

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO**

Diego Reis Chain

**Um estudo dos direcionadores da distribuição de dividendos das empresas não
financeiras participantes da B3**

Juiz de Fora

2022

Diego Reis Chain

**Um estudo dos direcionadores da distribuição de dividendos das empresas não
financeiras participantes da B3**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade Federal de Juiz de Fora como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Finanças

Orientadora: Prof. Dra. Flávia Vital Januzzi

Juiz de Fora

2022

Ficha catalográfica elaborada através do programa de geração automática da Biblioteca Universitária da UFJF, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Chain, Diego Reis.

Um estudo dos direcionadores da distribuição de dividendos das empresas não financeiras participantes da B3 / Diego Reis Chain. -- 2022.

166 f.

Orientadora: Flavia Vital Januzzi

Dissertação (mestrado acadêmico) - Universidade Federal de Juiz de Fora, Faculdade de Administração e Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Administração, 2022.

1. Política de Dividendos. 2. Dividend Yield. 3. Dividend Payout. 4. Regressão Quantílica. I. Januzzi, Flavia Vital, orient. II. Título.

Diego Reis Chain

**Um estudo dos direcionadores da distribuição de dividendos das empresas não
financeiras participantes da B3**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade Federal de Juiz de Fora como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Finanças

Aprovada em 07 de março de 2022

BANCA EXAMINADORA

Prof.^a Dr.^a. Flávia Vital Januzzi - Orientador
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Dr. Ewerton Alex Avelar – Titular Externo
Universidade Federal de Minas gerais

Prof.^a Dr.^a Thais Alves dos Santos – Titular Externo
Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais

Diego Reis Chain

Um estudo dos direcionadores da Distribuição de Dividendos das Empresas Não Financeiras Participantes da B3

Dissertação
apresentada
ao Programa de Pós-
graduação em
Administração
da Universidade
Federal de Juiz de
Fora como requisito
parcial à obtenção do
título de Mestre em
Administração. Área
de
concentração: Gestão
e Organizações

Aprovada em 07 de março de 2022.

BANCA EXAMINADORA

Profª. Drª. Flávia Vital Januzzi - Orientadora
Universidade Federal de Juiz de Fora

Prof. Dr. Ewerton Alex Avelar
Universidade Federal de Minas Gerais

Profª. Drª. Thais Alves dos Santos
Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais

Juiz de Fora, 10/02/2022.



Documento assinado eletronicamente por **Flavia Vital Januzzi, Professor(a)**, em 07/03/2022, às 15:14, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Thaís Alves dos Santos, Usuário Externo**, em 07/03/2022, às 17:52, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Ewerton Alex Avelar, Usuário Externo**, em 08/03/2022, às 17:52, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no Portal do SEI-Ufjf (www2.ufjf.br/SEI) através do ícone Conferência de Documentos, informando o código verificador **0676283** e o código CRC **F957CA4A**.

Universidade Federal de Juiz de Fora

Dedico este trabalho a todos os pesquisadores
no Brasil, que mesmo em tempos difíceis não se
deixam abalar...

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer a minha mãe, Claudia, por ter sempre se dedicado e feito de tudo que estava ao seu alcance para que eu pudesse estudar e alcançar todos os meus sonhos. Você é a pessoa mais importante da minha vida!

Em segundo lugar, gostaria de agradecer a minha querida orientadora Flávia, por todas as conversas, dicas, apoio, sugestões, carinho, paciência e, principalmente, por ter sido mais que uma orientadora. Sem você, certamente esse trabalho não teria sido concluído.

Gostaria de agradecer também ao meu pai, Sergio, por todo o apoio que sempre me deu.

A minha irmã, Tais, que mesmo distante sempre esteve presente quando precisei.

Aos meus grandes amigos, Carolina e Lucas, por sempre estarem comigo em toda a jornada e por me tirarem de casa para espairer até quando eu mesmo achava que não precisava.

Ao meu amor, Júlia, por me escutar sempre nos momentos mais difíceis e por estar do meu lado sempre nessa jornada.

Aos professores do PPGA, por todos os valiosos ensinamentos durante o mestrado.

Aos profissionais da secretaria do Departamento de Administração e Ciências Contábeis, sobretudo a Camila, por estar sempre presente para sanar todas as dúvidas e resolver qualquer problema.

Aos colegas de mestrado, que mesmo separados por uma pandemia, sempre se fizeram presente da maneira que puderam, dispostos a ouvir e ajudar.

Aos meus amigos, que sempre entenderam os meus períodos de ausência e sempre me desejaram sorte e sucesso.

Por fim, a todos que de alguma maneira durante toda a minha vida contribuíram de alguma forma para que esse trabalho fosse concluído.

Muito obrigado!

RESUMO

O propósito do presente estudo foi identificar os direcionadores da política de dividendos das empresas brasileiras listadas na B3 através dos indicadores *Dividend Yield* e *Dividend Payout*, considerando também essas relações dada a divisão de setores da B3. Levou-se em conta como abordagem teórica as teorias da relevância dos dividendos, da irrelevância dos dividendos, informação assimétrica, agência, hipótese do ciclo de vida, efeitos fiscais e tributários, efeito clientela e os aspectos específicos da legislação brasileira. Através de uma revisão teórica que abarcou diversos autores e estudos para diferentes mercados, variáveis como tamanho, endividamento, concentração acionária, governança corporativa, rentabilidade, liquidez, entre outras, foram mapeadas como possíveis direcionadores da política de dividendos. A amostra utilizada contou com 537 empresas com dados anuais entre 1996 e 2020. A análise inicial do estudo aponta que os setores de Utilidade Pública e Comunicações são os que mais distribuem proventos, enquanto o setor Outros pode ser caracterizado como o pior distribuidor. Para estimar os direcionadores da política de dividendos, foi utilizado um modelo com dados em painel e o método econométrico da Regressão Quantílica com os quantis .25, .5, .75 e .9 utilizados como parâmetros de estimação. Para as estimações com toda a amostra, sem divisão de setor, os resultados apontam que: i) o tamanho do ativo é significativo, positivo e crescente para todos os quantis de ambas as variáveis; ii) o lucro por ação é positivo e significativo para todos os quantis de *Dividend Yield*; iii) PIB, câmbio e CDI são significativas para explicar a política de dividendos das empresas; iv) o pertencimento aos níveis diferenciados de governança corporativa impactam positivamente as empresas que distribuem menos dividendos e negativamente as empresas que distribuem mais dividendos; e v) as variáveis relacionadas a rentabilidade e endividamento não apresentaram bom desempenho para explicar a política de dividendos das empresas. Já quando olhamos para cada setor de atuação, os resultados apontam que: i) em geral, o tamanho do ativo é positivo, crescente e significativo para a maioria dos quantis considerando ambas as variáveis dependentes; ii) PIB, CDI e Câmbio apresentam bom desempenho para explicar a política de dividendos das empresas; iii) as características de controle relacionadas ao endividamento, liquidez, risco e rentabilidade apresentam relações diferentes para cada setor; iv) características relacionadas ao controle acionário e pertencimento aos segmentos diferenciados de governança corporativa indicam a presença de efeito clientela e de sinalização na política de dividendos das empresas a depender do setor de atuação.

Palavras-chave: Política de Dividendos. *Dividend Yield*. *Dividend Payout*. B3. Regressão Quantílica.

