	-0.9%	0.8%	1.4%	0.42%	4.6%	1.3%
		10/08/16	-2.2%	0.6%	1.6%	1.4%	-0.9%	-0.9%	2.8%	0.2%	1.3%	1.8%	0.6%	0.57%	6.3%	1.1%
		22/02/17	2.5%	0.1%	-0.9%	-0.6%	0.2%	0.5%	-0.9%	-1.3%	-1.6%	0.1%	1.0%	-0.09%	-1.0%	1.3%
		09/08/17	-5.6%	1.4%	-1.1%	-0.1%	-0.5%	-0.2%	-2.3%	2.0%	0.9%	-0.8%	-0.3%	-0.59%	-6.4%	1.2%
75	VLID3	08/11/17	2.7%	2.5%	-0.7%	-2.9%	-0.6%	-2.4%	2.1%	-2.3%	0.6%	0.5%	-1.7%	-0.19%	-2.1%	1.2%
76	WHRL3	01/11/17	5.0%	10.3%	4.8%	-8.3%	2.6%	-2.6%	6.5%	1.3%	-0.9%	-0.9%	-2.5%	1.40%	15.4%	4.3%
	WHRL4	01/11/17	1.9%	7.8%	-0.5%	-1.3%	-0.3%	-0.3%	8.3%	-0.1%	-0.8%	0.1%	-0.7%	1.28%	14.1%	4.6%

APÊNDICE B - Classificação das empresas da amostra por setor de atuação e nível de governança

Empresas	Setor de atuação	Nível de governança
1 - Electro Aço Altona s.a.	Bens industriais	Tradicional
2 - AES Tiete Energia	Utilidade pública	Nível 2
3 - Afluente Transmissão de Energia Elétrica S.A	Utilidade pública	Tradicional
4 - Consorcio Alfa de Administração S.A	Financeiro e outros	Tradicional
5 - Ambev S.A	Consumo não cíclico	Tradicional
6 - Arezzo Indústria e Comércio S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
7 - Bahema S.A	Consumo cíclico	Bovespa Mais
8 - Banco Estado de Sergipe S.A - BANESE	Financeiro e outros	Tradicional
9 - Banco Estado do Rio Grande do Sul S.A	Financeiro e outros	Nível 1
10 - Bb Seguridade Participações S.A	Financeiro e outros	Novo Mercado
11 - Braskem S.A	Materiais básicos	Nível 1
12 - BRB Banco de Brasília S.A	Financeiro e outros	Tradicional
13 - BRF S.A	Consumo não cíclico	Novo Mercado
14 - CCR S.A	Bens industriais	Novo Mercado
15 - Cia Est. Ger. Trans. Energia Elétrica - Ceeegt	Utilidade pública	Nível 1
16 - CESP - Cia Energética de São Paulo	Utilidade pública	Nível 1
17 - Cia Hering	Consumo cíclico	Novo Mercado
18 - Cielo S.A	Financeiro e outros	Novo Mercado
19 - Cia gás de São Paulo - COMGAS	Utilidade pública	Tradicional
20 - Cosan S.A	Petróleo, gás e biocombustíveis	Novo Mercado
21 - Cia Energética do Rio Grande do Norte - COSERN	Utilidade pública	Tradicional
22 - CPFL Energia S.A	Utilidade pública	Novo Mercado
23 - Cremer S.A	Saúde	Tradicional
24 - Cristal pigmentos do Brasil S.A	Materiais básicos	Tradicional
25 - CVC Brasil Operadora e Agência de viagens S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
26 - Duratex S.A	Materiais básicos	Novo Mercado
27 - Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A	Bens industriais	Novo Mercado
28 - Elektro redes S.A	Utilidade pública	Tradicional
29 - Embraer S.A	Bens industriais	Novo Mercado
30 - Energisa S.A	Utilidade pública	Nível 2
31 - Energisa Mato Grosso - Distribuidora de energia S.A	Utilidade pública	Tradicional
32 - Engie Brasil Energia S.A	Utilidade pública	Novo Mercado
33 - Estacio Participações S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
34 - Even Construtora e Incorporadora S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
35 - EZ TEC Empreend. e Participações S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
36 - FERBASA - Cia ferro ligas da Bahia	Materiais básicos	Nível 1
37 - Fibria celulose S.A	Materiais básicos	Novo Mercado
38 - Fleury S.A	Saúde	Novo Mercado

39 - Fras-le S.A	Bens industriais	Nível 1
40 - Gerdau S.A	Materiais básicos	Nível 1
41 - Metalúrgica Gerdau S.A	Materiais básicos	Nível 1
42 - Grendene S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
43 - Itausa Investimentos Itau S.A	Financeiro e outros	Nível 1
44 - Itau Unibanco Holding S.A	Financeiro e outros	Nível 1
45 - Klabin S.A	Materiais básicos	Nível 2
46 - Kroton Educacional S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
47 - Linx S.A	Tecnologia da informa.	Novo Mercado
48 - Cia Locação das Américas	Consumo cíclico	Novo Mercado
49 - Magazine Luiza S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
50 - Magnesita Refratários S.A	Materiais básicos	Novo Mercado
51 - Cia Melhoramentos de São Paulo	Consumo cíclico	Tradicional
52 - Monteiro Aranha S.A.	Financeiro e outros	Tradicional
53 - MRV Engenharia e Part. S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
54 - Multiplus S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
55 - Nadir figueiredo Indústria e Comércio S.A	Consumo cíclico	Tradicional
56 - Natura Cosméticos S.A	Consumo não cíclico	Novo Mercado
57 - Odontoprev S.A	Saúde	Novo Mercado
58 - Pettenati S.A Indústria Têxtil	Consumo cíclico	Tradicional
59 - Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A	Saúde	Novo Mercado
60 - Randon S.A Implementos e Participações	Bens industriais	Nível 1
61 - Rede Energia Participações S.A	Utilidade pública	Tradicional
62 - Banco Santander (Brasil) S.A	Financeiro e outros	Tradicional
63 - Schulz S.A	Bens industriais	Tradicional
64 - Senior Solution S.A	Tecnologia da inform.	Novo Mercado
65 - Ser Educacional S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
66 - SLC Agrícola S.A	Consumo não cíclico	Novo Mercado
67 - Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A	Utilidade pública	Nível 2
68 - Technos S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
69 - Tegma Gestão Logística S.A	Bens industriais	Novo Mercado
70 - T4f Entretenimento S.A	Consumo cíclico	Novo Mercado
71 - Totvs S.A	Tecnologia da inform.	Novo Mercado
72 - CTEEP - Cia Transmissão Energia Elétrica Paulista	Utilidade pública	Nível 1
73 - Tupy S.A	Bens industriais	Novo Mercado
74 - Ultrapar Participações S.A	Petróleo, gás e biocombustíveis	Novo Mercado
75 - Valid soluções S.A	Bens industriais	Novo Mercado
76 - Whirlpool S.A	Consumo cíclico	Tradicional