

**O Retorno Anormal das Ações em Cenários de Estabilidade e Crise: uma análise do
mercado brasileiro**

Karine de Jesus Rodrigues Santana

Programa de Pós-Graduação em Administração - PPGAdm

Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Victor Silva

Programa de Pós-Graduação em Administração - PPGAdm

Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Resumo

O presente artigo tem como objetivo analisar a relação entre períodos de estabilidade e períodos de crise financeira no retorno anormal de ações do mercado brasileiro. Para tanto, realizou-se uma pesquisa de abordagem quantitativa, com finalidade descritiva e procedimentos documentais. Os dados foram obtidos por meio da base Econômica, sendo analisados por meio de regressão linear múltipla. Os resultados evidenciam que os dividendos e o lucro tendem a reduzir em períodos de crise, mesmo apresentando relação positiva com o retorno anormal. Já o tamanho tende a influenciar negativamente o retorno anormal e o endividamento têm predisposição a aumentar em período de crise, apresentando relação positiva com o retorno anormal.

Palavras-chave: Finanças. Mercado de Ações. Retorno de dividendos. Crise financeira.

1 Introdução

No sistema capitalista, considerado instável, é recorrente acontecer crises financeiras (BORGES, et al., 2018). Entre os anos de 2003 e o início de 2008 a economia global caracterizava-se por grande expansão com a inflação baixa e elevado desenvolvimento (ESPEJO; CLEMENTE, 2016). Os autores discorrem que as baixas taxas de juros incentivaram ao crescimento imobiliário culminando a chamada bolha imobiliária. Além disso, a redução de impostos de empresas e pessoas físicas gerou um maior poder de compra, aumentando o consumo (ESPEJO; CLEMENTE, 2016).

Tanto Ribeiro e Gerigk (2016) quanto Ribeiro, Scherer e Silva (2016), discorrem que, em 2007, surgiram os primeiros sinais da crise no mercado imobiliário norte-americano que teve um efeito dominó se espalhando, rapidamente, onde o mundo todo sentiu suas consequências. Conforme Borges et al. (2018), a crise originou-se de causa econômica em decorrência da falência dos bancos dos Estados Unidos no segmento *subprime*, um crédito de risco, concedido a um tomador que não oferece garantias. Nesse contexto, ocorreram diversos empréstimos imobiliários de devedores insolventes que levaram diversos bancos e instituições financeiras a falência (RIBEIRO; GERIGK, 2016).

Duarte et al. (2019) discorre que após a crise de 2008, o PIB, no Brasil, apresentou uma variação positiva, em 2013, influenciado pela taxa de investimento. As taxas de inflação acima da meta e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) maior do que o

ano de 2012 já apresentava sinais de tempos de crise. O mercado financeiro, em geral, envolve riscos e os investidores aderem a eles para obterem maiores retornos. Em momento de crise há um excesso de preocupação com a possível perda do capital investido o que ocasiona vários resgates dos recursos aplicados (ESPEJO; CLEMENTE, 2016).

Esse movimento de desinvestimento pode ser observado também na crise nacional. Observa-se que, nesse momento há uma retração do mercado de títulos privados e os bancos procuram mitigar os riscos e ofertas a longo prazo (FRANZOTTI, et al., 2021). Essa redução frequente, nos momentos de crises, da disponibilidade de capital e do crédito, exige das empresas ações que impactam as decisões de financiamento das organizações (BORGES, et al., 2018).

A grande recessão brasileira, iniciada no ano 2014 com reflexos até 2018, é a mais profunda e duradoura queda no nível de atividade econômica desde meados da década de 1940 (PAMPLONA; SILVA, 2021). Foram 11 trimestres consecutivos de queda no Produto Interno Bruto - PIB o que acarretou um recuo com patamares semelhantes aos do ano de 2010 (NONATO; TÓFOLI, 2020). Os autores disseram que, no último trimestre de 2016 o PIB recuou 7,9%, o consumo das famílias caiu 8,9% e nos investimentos reduziram em 23,5% onde o Ibovespa caiu 40,5 chegando a 37.046 pontos em janeiro de 2016 (NONATO; TÓFOLI, 2020).