ABSTRACT

The purpose of this study was to identify the dividend policy drivers of Brazilian companies listed on B3 through the Dividend Yield and Dividend Payout indicators, also considering these relationships given the division of B3's sectors. Among the theoretical approaches of the study, the theory of relevance of dividends, the theory of the irrelevance of dividends, asymmetric information, agency theory, the hypothesis of the life cycles of organizations, the theory of fiscal and tributary effects, clientele and specific aspects of Brazilian legislation, in which there is more than one form of distribution of earnings. Through a theoretical review that included several authors and studies for different markets, including within Brazil, variables such as size, indebtedness, shareholding concentration, corporate governance, profitability, liquidity, among others, were mapped as possible drivers of dividend policy. The sample used included 537 companies with annual data between 1996 and 2020. The initial analysis of the study points out that the Public Utility and Communications sectors are the sectors that most distribute earnings, while the Others sector can be characterized as the worst distributor. To estimate the dividend policy drivers, a panel data model and the econometric method of Quantile Regression with quantiles .25, .5, .75 and .9 were used as estimation parameters. For the estimations with the entire sample, without sector division, the results indicate that: i) the asset size is significant, positive and increasing for all quantiles of both variables; ii) earnings per share are positive and significant for all DY quantiles; iii) GDP, exchange rate and CDI are significant to explain companies' dividend policy; iv) belonging to differentiated levels of corporate governance positively impact companies that distribute less dividends and negatively impact companies that distribute more dividends; and v) variables related to profitability and indebtedness did not perform well to explain the companies' dividend policy. When we look at each sector of activity, the results show that: i) in general, the size of the asset is positive, increasing and significant for most quantiles considering both dependent variables; ii) GDP, CDI and Exchange rate show good performance to explain companies' dividend policy; iii) the control characteristics related to indebtedness, liquidity, risk and profitability present different relationships for each sector; iv) characteristics related to shareholding control and belonging to differentiated segments of corporate governance indicate the presence of a clientele and signalling effect in the dividend policy of companies, depending on the sector in which they operate.

Keywords: Dividend Policy. Dividend Yield. Dividend Payout. B3. Quantile Regression.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|--|----|
| Quadro 01 - Principais Teorias sobre política de dividendos..... | 21 |
| Quadro 02 - Diferenças entre Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio | 35 |
| Quadro 03 - Especificações Níveis de Governança Corporativa da B3 | 38 |
| Quadro 04 - Sintetização de estudos internacionais sobre política de dividendos | 49 |
| Quadro 05 - Resumo dos Estudos Nacionais | 56 |
| Quadro 06 - Potenciais Direcionadores da Política de Dividendos..... | 62 |
| Quadro 07 - Variáveis Dependentes..... | 65 |
| Quadro 08 - Variáveis independentes utilizadas para determinar a política de dividendos | 63 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|-----|
| Tabela 01 - Classificação por Setor Econômico x Número de empresas | 59 |
| Tabela 02 - Percentual de dados ausentes para cada variável anual..... | 66 |
| Tabela 03 - Resultado do teste de estacionariedade para cada variável | 68 |
| Tabela 04 - Estatísticas descritivas para toda a amostra..... | 69 |
| Tabela 05 - Estatísticas descritivas por setor de atuação..... | 72 |
| Tabela 06 - Correlações das variáveis independentes com Payout e DY..... | 76 |
| Tabela 07 - Matriz de correlação das variáveis independentes | 78 |
| Tabela 08 - Resultados do teste VIF das variáveis | 81 |
| Tabela 09 - Resultados para todos os setores | 83 |
| Tabela 10 - Resultados para o setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis..... | 89 |
| Tabela 11 - Resultados para o setor Materiais Básicos | 95 |
| Tabela 12 - Resultados para o setor Bens Industriais..... | 100 |
| Tabela 13 - Resultados para o setor Consumo Não Cíclico | 105 |
| Tabela 14 - Resultados para o setor Consumo Cíclico..... | 109 |
| Tabela 15 - Resultados para o setor Saúde | 113 |
| Tabela 16 - Resultados para o setor Tecnologia da Informação..... | 118 |
| Tabela 17 - Resultados para o setor Comunicações | 123 |
| Tabela 18 - Resultados para o setor Utilidade Pública..... | 128 |
| Tabela 19 - Resultados para o setor Outros | 133 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

| | |
|---------|---|
| ACP | Análise de Componentes Principais |
| ADTV | Average Daily Trading Volume |
| B3 | Bolsa de Valores Brasil, Bolsa, Balcão |
| BCB | Banco Central do Brasil |
| BNDES | Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social |
| BOVESPA | Bolsa de Valores de São Paulo |
| CAPES | Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior |
| CODACE | Comitê de Datação de Ciclos Econômicos |
| CTD | Catálogo de Teses e Dissertações |
| DAP | Dividendo Adicional Proposto |
| DFC | Demonstração dos Fluxos de Caixa |
| DRE | Demonstração de Resultados do Exercício |
| GC | Governança Corporativa |
| GMM | Método de Generalização de Momentos |
| IBGC | Instituto Brasileiro de Governança Corporativa |
| IDIV | Índice de Dividendos da B3 |
| IPO | Oferta Pública Inicial |
| JSCP | Juros Sobre Capital Próprio |
| LSA | Lei das Sociedades por Ações |
| MQO | Mínimos Quadrados Ordinários |
| NYSE | New York Stock Exchange |
| ON | Ações Ordinárias |
| PIB | Produto Interno Bruto |
| PN | Ações Preferenciais |
| RQ | Regressão Quantílica |
| SUS | Sistema Único de Saúde |
| TLJP | Taxa de Juros de Longo Prazo |
| VIF | Fator de Inflação de Variância |

1 INTRODUÇÃO

Dentro do campo de estudo das finanças corporativas, o estudo sobre política de dividendos, suas teorias e os determinantes sobre o pagamento dos dividendos nas empresas é um dos mais debatidos e controversos. O termo "política de dividendos" refere-se à escolha da destinação do lucro líquido, que pode ser distribuído entre os acionistas, ou mesmo reinvestido dentro da própria companhia (quando isso acontece passa-se a ter um aumento do financiamento por capital próprio) (ASSAF NETO, 2008).

Ao decidir distribuir dividendos, uma empresa determina não só o quanto vai ser pago ao acionista, mas o quanto ficará retido e, também, o motivo dessa retenção (LOSS; NETO, 2003). Nesse sentido, conforme Ribeiro (2010), a determinação de como distribuir esses dividendos possui relevante destaque no mercado de capitais, sendo considerado um fator determinante na tomada de decisão, tanto dos investidores como dos gestores, havendo a necessidade de determinar seu nível ótimo.

Easterbrook (1984) mostra que há um confronto de interesses entre gestores e investidores. Enquanto os investidores possuem apenas a riqueza investida na empresa, na forma de ações, os gestores possuem uma grande parte da sua riqueza atrelada à empresa em que atua, seja na forma de salários, capital social e humano ou até mesmo em ações da própria empresa. Desta forma, os gestores estão mais preocupados com o risco total da empresa, e, assim, tendem a ser menos propensos ao risco, podendo tomar decisões mais conservadoras em relação às oportunidades de investimento e que preservem suas posições dentro da companhia.

O estudo de Jensen (1986) destaca que o pagamento de dividendos serve como forma de sinalização de que o gestor está dando preferência à liquidez do acionista ao invés de correr o risco de investir em projetos que possam destruir o valor da empresa, caso cenários adversos ocorram. Por outro lado, quando há pagamento de dividendos observa-se uma redução no caixa disponível da empresa. Assim, em casos de distribuição excessiva dos lucros, a empresa pode ter de buscar recursos para novos investimentos, o que torna, portanto, a política de dividendos fundamental para manutenção do ritmo de crescimento das organizações, visto que os recursos são escassos (PROCIANOY; POLI, 1993).

Até o final da década de 50, em um contexto de economia pós-guerra, havia uma crença de que as empresas deveriam pagar volumosos dividendos, pois a aversão ao risco dos investidores e a incerteza sobre o futuro eram fatores determinantes para a decisão de investimento. Essa crença, que ficou conhecida como “Teoria do Pássaro na Mão”, teve base nos trabalhos de Gordon (1959) e Lintner (1956), em que o pagamento de dividendos estava

intimamente ligado à criação de valor das empresas, ou seja, o efeito causado pela política de dividendos das empresas estava diretamente ligado a decisão de compra ou venda das ações pelos investidores. O fim desse paradigma clássico, aceito até então como verdadeiro, se deu em 1961, com o trabalho publicado por Modigliani e Miller (1961). Em seu estudo, os autores propuseram a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, onde concluíram que, dada uma política de investimentos, somente o nível de investimento determina o valor da empresa, e que os preços atuais e o retorno dos acionistas não são impactados diante disso.

A partir do estudo de Modigliani e Miller (1961), uma onda de novas teorias foram criadas nos anos seguintes, buscando explicar as imperfeições de mercado observadas na economia real, como a presença de impostos, a questão fiscal sobre os meios de remuneração, a assimetria de informação e outras imperfeições que afetam o preço das ações no mercado de capitais que não estavam ponderadas no estudo destes autores. A distribuição de dividendos se apoia basicamente em duas correntes: i) a da irrelevância dos dividendos, em que o que influenciará o valor da empresa é a presença de projetos com valor líquido positivo; e ii) a da relevância dos dividendos, em que se há preferência para receber os dividendos o quanto antes, pois há incerteza quanto ao futuro. Entretanto, fatores como a legislação e a volatilidade de cada mercado podem alterar a confiança dos investidores, interferindo nas preferências tanto dos investidores quanto das empresas. Enquanto um deseja o recebimento imediato dos dividendos, o outro pode preferir o reinvestimento em capital (LOSS; SARLO NETO, 2006).

Autores como Aivazian, Booth e Cleary (2003), Ho (2003) e Décourt e Procianoy (2012) investigaram como alguns direcionadores poderiam explicar, em um contexto de mercado imperfeito, a tendência de empresas pagarem ou não dividendos. Características como tamanho, rentabilidade, oportunidade de crescimento e maturidade, conforme Denis e Stepanyan (2009), são consideradas fundamentais. Alavancagem (ou endividamento), estrutura acionária e governança corporativa são chamados, segundo os autores, de características discricionárias.

Para a investigação desses direcionadores, a literatura apresenta duas vertentes quanto ao processo de investigação: a primeira é através de dados obtidos de informações secundárias, apresentadas pelas empresas e no mercado e utilizando métodos econométricos para análise dos mesmos, como em Fama e French (2001), Ho (2003), Al-Najjar (2009), Heineberg e Procianoy (2003). A outra vertente se dá através da investigação direta com os gestores, por meio de questionários e entrevistas, como nos trabalhos de Lintner (1956), Ambrozini, (2011), e Décourt e Procianoy (2012).

Entretanto, em ambas as vertentes, os resultados encontrados em estudos são divergentes e variam conforme o período, a metodologia e o país analisado. A principal argumentação frente as divergências dos estudos que utilizam dados secundários e análise econométrica, conforme Al-Najjar (2009) é a falta de consenso em relação as variáveis explicativas. Além disso, o autor ressalta que a utilização de diferentes métodos estatísticos nos estudos dificulta a comparação entre seus resultados. O estudo feito por Júnior et al. (2010), por exemplo encontrou resultados que se associam à relevância dos dividendos, em linha com a teoria da agência. Já em Fonteles et al. (2012), encontrou resultados com base na teoria da relevância dos dividendos e na teoria da sinalização.

Em relação ao Brasil, quanto à análise que utiliza dados secundários e métodos econométricos, sendo esse o foco do estudo aqui proposto, o lucro ou prejuízo líquido do período, tamanho, endividamento, investimento e o nível de controle acionário são os que possuem maior poder de explicação. (PROCIANOY, 2003; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2014).

Nesse sentido, Procianoy (2006) argumenta que existem 4 fatores que podem explicar a abordagem sobre os dividendos pelas companhias brasileiras. O primeiro é a queda da inflação, responsável por corroer o valor da moeda brasileira. O segundo aspecto está diretamente relacionado à estabilização da inflação, com a implementação do Plano Real, em que os dividendos se tornaram atrativos. O terceiro aspecto é o crescimento significativo do mercado de capitais brasileiro que levou o investidor a optar pelo retorno em ganhos de capital (com a valorização dos preços das ações) em detrimento dos dividendos e, por fim, a introdução da governança corporativa como fator de preocupação sobre a qualidade das informações disponibilizadas pelas empresas.

Ainda, as companhias listadas na Bolsa de Valores Brasil, Bolsa, Balcão (B3) são submetidas à uma regulação específica, através da lei nº 6.404/1976, conhecida como Lei das Sociedades por Ações (LSA). Dentro deste contexto, através das leis nº 10.303/2001 e nº 12.838/2013, foi determinado que os acionistas têm direito a receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto social da companhia ou, em caso de omissão no mesmo, metade do lucro líquido apurado no período diante de algumas condições, relacionadas à tributação e a constituição da reserva legal. Existe também a figura dos Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) como alternativa para as empresas em suas distribuições dos lucros. Destaca-se, ainda, que diferentemente de outros mercados, como nos Estados Unidos e Europa, no Brasil não existe tributação sobre a distribuição de dividendos, possuindo assim grande relevância em termos de remuneração (ASSAF NETO; LIMA;

AMBROZINI, 2007). Por outro lado, o mercado brasileiro possui uma baixa disponibilidade de recursos para financiamento de atividades de longo prazo e é menos maduro em contraste com o norte-americano e europeu, com menos transações e liquidez (SHENG; SAITO, 2008). Desta forma, a literatura de dividendos no Brasil se desenvolve de forma paralela, buscando entender o efeito destas especificidades no comportamento das empresas (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015).

Diante de um cenário tão difuso em relação a quais direcionadores influenciam a distribuição de proventos, o presente estudo busca ampliar as discussões sobre os determinantes para a política de dividendos, utilizando-se do método da regressão quantílica para avaliar as companhias não financeiras listadas na B3. Desta forma, busca-se encontrar os direcionadores principais que determinam a política de dividendos nestas companhias conforme seu nível de distribuição dos lucros, buscando ainda averiguar se existem diferenças significativas por setor de atuação. Isso seria possível através do uso da regressão quantílica como método de estimação, através do qual busca-se verificar se esses direcionadores seriam diferentes para empresas que se enquadrem dentro dos grupos de maior ou menor nível de distribuição dos lucros, podendo verificar também como cada setor de atuação se comporta neste contexto, em que é possível detectar as diferenças inerentes a cada um destes setores. Vale ressaltar, que, dentro de todos os trabalhos mapeados para realizar o presente estudo, apenas Ströer (2015) utilizou como método a Regressão Quantílica (RQ). Além disso, apenas Tomaz (2017) realizou um estudo levando em conta a divisão por setor utilizada pela B3.

2 RELEVÂNCIA, PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVOS

Essa seção tem como objetivo apresentar a relevância e problema de pesquisa, bem como os objetivos estabelecidos para alcançar os resultados propostos.

2.1. RELEVÂNCIA DA PESQUISA

De acordo com Scherer e Martins (2003), dimensionar de forma errada o pagamento de dividendos aos acionistas pode comprometer a própria organização. Dentre as possíveis consequências, destaca-se o risco de descapitalização, que compromete a continuidade da empresa. Ainda, segundo Almeida e Tavares (2015), o conjunto das decisões financeiras das empresas estão intimamente ligadas às políticas de dividendos, pois essas decisões levam a alterações positivas ou negativas nos indicadores econômico-financeiro das empresas, tendo impacto direto na política de financiamento e investimento.

Para Brealey, Myers e Allen (2008), os dividendos podem ser considerados um dos maiores problemas de finanças, e, para que se chegue a qualquer consenso, é necessário um número maior de pesquisas empíricas e teóricas. No mesmo sentido, Santos, Marques, Perpétuo e Rocha (2020) argumentam que a política de dividendos é um tema amplamente discutido dentro do Brasil, em que há grande divergência nos resultados encontrados. Al-Najjar (2009) diz que os estudos que investigam os dividendos e suas políticas são motivados, em grande parte, pela falta de consenso entre os estudiosos e a divergência entre os resultados, seja pela utilização de diferentes métodos ou pela falta de variáveis significativas.