A rápida disseminação da crise afetou todo o sistema financeiro, gerando prejuízo em diferentes setores da economia brasileira (PEREIRA, et al., 2019). Essa recessão impactou a oferta de crédito que afeta as condições financeiras das organizações (FRANZOTTI, et al., 2021), além do aumento de juros, inflação e desemprego que fez piorar o cenário econômico sendo um choque entre oferta e demanda advindo de erros na política econômica (PONTEL; TRISTÃO; BOLIGON, 2020).

São diversos fatores que contribuiu para a crise econômica sendo a superprodução, recessão e depressão, recuo do PIB e aumento das taxas de juros, além de resquícios da crise de 2008. Nesse sentido, a economia passa por momento instável e um descontrole da inflação o que acarreta diminuição na produção e comercialização de produtos e o aumento do desemprego (PONTEL; TRISTÃO; BOLIGON, 2020). O período de recessão chegou ao fim em 2017, quando a economia teve crescimento de 1%, sem recuperar as perdas decorrentes após anos de recuo (NONATO; TÓFOLI, 2020; DUARTE, et al., 2019)

Essas crises são fatores externos que comprometem o patrimônio de uma empresa, afetando o financeiro e a economia, podendo gerar endividamento ao passar do tempo nas organizações (PEREIRA, et al., 2019). É possível que nesses tempos as empresas retraiam os investimentos em razão da insegurança instalada na economia (DUARTE, et al., 2019). Uma estratégia para conservar os investidores nas organizações é o pagamento de dividendos. Entretanto, em momento de crise a tendência é que as empresas retraiam o caixa em períodos de instabilidade econômica por precaução, afetando quanto às decisões de pagamento de dividendos, que pode necessitar de um financiamento externo (LEITE, et al., 2020).

Desse modo, nesta pesquisa, analisará como lucro, o tamanho, a distribuição de dividendos e o grau de endividamento das empresas, afetam o retorno das ações, considerando os seguintes períodos: estabilidade e crise nacional. Sendo os anos de 2010 a 2013 período de estabilidade e de 2014 a 2018 crise nacional, conforme (MOREIRA, et al., 2021). Assim, o objetivo é analisar a relação entre períodos de estabilidade e períodos de crise financeira no retorno anormal de ações do mercado brasileiro.

2 Dividendos, lucro e retorno das ações no contexto macroeconômico

Os dividendos são considerados como pagos pelos acionistas por contribuição na participação de fundos para uma empresa e compensação por montante médio de despesas inerentes à negociação (REYNA, 2017). Desse modo, à medida que os acionistas vão recebendo os dividendos, estes lhes possibilitam recuperar parte do valor do investimento que fizeram na empresa.

No mercado de ações brasileiro, há determinação legal de distribuição de dividendos, de modo que o percentual a ser distribuído é definido por cada companhia. Se o estatuto for omissivo quanto a essa parcela, o dividendo mínimo obrigatório corresponderá, no geral, a 50% do rendimento líquido da companhia, em cada exercício, diminuído ou acrescido dos valores relativos à importância destinada à constituição da reserva legal e ao montante destinado à formação da reserva para contingências (VIANA JUNIOR, et al., 2017).

Com efeito, a análise da política de dividendos no Brasil necessita de alguns cuidados específicos, uma vez que possui particularidades em relação a obrigatoriedade de distribuição bem como a aspectos inerentes do sistema tributário incidente sobre dividendos, que difere do

adotado nos países de origem dos estudos mais relevantes sobre o tema, como EUA, Inglaterra, Alemanha e Japão (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015).

Dessa maneira, as entidades financeiras brasileiras possuem atributos específicos por estabelecer a remuneração via dividendos regularmente, o que, de certa forma, é interessante para os investidores. Como consequência, o pagamento de dividendos regularmente e de forma presumível esquiva-se de uma banalização negativa junto ao mercado (FONTELES et al., 2012; SILVA; DANTAS, 2015; FORTI; SCHIOZER, 2015).