O presente trabalho parte do estudo proposto por Fonteles et al. (2012), em que os autores averiguaram os possíveis fatores que direcionam para o pagamento de dividendos das empresas presentes no Índice de Dividendos (IDIV) da B3, objetivando caracterizar o perfil dessas empresas. Como conclusão desse estudo, os autores verificaram que a política de dividendos paga por essas companhias, em sua maioria, são maiores que o mínimo exigido pela lei nº 6404/76 e suas alterações, que determina a distribuição de 25% do lucro líquido ajustado. Ainda, verificou-se que esses proventos são distribuídos aos acionistas predominantemente sob a forma de dividendos e JSCP, em detrimento de outras formas, como programas de recompra de ações. Ao contrário dos dividendos, cuja distribuição não é tributada, os JSCP geram uma tributação ao acionista e um benefício fiscal a empresa, uma vez que é contabilizado como uma despesa financeira e reduz a incidência de impostos sobre o lucro líquido. Além disso, o estudo mostrou que alguns direcionadores considerados importantes pela literatura, como o crescimento, apresentou um resultado contrário ao esperado. Entretanto, o estudo apresenta algumas limitações, como o baixo número de empresas estudadas (35), e a verificação de apenas um exercício (2010).

Nesse sentido, a presente pesquisa busca trazer uma nova luz para a discussão sobre os dividendos no Brasil, visto que, dada as particularidades presentes dentro do mercado acionário brasileiro, não é possível determinarmos, de forma concreta, quais direcionadores influenciam o pagamento de dividendos por parte das empresas. Esse estudo, ainda, possui contribuição para diferentes interessados: academia, gestores, investidores e reguladores.

Para a academia, apesar de haver inúmeros estudos também que avaliam os direcionadores da política de dividendos, tais como Weber (2008), Fonteles et al. (2012), Forti et al. (2015) e Kaveski et al. (2017), poucos trabalhos, como em Oliveira et al. (2012) e Tomaz (2017) abordaram o tema utilizando a metodologia de regressão quantílica. Apesar disso, esses autores não tiveram como objetivo principal encontrar os determinantes da política de dividendos. Apenas Ströer (2015), dentro do Brasil, utilizou contextos em que são distribuídos mais ou menos dividendos, o que é possível graças ao método da regressão quantílica, para encontrar esses direcionadores. Ainda, vale destacar que poucos estudos, como Heinenberg e Procianoy (2003), Santana (2006) e Fonteless et al. (2012) apontaram o setor de atuação das empresas dentro do Brasil, de acordo com a classificação setorial da B3, como uma variável de interesse. Nesse caso, o resultado encontrado pelos autores evidencia uma falta de consenso, em que o impacto dessa variável apresenta sinal positivo ou negativo, não havendo consenso se o setor de atuação da empresa influencia ou não a sua decisão de pagar dividendos. Assim, entende-se que ao utilizar essa metodologia ainda pouco explorada na literatura, é possível obter um recorte diferenciado em relação à estudos semelhantes nessa área, com capacidade de trazer uma nova luz à questão sobre política de dividendos. Sendo assim, esse olhar diferenciado para os dividendos e seus direcionadores, dentro dos contextos em que ocorrem maiores e menores níveis de distribuição dos lucros, atua como uma peça para a solução do quebra-cabeça proposto por Black (1976), isto é, através de uma metodologia pouco explorada dentro da literatura, busca dar uma nova luz sobre o efeito da política de dividendos nas empresas.

Já para os gestores de empresas presentes em cada setor, ou que têm interesse em abrir capital, podem se aproveitar desses resultados para auxiliar na tomada de decisão de como investir o capital da empresa. Para reguladores, é possível estipular novas formas de taxação, visto que em cada setor é esperado um comportamento diferente. Para investidores, este estudo contribui na tomada de decisão de investimento individual, em que é possível determinar entre perfis mais conservadores, focados em dividendos, ou agressivos, focados em crescimento, auxiliando na constituição de sua carteira, principalmente a de previdência, que acaba sendo mais focada em ações de maiores *Dividend Yield*, na maioria das vezes.

Por fim, em um país como o Brasil que apresenta um mercado de capitais em amadurecimento, em comparação com os mercados norte-americano e europeu, estudos nessa área são necessários para trazer à sociedade de forma mais clara como o mercado de capitais é importante para a estrutura financeira de um país e sua população.

2.2. PROBLEMA DE PESQUISA

Diante de um cenário tão difuso em relação a quais direcionadores influenciam o pagamento de dividendos, o presente estudo busca aprofundar as discussões sobre os determinantes para a política de dividendos das companhias listadas na B3.

Desta forma, pergunta-se:

Quais os direcionadores para o pagamento de dividendos das companhias não financeiras listadas na B3, em contextos de maior ou menor percentual de distribuição dos lucros, quando avaliadas em conjunto e por seu setor de atuação?

2.3. OBJETIVOS

O objetivo geral desse estudo é determinar quais são os determinantes para o pagamento de dividendos das empresas listadas na B3, analisando o contexto em que ocorrem maiores ou menores níveis (quartis percentuais) de distribuição do lucro das empresas. Para alcançar tal objetivo, estipula-se alguns objetivos específicos:

- a) identificar potenciais direcionadores de distribuição de dividendos para as empresas estudadas;
- b) verificar diferenças na política de dividendos das empresas de acordo com os distintos setores de atuação; e
- c) discutir as possíveis causas e diferenças na política de distribuição de dividendos das empresas

3 REVISÃO DE LITERATURA

Essa seção tem como objetivo apresentar o referencial teórico utilizado no presente trabalho. Serão apresentadas teorias relacionadas ao pagamento de dividendos, a contextualização sobre os aspectos específicos da legislação brasileira, além da apresentação de diversos estudos, nacionais e internacionais, sobre a temática.

3.1. AS TEORIAS SOBRE PAGAMENTOS DE DIVIDENDOS

Em 1938, John Burr Williams iniciou a discussão sobre política de dividendos ao estabelecer que havia uma relação entre o valor da empresa e o pagamento de dividendos. Essa crença, foi abordada nos estudos de Gordon (1959) e Lintner (1956), onde propuseram modelos que afirmam que o valor da empresa pode ser determinado com base no valor dos dividendos pagos e nas taxas de retenção de lucros, que gerariam o crescimento da empresa. Já nas décadas seguintes, sobretudo nos anos 70 e 80, um grande debate, com novas teorias, deram luz a teoria sobre o pagamento de dividendos. Teorias como as da Agência e da Informação Assimétrica ganharam força no debate corporativo sobre o que influencia ou não uma firma a pagar dividendos. O quadro 01 abaixo resume as teorias que serão apresentadas a seguir:

Quadro 01 – Principais Teorias sobre política de dividendos

| | | |
|-------------------|--|---|
| Teorias Clássicas | Teoria da Relevância dos Dividendos | Gordon (1959) e Lintner (1956) |
| | Teoria da Irrelevância dos Dividendos | Modigliani e Miller (1961) |
| Novas teorias | Teoria dos Efeitos fiscais e Tributários | Farrar e Selwyn (1967) e Elton e Gruber (1970) |
| | Teoria da Informação Assimétrica | Akerlof (1970) e Miller e Rock (1985) |
| | Teoria do Ciclo de Vida | Senchack Jr. E Lee (1980) e Anthony e Ramesh (1992) |
| | Teoria da Agência | Jensen e Meckling (1976) |

Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

Como podemos observar, o quadro 01 nos traz as teorias consideradas clássicas e as novas teorias sobre os dividendos. Também podemos observar que a partir dos anos 70 que essas novas teorias surgiram, ganhando formas e características próprias no decorrer dos anos. Esse movimento ocorreu para contornar os problemas dos pressupostos dos modelos clássicos, sobretudo no trabalho de Modigliani e Miller (1961), em que os autores utilizaram a ideia de mercados perfeitos como base para a criação do modelo de valor das empresas. Nesse sentido, as próximas subseções apresentam as teorias expostas no quadro acima, apresentando os principais conceitos inerentes a cada uma.

3.1.1. A teoria da relevância dos dividendos

Dentro das teorias clássicas, Lintner (1956) desenvolveu as bases iniciais do que ficou conhecida como a teoria da relevância dos dividendos. A ideia principal desta teoria é baseada na ideia que o custo de capital aumenta à medida que os dividendos caem, uma vez que os investidores não possuem certeza se receberão ganhos de capital no futuro resultante dos reinvestimentos dos lucros superiores aos dividendos que foram reaplicados. Ou seja, os dividendos são uma forma menos arriscada de investimento do que as expectativas de crescimento das empresas, que gera uma valorização das ações. Em outras palavras, a teoria da relevância dos dividendos afirma que os investidores preferem a garantia do retorno através dos dividendos à incerteza de ganhos de capital no futuro (ELTON E GRUBER, 1970).

Lintner (1956) realizou um trabalho pioneiro no estudo da política de dividendos. Através de uma série de 28 entrevistas com gestores de empresas norte americanas sobre a decisão de distribuição de dividendos, evidenciou-se que a política de dividendos estava relacionada à aspectos específicos da empresa e do mercado na qual estava inserida. Ainda, constatou que os gestores acreditam ser mais relevante a constância do valor do pagamento de dividendos do que a constância do pagamento de dividendos em si, e que estes pagamentos estão relacionados com o grau de crescimento em que a empresa se encontra. O autor ainda afirma que a política de dividendos possui influência direta nos ciclos econômicos, isto é, nas flutuações cíclicas e nas tendências de crescimento em longo prazo na economia. Por fim, conclui que a remuneração obtida através de dividendos, baseada em práticas e políticas bem estabelecidas pelas empresas, atuam, em grande maioria, como formadora das economias.

Já Gordon (1959) se voltou à preferência do investidor. Usando uma amostra de dados das indústrias farmacêutica, alimentícia, aço, e máquinas de ferramentas, nos anos de 1951 à 1954, o resultado observado indicou que o investidor preferia receber seu rendimento através da remuneração em dividendos ao invés de ver o capital reinvestido pela empresa, uma vez que havia incerteza do sucesso quanto ao retorno desse investimento. Ainda, constatou-se que o aumento do pagamento de dividendos pode ser associado ao aumento do valor da empresa, pois um aumento corrente dos dividendos reduz a incerteza sobre o fluxo de caixa futuro. Para chegar a essa conclusão, Gordon (1959) desenvolveu um modelo em que o valor das ações pode ser derivado do valor do fluxo de dividendos descontado, levando em consideração o fator reinvestimento da empresa e a preferência dos investidores ao risco (GALVÃO et al., 2018). De forma complementar, Assaf Neto e Lima (2010) afirmam que existem alguns fatores que explicam a importância da distribuição de dividendos, a dizer: i) existe uma constante necessidade haver disponibilidade de caixa pelos investidores; ii) os acionistas preferem o

recebimento de recursos presentes em detrimento de possíveis ganhos futuros; iii) o pagamento constante de dividendos pode gerar valor para a empresa à medida que há uma redução do risco; iv) existe uma relação entre tributação e preferência aos dividendos; e v) e a política de dividendos pode ser utilizada para ajustar a estrutura de capital da empresa a um certo nível desejado.

Apesar disso, Gitman (2004) afirma que não há comprovação de que a política de dividendos possui impacto no mercado de capitais, mas que as decisões dos gestores e a preferência dos investidores tendem a apoiar a crença de que dividendos podem trazer valor para as empresas. De forma similar, Silva e Dantas (2015) afirmam que não há uma conclusão a respeito da relevância dos dividendos no valor de mercado das empresas, mas que, em geral, as empresas tratam a política de dividendos como um fator importante em sua gestão.

3.1.2. Teoria da Irrelevância dos Dividendos

Em contrapartida, ainda inserido no campo da teoria clássica, Modigliani e Miller (1961), trouxeram uma crítica à teoria da relevância dos dividendos, argumentando que o risco é determinado pelos fluxos de caixa operacionais e não pela distribuição dos ganhos. Desta forma, demonstraram que em um mercado sem imperfeições a política de dividendos é irrelevante sob o argumento de que o valor da empresa é determinado pelo risco do negócio e a capacidade de gerar riquezas. Esse mercado sem imperfeições assume algumas premissas básicas, tais como: i) o comportamento racional dos investidores (preferem mais riqueza a menos riqueza), ii) a inexistência de impostos, iii) de que o nível de investimento das empresas seja previamente definido (toda possibilidade de investimento que gere retorno positivo nas empresas é aplicada) e iv) a suposição de mercados perfeitos (nenhum investidor é grande o suficiente para impactar no mercado como um todo). Ao defender essa irrelevância, os autores propuseram o conceito de *home made dividends*, onde os acionistas podem criar seus próprios dividendos. Em outras palavras, podem reinvestir seus dividendos ou comprar e vender ações, dependendo da sua necessidade de liquidez.

De acordo com Zanon *et al.* (2017), os pressupostos utilizados por Modigliani e Miller (1961) são característicos da Hipótese dos Mercados Eficientes, com os preços dos ativos possuindo seu valor justo, com incorporação rápida das informações disponíveis pelos investidores e em que são capazes de prever futuras flutuações na economia como um todo.

Apesar desta teoria ser fortemente aceita na literatura, a utilização da hipótese dos mercados eficientes é uma dura crítica proposta ao modelo de Modigliani e Miller (1961). Após esse trabalho, diversos estudos empíricos mostraram que imperfeições de mercado, como o comportamento irracional dos agentes e a existência de impostos impactam diretamente na

distribuição de dividendos (ANG E CICCONE, 2011). Guzmán (2004) salienta que vivemos diante de mercados de capitais imperfeitos, onde existem informações assimétricas, custos de transação, impostos e custos de agência capazes de influenciar a política de distribuição de dividendos praticados por uma empresa, assim como o preço pelo qual suas ações são vendidas no mercado de capitais.

3.1.3. Teoria dos efeitos fiscais e tributários

Uma das principais falhas apresentadas por Farrar e Selwyn (1967) ao estudo de Modigliani e Miller (1961) é a ausência dos efeitos fiscais na determinação da distribuição dos dividendos. Para contornar esse problema, os autores propuseram uma abordagem diferente em relação à irrelevância dos dividendos, em que diferenciaram os impostos sobre dividendos e sobre ganhos de capital, concluindo que, uma vez que os investidores buscam maximizar suas riquezas, os mesmos irão procurar investimentos que não sejam altamente tributados. Estes autores, elaboraram a “Teoria dos Efeitos Fiscais”, onde afirmam que embora o investidor possa ter preferências por receber dividendos ou por auferir ganhos de capital, ele irá procurar uma empresa cuja ação lhe possibilite maiores ganhos líquidos após a tributação. Sendo assim, quando a taxa de imposto sobre os dividendos é superior aos ganhos de capital, distribuir dividendos é uma medida destruidora de valor para as empresas. Nesse sentido, uma forma de contornar esse cenário de tributação desfavorável é a retenção dos resultados líquidos, e, enquanto possível, remunerar os acionistas através de ganhos de capital (STIGLITZ, 1983).