Assim, tendo em vista que as decisões de política de dividendos transmitem um conteúdo informacional implícito para investidores, pagar dividendos regularmente e de forma previsível pode evitar uma sinalização negativa ao mercado (FORTI; SCHIOZER, 2015). Nesse contexto, há uma tendência em manter estabilidade na política de dividendos, com o propósito de evitar eventual sinalização negativa ao mercado. Não obstante, a distribuição de dividendos funciona como amenizador dos conflitos de agência (GONZAGA; COSTA, 2009), haja vista que reduz o recurso disponível para os gestores da empresa.

No entanto, o pagamento de dividendos pode depender do cenário econômico, pois crises econômicas, ocasionadoras de incertezas, ensejam a necessidade de reorientação e de abandono sentimento de estabilidade (CONCEIÇÃO, 2009). No cenário internacional, a crise financeira subprime, que abalou o mundo econômico, teve o seu ápice em setembro de 2008, com a falência do banco americano Lehman Brothers, MARTELANC; GHANI, 2008).

A crise internacional refletiu negativamente na economia brasileira como, por exemplo, no desempenho de alguns setores e na redução do Produto Interno Bruto (PIB), em 2009 (CHAIBI; LIMA, 2019). Em relação apenas ao âmbito doméstico, pode-se considerar como crise nacional o período de 2015 a 2018. Nele, especialmente nos anos de 2015 e 2016, o desempenho da economia brasileira ficou bem abaixo do verificado nos anos anteriores, 2010 a 2013 (IBGE, 2019).

Ante o exposto, infere-se que a relação entre dividendos e retorno das ações, bem como entre a interação de dividendos e lucros com o retorno das ações, se dá de maneira diferente de acordo com o cenário macroeconômico e que considerar este fator nas análises econométricas ajuda a explicar o retorno das ações.

3 Procedimentos Metodológicos

3.1 Seleção da Amostra e Tratamento dos Dados

Os dados utilizados nesta pesquisa foram gerados mediante informações contidas na base de dados Economatica. Compreendeu uma série histórica entre os anos de 2010 a 2018, com dados anuais. A amostra é um painel de dados composto por 1.562 observações anuais. Sendo ações de empresas não financeiras cadastradas listadas na B3 (antiga BM&FBovespa).

Considerou-se as classes de ações (preferencial ou ordinária) mais líquidas de cada empresa no período analisado. Com o objetivo que não ocorresse duplicidade de observações sobre uma mesma empresa em um mesmo período. Para evitar o efeito de observações com valores extremos (*outliers*), alguns valores foram “winsorizados” no percentil 5%.

3.2 Definições das Variáveis

As fórmulas das variáveis dependentes e independentes, estão em conformidade com o estudo Brugni, et al. (2012).

3.2.1 Variável Dependente - Retorno Anormal (RA)

A variável dependente foi utilizada, para medir o retorno das ações, o retorno anormal. Simões et al. (2021) discorrem que, para se conceituar o retorno anormal deve-se mencionar sobre o retorno esperado e observado. Pode-se calcular o retorno esperado, nas mesmas condições, de uma empresa e ao subtrair dele o retorno observado origina-se o retorno anormal – RA. Os autores dissertam que, o RA é uma representação das ações do mercado que está diretamente ligado aos outros dois retornos.

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - RIBOV_t$$

Onde:

$RA_{i,t}$ = Retorno Anormal para a empresa i no período t;

$R_{i,t}$ = Retorno da empresa i no período t;

$RIBOV_t$ = Retorno Esperado conforme linha do mercado para a empresa i no período t.

O retorno da ação foi calculado da seguinte forma:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Onde:

$R_{i,t}$ = Taxa de retorno da empresa i no período t ;

$P_{i,t}$ = Preço da ação da empresa i no período t ;

$P_{i,t-1}$ = Preço da ação da empresa i na data $t-1$.

O retorno do mercado (RIBOV) foi calculado da mesma forma do retorno da ação:

$$RIBOV_t = \frac{IBOV_t - IBOV_{t-1}}{IBOV_{t-1}}$$

Onde:

$RIBOV_t$ = Taxa de retorno do IBOVESPA no período t ;

$IBOV_t$ = Preço do IBOVESPA na data t ;

$IBOV_{t-1}$ = Preço do IBOVESPA na data $t-1$.