Elton e Gruber (1970) elaboraram a hipótese do efeito tributário, qual sugere que quando dividendos têm maior taxa tributária que ganhos de capital, a razão entre dividendos e lucros (*dividend payout*) diminui o custo de capital próprio e aumenta o preço das ações. Além disso, os autores alegam que os dividendos são tributados imediatamente, enquanto a tributação sobre ganhos de capital só se concretiza no ato da venda das ações. Como conclusão desse estudo, identificou-se diferenças no preço da ação antes e depois dos dividendos, demonstrando a presença do Efeito Clientela, uma vez que as companhias pesquisadas buscavam atrair clientes que possuíssem preferências quanto ao recebimento de dividendos em linha com a política apresentada pelas companhias.

Adicionalmente, Brennan (1970) estudou, dentro da política de dividendos, o efeito de uma tributação diferenciada, estabelecendo uma relação linear e positiva entre o excesso de lucro antes dos impostos e as variáveis risco sistemático e *Dividend Yield*. Como conclusão o autor afirma que, a um certo nível de risco, os investidores exigem um retorno maior sobre os ativos que, dada a desvantagem fiscal, os leva a demonstrar uma perspectiva de maiores

pagamentos de dividendos. Como consequência desse resultado, quanto maior o rendimento em dividendos por ação, menor é o seu preço no mercado.

Nesse sentido, mudanças na carteira de um investidor que ocasionam custos de transação, são influenciadas pela política de dividendos. Al-Malkawi, Rafferty e Pillai (2010) exemplificaram que se um investidor utiliza os dividendos para arcar com despesas pessoais acaba sendo atraído por empresas que pagam altos e estáveis dividendos. Por outro lado, os investidores que não dependem dos dividendos para arcar com suas despesas, acabam por optar por empresas com baixo nível de dividendos, evitando o custo associado (tributação) ao reinvestimento dos dividendos recebidos.

Korkeamaki, Liljeblom e Pasternack (2010) examinaram o impacto que a reforma tributária na Finlândia, em 2004, teve sobre as empresas. Dentro das mudanças no país, os autores destacam a imposição de um imposto de 19,6% sobre os dividendos para investidores físicos, antes não tributados. Como tal mudança era esperada pelo mercado, antes da reforma entrar em vigor as empresas elevaram muito o valor de seus dividendos, principalmente as que possuíam ações mais pulverizadas. Após a reforma, como previsto, essas empresas reduziram o pagamento de dividendos e ampliaram a recompra de ações, de acordo com a teoria da preferência tributária. O resultado encontrado reforça a ideia apontada por Stiglitz (1983) que defende que neste cenário de tributação desfavorável dos dividendos, as empresas devem reter os resultados líquidos enquanto possível, sendo a remuneração dos acionistas advinda de potenciais ganhos de capital.

Entretanto, como afirmado por Zagonel (2013), a teoria dos efeitos fiscais está condicionada ao regime tributário de cada país. No Brasil os dividendos são livres de tributação, enquanto que os ganhos de capital são tributados desde 1977 para pessoas jurídicas e desde 1988 para pessoas físicas. Já nos Estados Unidos, por exemplo, os dividendos são tributados em 30% e os ganhos em capital podem ser tributados em até 20%.

3.1.4. Teoria da informação assimétrica

Além da questão tributária anteriormente mencionada, outro problema encontrado dentro da teoria de Modigliani e Miller (1961) está relacionada ao nível de informação dos agentes. Os autores consideraram, em seu modelo, uma condição de informação perfeita, isto é, em que todos os participantes do mercado possuem o mesmo nível de informação. Afim de trazer uma discussão para esse tema, Akerlof (1970) caracterizou a assimetria informacional como um Mercado de Limões.

Em seu estudo, o autor estudou o mercado de carros usados nos Estados Unidos, detectando que, em geral, os melhores carros deixaram de ser vendidos em detrimento dos

carros ruins. Dentre as possíveis causas, Akerlof (1970) detectou que a assimetria de informação neste mercado era relevante, pois os que compravam os carros não detinham conhecimento quanto à qualidade dos carros que estavam sendo comprados, optando, na grande maioria das vezes, pelos carros com valores próximos à média de mercado. Em sua conclusão, destaca que quanto mais carros de baixa qualidade houver no mercado, menor a qualidade média neste mercado e menor será o valor de comércio dos carros usados, em que os vendedores de carros usados deixam de ofertar seus produtos diante dos baixos preços praticados no mercado. Essa vantagem obtida pelos vendedores de carros de baixa qualidade é o que hoje é chamado de seleção adversa, que caracteriza um dos principais problemas de sinalização (BORGES et al., 2011).

No estudo de Myers e Maljuf (1984), os autores investigaram a assimetria de informação existente entre os acionistas e os gestores das companhias. Em suas discussões, o principal ponto colocado é sobre a estrutura de capital das companhias e suas principais fontes de captação, sendo a emissão de ações um fator importante. Nesse sentido, concluem que pelo fato de os gestores possuírem mais informações que os acionistas, espera-se uma subavaliação do valor da empresa no mercado de ações. Ainda, essa diferença de informação pode comprometer o volume de negócios realizados, uma vez que essa incerteza desestimula o comprador a realizar um negócio.

O estudo desenvolvido por Miller e Rock (1985) surge da constatação de que os administradores das empresas possuem mais informações acerca da empresa do que os acionistas. Em seu modelo, assumem que os ganhos estão correlacionados com o tempo, e, desta forma, é possível estimar os resultados futuros baseados nos lucros presentes. De outra forma, após um processo de reinvestimento dos lucros em um dado momento, os gestores propõem o pagamento de dividendos, sendo essa uma maneira de sinalizar para os investidores quais empresas valem mais, sendo possível assim, aumentar a riqueza dos acionistas. Deste modo, sob informação assimétrica, haverá um valor maior no pagamento de dividendos do que num mercado de informação completa. Assim, quanto maior o nível de assimetria de informação em um mercado, maior é o nível de dividendos pagos (PATRA et al., 2012).

Já no modelo proposto por Allen, Bernardo e Welch (2000), as empresas pagam dividendos para obter uma clientela mais bem informada. Desta forma, as empresas desejam ter como acionistas grandes instituições, pois estas são mais bem informadas e conseguem identificar quais são as melhores empresas para se investir. Com isso, empresas ruins não possuem incentivos, uma vez que os melhores acionistas possuem meios de identificar suas

fraquezas. Sendo assim, o pagamento de dividendos sinaliza a boa qualidade das empresas e aumenta a chance de serem “detectadas” pelos melhores acionistas.

Allen e Michaely (2003) mostram em seu estudo que se o valor da empresa está subavaliado e os acionistas precisam vender parte de suas ações para suprir suas necessidades de liquidez, então o preço de venda dessas ações está subvalorizado. Desta forma, ao elevar o valor dos dividendos pagos, o mercado reage positivamente ao anúncio, valorizando o preço de suas ações, permitindo que os acionistas vendam menores quantidades para obter o mesmo valor.

Além disso, para se diferenciar das demais empresas, o pagamento de um valor elevado de dividendos serve como sinalização para os investidores de que a empresa possui uma boa saúde financeira. Como mostrado por Martins e Fama (2012), os estudos baseados nessa hipótese buscam evidenciar se o aumento da distribuição de lucro provoca reação positiva no valor das ações, bem como se sua diminuição tem o efeito contrário.

Bozos et al. (2011) utilizaram as empresas listadas na Bolsa de Valores de Londres, em que as informações sobre lucros e dividendos das empresas são divulgadas simultaneamente. Na amostra estudada, observou-se uma anormalidade no preço médio das ações perto da divulgação dessas informações. No entanto, essa relação varia de acordo com as condições econômicas, concluindo que em períodos com maiores incertezas econômicas, manter o pagamento de dividendos atua como sinalizador de informação.