3.2.2 Variável Independente

O lucro líquido ajustado é uma das bases de cálculo que a companhia pode escolher para distribuir os dividendos (ASSAF NETO, 2019) sendo calculado da seguinte forma:

$$LLA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{VM_{i,t-1}}$$

Onde:

$LLA_{i,t}$ = Lucro ajustado da empresa i no período t ;

$LL_{i,t}$ = Lucro Líquido da empresa i no período t ;

$VM_{i,t-1}$ = Valor de mercado da empresa i no período $t-1$.

Considerou-se como métrica de valor de mercado o produto da quantidade de ações disponíveis em 31 de dezembro (ou a última data anterior de negociação no pregão) e o valor da ação com data de fechamento do dia.

Dividendo ajustado

$$DIVA_{i,t} = \frac{DIV_{i,t}}{VM_{i,t-1}}$$

Onde:

$DIVA_{i,t}$ = Dividendo ajustado da empresa i no período t ;

$DIV_{i,t}$ = Dividendo divulgado da empresa i no período t ; $i,t-1$

$VM_{i,t}$ = Valor de Mercado da empresa i , no período $t-1$.

Tamanho (TAM)]

Para a *Proxy* do tamanho da empresa foi adotado o logaritmo natural do Ativo total da empresa, conforme evidenciado abaixo:

$$TAM_{i,t} = 1n(AT_{i,t})$$

Endividamento (END)

A *proxys* adotada para controlar o efeito do nível de endividamento das empresas, foi testada no sentido de levar em consideração também os passivos operacionais das empresas, que no Brasil tem relativa a expressão dentro dos passivos totais sendo representada pela relação entre o capita de terceiros (passivos operacionais e não operacionais, de curto e longo prazo) e o passivo total:

$$END_{i,t} = \frac{CT_{i,t}}{PT_{i,t}}$$

Em que: $END_{i,t}$ = Endividamento da empresa i no período t ; $CT_{i,t}$ = Capital de Terceiros (Passivo Circulante + Passivo não Circulante) da empresa i no período t ; $PT_{i,t}$ = Passivo Total (PC + PnC + PL) da empresa i , no período t .

3.3 Técnicas e teste econométrico

Nesta pesquisa, realizou-se teste econométrico por meio de regressão linear múltipla, conforme equação 8.

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LLA_{it} + \beta_2 DIVA_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 END_{it} + CRIS_{it} + \varepsilon_{it}$$

(E.8)

Em que: RA_{it} , = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t ; LLA_{it} = Lucro Líquido Ajustado da empresa i no período t ; $DIVA_{it}$ = Dividendo ajustado da empresa i no período t ; TAM_{it} = Variável de controle do Tamanho da empresa i no período t ; END_{it} = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t ; $CRIS_{it}$ = *dummy* para identificar período de crise, sendo 0 para período entre 2010 a 2013 e 1 para período entre 2014 a 2018.

O modelo representado na equação 8 foi testado em diferentes períodos macroeconômicos, de crise (2014 a 2018) e não crise (2010 a 2013), conforme (MOREIRA, et al., 2021), bem como em todo o período da amostra (período geral – 2010 a 2018), permitindo a comparação da relação entre as variáveis em três cenários diferentes. Para isso, utilizou-se o modelo de regressão com dados em painel. De acordo com Fávero (2013), os

dados em painel possibilitam o uso de um número maior de informações, mais variedades nos dados, diminuição da colineariedade entre as variáveis, melhor qualidade de independência e aplicabilidade nas estimações. Inclui-se no estudo temporal, os dados em *cross-section* (FÁVERO, 2013).

As três abordagens mais habitual de análise de dados em painel são: a POLS (*pooled ordinary least squares*) que considera o beta de uma variável explicativa igual para todas as observações ao longo tempo; Efeitos Fixos (*Fixed-effects*) que, diferente da POLS, considera as modificações ao longo do tempo; e a de Efeitos Aleatórios (*Random-effects*), que analisa as diferenças individuais do intercepto de cada empresa no termo do erro (FÁVERO et al., 2009, p. 382).

Aplicou-se os testes de *Breusch-Pagan*, *Chow* e *Hausman* para definir qual o melhor modelo entre efeitos fixos, aleatórios e POLS em cada período. No período geral da amostra os resultados demonstraram que a abordagem de POLS é mais indicada. Enquanto, no período de não crise a abordagem mais indicada foi o Efeito Fixo. No período de crise, os testes deram indeterminados. O Quadro 1 apresenta os testes (*Breusch-Pagan*, *Chow* e *Hausman*) para cada período.

Quadro 1 - Testes por período

Período	Breusch-Pagan	Chow	Hausman
Geral (2010-2018)	pols	pols	fixo
Não crise (2010 a 2013)	pols	fixo	fixo
Crise (2014 a 2018)	aleatório	pols	fixo

Fonte: elaborado pelos autores.

Tendo em vista que, o objetivo deste estudo é comparar a relação entre as variáveis em diferentes períodos, sem alterar o modelo, optou-se por padronizar a estimação dos resultados para os 03 (três), a fim de proporcionar melhor comparabilidade na análise. Desse modo, pelos motivos expostos a seguir, definiu-se o estimador de efeitos fixos como o mais adequado para testar as relações no 03 (três) períodos.

Conforme Gujarati e Porter (2011) se o modelo de efeito fixo for adequado, o estimador de dados empilhados (*pooled*) será sempre inconsistente, mesmo que *pooled* ou efeito aleatório seja o mais indicado, a estimação com efeitos fixos será sempre consistente. Se o modelo mais adequado for com estimador de efeitos fixos, a estimação com efeitos aleatórios

será inconsistente. Os três testes de *White* evidenciaram a existência heteroscedasticidade nos modelos, por isso foram estimados no modo robusto.

4 Resultados e Discussões

Com o objetivo de apresentar uma visão geral do comportamento das variáveis dos modelos de regressão de dados em painel, evidencia-se a estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo, entre 2010 e 2018, na Tabela 1.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Variável	Obs.	Média	Dev. Pad	Min	Max
WRA	2,616	.0229938	.3790158	-.6162288	.8358162
WLLA	2,473	-.1376339	.5340203	-2.026538	.2601796
WDIVA	1,607	.0397854	.0358333	.0014073	.1376012
WLTAM	2,791	14.61374	1.876253	10.69925	17.66945
WEND	2,789	.7577194	.5983468	.1727746	2.77713

Notas: RA = retorno anormal; LLA = lucro líquido ajustado; DIVA = dividendo ajustado; TAM = tamanho; END = endividamento.

Fonte: elaborada pelos autores.

Observa-se que, na média, o retorno das ações das empresas foi positivo em comparação com o retorno de mercado. No entanto, examina-se que, na média, as empresas também usufruíram de mais prejuízos do que lucros no período, e que foram pagos, em média, pelas empresas, 3,9 % de dividendos em relação ao valor de mercado.

Tabela 2 – Matriz de Correlação

	RA	LLA	WDIVA	WLTAM	WEND	CN
RA	1.0000					
LLA	0.0097	1.0000				
WDIVA	0.1841*	0.0412	1.0000			
WLTAM	0.0445*	0.0766*	-0.0040	1.0000		
WEND	-0.0801*	-0.2115*	-0.0200	-0.3957*	1.0000	
CN	-0.1297*	-0.0445*	0.0007	-0.0114	0.0713*	1.0000

Notas: RA = retorno anormal; LLA = lucro líquido ajustado; DIVA = dividendo ajustado; TAM = tamanho; END = endividamento e CN= crise nacional.

Fonte: elaborado pelos autores.

Os dados da matriz de correlação mostraram que, não há uma forte correlação entre as variáveis do modelo. Conforme é possível ver na tabela, dividendo e tamanho, apresentaram uma correlação positiva com o retorno anormal das ações, significância a 5%. Enquanto,

endividamento e período de crise expuseram uma correlação negativa com o retorno anormal das ações, significância a 5%.