Adicionalmente, Joliet e Muller (2015) utilizaram uma amostra de empresas negociadas em diferentes bolsas de valores. Os autores verificaram que a relação entre os dividendos e os lucros das empresas muda entre as diversas bolsas. Encontrou-se evidências de que os gestores em países menos desenvolvidos utilizam o incremento nos dividendos como forma de sinalização de lucros crescentes em mercados emergentes. Por outro lado, essa relação não ocorre com tanta força nos mercados mais desenvolvidos, como nos Estados Unidos. Esse resultado demonstra que há maior assimetria de informação nos ganhos dos mercados emergentes do que nos dos mercados desenvolvidos.

3.1.5. Teoria do Ciclo de Vida

Os trabalhos seminais de Gordon (1959), Lintner (1956) e Modigliani e Miller (1961) não levaram em conta em seus modelos o estágio de desenvolvimento das empresas, isto é, não consideraram como a idade da empresa é capaz de influenciar suas decisões sobre investimento e remuneração aos acionistas. Dentro das novas teorias, na visão de Brockman e Unlu (2011),

a Teoria do Ciclo de Vida expressa como as empresas ajustam suas políticas de pagamento ao longo do tempo e como enfrentam mudanças durante os ciclos de maturação.

Um dos primeiros autores a abordarem os dividendos e a teoria do ciclo de vida foram Senchack Jr. e Lee (1980), em que desenvolveram um modelo que relaciona as decisões financeiras das organizações, como investimento e financiamento, com a política de dividendos e a taxa de crescimento das empresas. Em seu modelo, os autores descrevem 3 estágios de vida de uma organização a dizer: i) elevado crescimento, onde o capital próprio é acumulado e não há distribuição de dividendos; ii) crescimento moderado, em que ocorre o endividamento e retenção de resultados para novos investimentos, não havendo distribuição de dividendos; e iii) estagnação, onde a empresa encontra dificuldades de expansão e há tendência de crescimento próximo a 0, podendo haver a distribuição de dividendos.

De forma complementar, Drake (2015) descreve que teoria do ciclo de vida busca compreender os diversos estágios que uma empresa passa: crescimento, amadurecimento e declínio/estagnação. A partir do entendimento do ciclo de vida de uma empresa, é possível, segundo o autor, compreender o impacto das decisões de financiamento e investimento sobre o desempenho operacional de uma organização. Nesse sentido, empresas mais maduras tendem a pagar mais dividendos, uma vez que não existem tantas oportunidades para retenção dos lucros para reinvestimentos lucrativos, enquanto empresas jovens em expansão apresentam diversas oportunidades para crescimento e expansão.

Grullon et al. (2002) reconheceram em seu trabalho a importância de que o ciclo de vida de uma empresa tem em sua política de dividendos. Ao utilizarem a maturidade da empresa para descrever suas teorias, argumentaram que empresas tendem a aumentar o valor pago de seus dividendos à medida que se tornam mais maduras, o que é ocasionado pela diminuição das boas oportunidades de investimento. Nesse sentido, concluem que a medida que o risco atrelado ao negócio cai (diante da capacidade de manutenção da empresa ao longo do tempo), e a rentabilidade da empresa se estabiliza (visto que o crescimento no longo prazo não é perpétuo), existe uma tendência de aumento no pagamento de dividendos.

Anthony e Ramesh (1992) realizaram um estudo pioneiro para demonstrar a relação entre ciclo de vida e desempenho de mercado. Os autores empregaram para a identificação dos estágios do ciclo de vida as variáveis contábeis de taxa anual de pagamento de dividendos, crescimento das vendas e despesas de capital. Além disso, utilizaram o preço da ação como variável independente. Os resultados encontrados sugerem que há associação positiva entre o pagamento de dividendos e a idade da firma. Ainda, há relação negativa entre o crescimento das vendas e a idade. Isto é, os resultados indicam que ao longo do tempo as companhias

apresentam menores crescimentos de vendas e menor investimento em capital, até um momento de estagnação. Nesse momento, há uma conversão para o maior pagamento de dividendos por parte das empresas, uma vez que existem menores oportunidades de crescimento.

Reforçando a ideia de Anthony e Ramesh (1992), Fama e French (2001) afirmam que a redução de empresas pagadoras de dividendos de 66,5% em 1978 para 20,8% em 1999 pode ser explicada de acordo com a teoria do ciclo de vida. Isso ocorre pois há uma aproximação das características gerais das empresas negociadas hoje com as características observadas nas empresas inicialmente não pagadoras de dividendos. Estas características são identificadas como as iniciais do modelo do ciclo de vida, isto é, crescimento e amadurecimento. Nestas fases existe o predomínio de empresas menores, resultados menores e com elevadas oportunidades de investimento. Assim, estas empresas geralmente praticam uma política de dividendos pequena ou inexistente.

Holt (2003) concluiu em seu estudo que uma empresa jovem e nova, exceto em condições específicas de mercado, tende a investir em novas oportunidades de crescimento e expansão o quanto for possível, limitando a capacidade de retenção de lucros, o que leva à uma tendência de curto e médio prazo para a não distribuição dos lucros na forma de dividendos. Desta forma, entende-se que o nível de investimento das empresas é um fator determinante para o pagamento ou não de dividendos, em que níveis mais elevados representam, em geral, um baixo nível de distribuição dos lucros.

Dickinson (2011) identificou cinco fases do ciclo de vida de uma empresa a partir dos fluxos de caixa. Nesse sentido, em consonância com as ideias de Anthony e Ramesh (1992), os estágios de ciclo de vida das organizações possuem importantes implicações para o entendimento do desempenho financeiro das firmas, uma vez que os fluxos de caixa captam diferenças na lucratividade e crescimento e risco de uma empresa. A autora apresentou um modelo de classificação dos estágios de ciclo de vida das empresas com base na Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC). Em seu modelo a taxa de pagamento de dividendos, a taxa de crescimento das vendas, a taxa de custo de capital, bem como a idade da empresa são utilizadas como proxies para a identificação dos estágios do ciclo de vida. Os resultados indicam que maior rentabilidade e retornos anormais futuros estão mais presentes em estágios de maturidade avançada. Dentro do contexto brasileiro, Lima et al. (2015) aplicaram a metodologia dos estágios do ciclo de vida proposto por Dickinson (2011) em relação à persistência de lucros dentro do mercado brasileiro. Os resultados da pesquisa indicam que resultados positivos são mais persistentes na maturidade, seguidos pelo estágio de crescimento e de declínio. Os autores

também encontraram evidências de que as empresas em estágio de crescimento possuem lucros mais persistentes do que aquelas em estágio de declínio/estagnação.

Gup e Agrawal (1996) afirmam que o ciclo de vida das empresas atua como uma ferramenta dinâmica da realidade relacionada aos estudos das políticas financeiras seguidas pelas empresas. Seguindo essa teoria, estes ciclos são capazes de explicar o comportamento financeiro das empresas, como crescimento, o risco e o retorno do capital investido. No mesmo sentido, Grullon et al. (2002) reconheceram a importância do ciclo de vida das organizações na política de dividendos. Os autores utilizaram o estado de maturação para descrever a sua visão sobre a teoria do ciclo de vida, sendo que o principal objetivo desse estudo foi relacionar as alterações da política de dividendos com as diversas fases do ciclo de vida das empresas, isto é, partiram da ideia de que as empresas tendem a aumentar o nível de *payout* ao longo do tempo, pois há escassez de boas oportunidades de investimento.