Tabela 3 – Regressão

Variável	Wra (Período Geral)	Wra (Período não crise)	Wra (Período de crise)
Wdiva	2.502*** (6.47)	3.905*** (7.62)	1.830*** (5.03)
Wlla	0.377*** (3.68)	0.286* (1.75)	0.275*** (3.89)
Wltam	-0.149*** (-4.18)	-0.116 (-1.29)	-0.0130* (-1.71)
End	0.150 (1.07)	-0.226 (-1.03)	0.182*** (2.78)
Cons	2.170*** (3.97)	1.887 (1.42)	0.0319 (0.30)
N. de obs	1562	727	835
VIF	1.15	1.19	1.14
R²	0.0961	0.1369	0.0792
Controle por ano	Sim	Sim	Sim

Notas: RA = retorno anormal; LLA = lucro líquido ajustado; DIVA = dividendo ajustado; TAM = tamanho; END = endividamento; CONS = constante; N. de obs. = número de observações; ***, ** e * = significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: elaborada pelos autores.

Conforme é possível verificar, na Tabela 3, a variável Dividendo apresentou significância positiva, 1%, em relação ao retorno anormal das ações em todos os períodos (geral, não crise e crise nacional). O lucro apresentou significância positiva de, 1%, no período geral e de crise, e no período de não crise, apresentou uma significância positiva de 10% em relação ao retorno anormal das ações. A variável Tamanho apresentou significância negativa no período geral, 1%, e no período de crise, 10%. O endividamento apresentou significância positiva, 1%, apenas com o período de crise.

Com base nos dados da regressão, em qualquer período pagar mais dividendos apresentou relação positiva com o retorno anormal da ação. De acordo com, Novis Neto e Saito (2003) o pagamento de dividendos assinala ao mercado e aos acionistas a informação de que, as condições financeiras e econômicas da empresa estão sob controle. Neste sentido, em

qualquer período (geral, não crise e crise nacional), ter mais lucro, apresentou uma relação positiva entre o lucro e o retorno anormal das ações. Da Silva et al. (2016) discorre que, a informalidade de que as empresas estão tendo lucro, reflete no preço das ações, por isso as empresas tendem a passar a informação que estão tendo lucro.

Na variável tamanho, no período geral e período de crise, empresas maiores tiveram menor retorno anormal das ações, corroborando com os estudos de Oliveira et al. (2019) em que, os resultados, sugerem que as particularidades das empresas interferem no retorno anormal das ações. No entanto, o período de não crise, não apresentou significância estatística. Nos períodos de crise, empresas mais endividadas tiveram maior retorno das ações.

Os resultados do teste VIF mostraram que, não houve problemas de multicolinearidade nas estimações realizadas. As variáveis no período normal, explica 9% da variação do retorno anormal das ações; no período de não crise, as variáveis elucidam 13% da variação do retorno anormal das ações e; no período de crise, 7% explicam a variação do retorno anormal das ações. Esse conjunto de variáveis independentes, explica melhor a variação do retorno anormal das ações no período não crise.

5 Considerações Finais

Neste estudo, foi analisada a relação entre períodos de crise e não crise financeira no retorno anormal das ações no mercado brasileiro. Os resultados obtidos evidenciam que, os dividendos e o lucro tendem a reduzir em períodos de crise, mesmo apresentando relação positiva com o retorno anormal. O tamanho tende a influenciar negativamente o retorno anormal e o endividamento têm predisposição a aumentar em período de crise, apresentando relação positiva com o retorno anormal.

De modo geral, a análise deste estudo preocupou-se em descobrir o comportamento do mercado de ações em período de crise e não crise. Como limitação, esta pesquisa não considerou o setor de atividade. Desse modo, sugere-se uma análise do setor de atividade, no período de crise econômica, nacional e internacional. Recomenda-se, também, estudos futuros que analisem a relação num cenário de crise econômica nacional e internacional, como o ocorrido em 2020, decorrente da pandemia causada pelo COVID-19.

Agradecimentos

O presente trabalho foi realizado com o apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.

Referências

- ASSAF NETO, A. **Curso de administração financeira**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2019.
- BORGES, W. C.; et al. Impacto da Crise Financeira Internacional de 2008 sobre a Estrutura de Capital das Empresas de Países Desenvolvidos e Emergentes. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 15, n. 34, p. 58-75, 2018.
- BRUGNI, T. V.; NETO, A. S.; BASTIANELLO, R. F.; PARIS, P. K. S. Influência de dividendos sobre a informatividade dos lucros: evidências empíricas na BM&FBOVESPA. **Revista Universo Contábil**. Blumenau, v. 8, n. 3, p. 82-99, 2012.
- DA SILVA, S. F.; FORMENTINI, B. F.; REINA, D.; SARLO NETO, A. Empresas que distribuem dividendos e adotam governança corporativa tem retornos anormais em suas ações? **Revista Ambiente Contábil**, v. 8, n. 2, p. 233-248, 2016.
- DUARTE, J. M. S.; et. al. Efeitos do Conservadorismo Condicional Decorrente da Crise Econômica sobre o Investimento das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 18, n. nd, p. 1-14, 2019.
- ESPEJO, R. A.; CLEMENTE, A. Os Níveis de Governança Corporativa Enquanto Fatores Redutores de Risco na Crise Financeira de 2008. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 21, n. 2, p. 35-51, 2016.
- FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR - Brazilian Business Review**, vol. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.
- FÁVERO, L. P.L; BELFIORE, P.; SILVA, F.; CHAN, B. L. Análise de dados: **modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FRANZOTTI, T.; et al. Financiamento de Empresas Brasileiras Durante Crises: Comparativo entre as Crises de 2002, 2008 e 2015. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 22, n. 1, p. 1-36, 2021.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011. 924 p.

- LEITE, M.; et al. Determinantes do Pagamento de Dividendos nos Períodos de Prosperidade e Crise Econômica em Empresas Brasileiras. **Desafio Online**, v. 8, n. 1, p. 68-90, 2020.
- MOREIRA, K. D. S.; PENEDO, A. S. T.; PEREIRA, V. S.; AMBROZINI, M. A. Crises e Precificação de Ativos no Mercado de Capitais Brasileiro: Os Cinco Fatores de Fama & French. **Revista Gestão Organizacional**, v. 14, n. 2, p. 95-115, 2021.
- NONATO, V. L. S.; TÓFOLI, P. V. Impacto da Crise Econômica de 2014 a 2016 sobre o Coeficiente Beta do Mercado de Capitais Brasileiro. **RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 19, n. 3, p. 441-462, 2020.
- NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **RAUSP Management Journal**, v. 38, n. 2, p. 135-143, 2003.
- OLIVEIRA, A.; MAGNANI, V.; TORTOLI, J.; FIGARI, A.; AMBROZINI, M. A Relação entre as Despesas com P&D e o Retorno Anormal das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 20, n. 5, p. 1-32, 2019.
- PAMPLONA, E.; SILVA, T. P. Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas Industriais Brasileiras nos Períodos de Prosperidade e Crise Econômica. **Enfoque Reflexão Contábil**, v. 40, n. 2, p. 135-152, 2021.
- PEREIRA, A. P. A.; et al. Impactos da Crise Econômica de 2014 na Rentabilidade e Endividamento de Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE**, v. 10, n. 2, p. 90-111, 2019.
- PONTEL, J.; TRISTÃO, P. A.; BOLIGON, J. A. R. Comportamento da Taxa Selic e as Operações de Investimento e Financiamento de Pessoa Física no Período Pós-Crise Econômica. **Revista Gestão Organizacional**, v. 13, n. 2, p. 123-141, 2020.
- RIBEIRO, F.; GERIGK, W. O impacto da crise financeira internacional sobre os investimentos públicos municipais. RACE: **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 15, n. 1, p. 95-114, 2016.
- RIBEIRO, F.; SCHERER, L. M.; SILVA, A. A. B. Visão Baseada em Recursos: Estudo do Impacto da Crise Financeira na Heterogeneidade do Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista Capital Científico - Eletrônica**, v. 14, n. 2, p. 9-24, 2016.

SIMÕES, J. J. F.; et al. Tempestividade dos Lucros Contábeis Observada por Meio do Retorno Anormal Acumulado e da Variância do Retorno Anormal. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 22, n. 1, p. 65-81, 2021.