3.1.6. Teoria da agência

Apesar do desenvolvimento de diversas teorias para contornar a falha dos pressupostos para estabelecer a relevância ou irrelevância dos dividendos, nenhum autor havia tratado do problema de agência – problema este, que até nos dias atuais ainda se apresenta sem solução concreta. Como definem Jensen e Meckling (1976), uma relação de agência surge quando uma parte, intitulada principal, contrata outra, intitulada agente, para desempenhar uma tarefa. Os conflitos de agência surgem da interação entre essas duas partes. Se ambos atuam em favor da sua maximização de utilidade, ou seja, cada uma busca maximizar seus ganhos, entende-se que essa relação é de alguma forma incompatível. Nesse sentido, nenhum indivíduo pode desejar maximizar uma função de utilidade que não seja a sua, pois o seu comportamento está atrelado a um conjunto de preferências e objetivos individuais. Essa relação, então, incorre em um custo denominado custo de agência. Esse custo é a soma dos custos de elaboração e estruturação dos contratos entre principal e agente, das despesas de monitoramento das atividades do agente, dos gastos realizados pelos agentes para mostrar ao principal que suas decisões não são prejudiciais e das perdas residuais decorrentes das divergências ocorridas (SAITO E SILVEIRA, 2008). Para atenuar este conflito, Jensen e Meckling (1976) sugerem que os credores devem exigir cláusulas que limitem o acesso dos acionistas ao fluxo de caixa da empresa e ao pagamento dos dividendos.

Easterbrook (1984) afirma que os custos de agência envolvem tanto o custo de monitoramento dos gestores quanto a aversão ao risco relacionado ao comportamento dos mesmos. Segundo o autor, a remuneração dos gestores está fortemente relacionada com a

performance e a riqueza da empresa, o que faz com que suas decisões sejam conservadoras relativamente ao risco. Por outro lado, os acionistas preferem tomadas de decisões mais arriscadas, em que o retorno esperado também é mais elevado. Dentro desse conflito de interesses, uma maior distribuição de dividendos incorre em uma consequente retenção menor de resultados para a empresa, o que impacta diretamente na performance das organizações e por consequência na remuneração dos gestores. Assim, há uma necessidade de os gestores das empresas recorrerem ao financiamento de terceiros. Esse movimento está sujeito a avaliação dos mercados e, segundo a visão do autor, a complexidade das operações aumentam devido a esse financiamento, o que reduz a capacidade de monitoramento por parte dos acionistas.

Dentro desse contexto, Valadares e Leal (2000) estudaram o controle acionário nas empresas brasileiras e constataram que, em média, o maior acionista possui 58% das ações ordinárias e que 11% das empresas brasileiras não possuem ações sem direito a voto. Desta forma, no Brasil o maior problema de agência está relacionado ao conflito entre o acionista controlador e o minoritário, enquanto em mercados como o norte-americano o maior conflito ocorre entre gestores e acionistas. Entretanto, em 2004, novas empresas abriram o capital diretamente no Novo Mercado, que não permite a existência de ações sem direitos a voto, aumentando a proporção de empresas somente com direito a voto (DÉCOURT E PROCIANOY, 2012).

Nesse sentido, Patra et al. (2012) descreve ainda a existência de outro nível dos custos de agência: os conflitos entre acionistas e credores. Nesse conflito, os interesses dos detentores da dívida não podem ser protegidos quando são pagos valores elevados de dividendos, havendo assim, cláusulas restritivas aplicáveis a esses lucros. Em outras palavras, nesse conflito espera-se que empresas altamente alavancadas paguem menos dividendos.

Zhoy, Gao e Zhao (2017) afirmam que os custos de agência estão intimamente ligados ao ambiente, assim como à hipótese da sinalização. Para empresas menores, com um número limitado de acionistas e investidores informados, há menos problemas de agência e poucos motivos para usar os dividendos como sinalização. À medida que as empresas ficam maiores, com um quadro acionário mais disperso, a importância dos dividendos aumenta, tanto como um dispositivo de entrada no mercado para um acionista quanto como um sinal para os investidores em geral.

Diante do exposto durante esta seção, percebe-se que há inúmeras teorias que buscam entender, cada uma de uma perspectiva, o comportamento das empresas e suas relações com o mercado de capitais, com o ambiente e com os investidores em geral. Vale destacar que as teorias elencadas aqui são tentativas de descrever o comportamento dos agentes e das

organizações, em que os autores defendem suas teorias através de conceitos que não foram explorados dentro das outras teorias. Ainda, dado que o objetivo do presente trabalho não é discutir a eficácia das teorias, e sim, utilizá-las como parâmetro para elencar possíveis variáveis que ajudem a explicar os determinantes para o pagamento de dividendos, não foi exposta nenhuma crítica em relação aos trabalhos citados.

3.2. ASPECTOS ESPECÍFICOS DA DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS NO CONTEXTO BRASILEIRO

A literatura existente, conforme destaca Fiorati, Garcia e Filho (2007), trata da remuneração do acionista (sobretudo por dividendos) através dos princípios adotados internacionalmente. Isto é, aborda os aspectos regulatórios, principalmente os relacionados a tributação, de acordo com os mercados mais robustos, como o norte americano e o europeu. Esses aspectos regulatórios representam parte significativa para entender-se o contexto no qual as empresas que atuam no Brasil estão sujeitas, podendo inclusive impactar nos resultados dessas organizações.

O mercado brasileiro, assim como alguns países da América Latina e da Ásia, é considerado um mercado emergente. De acordo com Lopes (2001), os mercados emergentes são marcados por um fluxo de informações inadequado entre os participantes, possuindo inclusive, aspectos institucionais que os tornam ineficientes. Essa ineficiência e a fragilidade institucional geram uma grande volatilidade econômica e altos custos de transação. Conforme exposto por Farrar e Selwyn (1967) e Elton e Gruber (1970), os fatores tributários são apontados como inibidores dentro do mercado de capitais. Um dos pontos principais da teoria dos autores está na presença de altas cargas tributárias, o que implica que quanto mais tributada uma transação for, menos atrativa ela se torna para os investidores, implicando em redução de liquidez. Nesse sentido, faz-se necessário entender o contexto no qual o Brasil está inserido, e especificamente, a importância que os dividendos e os juros sobre capital próprio possuem para as empresas e para os acionistas.

3.2.1. Os dividendos

Até 1976, a legislação brasileira que regulamentava as sociedades anônimas não tornava obrigatório o pagamento de dividendos por parte das empresas, deixando a assembleia de acionistas livre para decidir acerca da distribuição ou não de dividendos. Desta forma, os lucros obtidos pelas companhias poderiam ser retidos, não havendo qualquer tipo de benefício para os acionistas minoritários.

A lei nº 6.404/1976 veio com o intuito de regular a estrutura jurídica das companhias que desejavam abrir seu capital, dispondo sobre as regras de atuação dos seus administradores. Dentro desse contexto, ficou determinado que, em geral, os acionistas tem direito de receber como dividendos obrigatórios, em cada exercício, uma parcela dos lucros estabelecidos pelo estatuto social. Em caso de omissão no estatuto, 50% do valor do lucro líquido apurado no período deveria ser distribuído aos acionistas. A lei previu também questões relacionadas ao lucro líquido apurado pelas empresas, como a reserva de lucro legal, constituída por 5% do lucro líquido do exercício, que deve ser constituída antes de qualquer outra destinação, não podendo exceder a 20% do capital social da empresa. Essa parcela do lucro líquido, inclusive, não pode ser direcionada ao pagamento de dividendos obrigatórios. Existe, ainda, questões impostas pela lei nº 11.638/2007, em que ficou definido, no artigo 199, que, em casos que o saldo das reservas legais de lucro atinja o limite (isto é, quando totaliza valor igual ao valor nominal do capital social da empresa), é necessária haver uma deliberação em assembleia para aumentar o capital social da empresa ou então distribuir esse excedente na forma de proventos. Esses mecanismos de obrigatoriedade protegem os acionistas minoritários, ao impedirem que os acionistas majoritários retenham a totalidade dos lucros (LA PORTA et al., 2000), além de fortalecerem o mercado de capitais ao darem garantia para o investidor do recebimento de uma remuneração mínima de seu capital.

Ao longo dos anos a legislação brasileira acerca da remuneração aos acionistas passou por diversas mudanças. Entre 1989 e 1992, as empresas, independente da distribuição de dividendos, contribuíam com uma alíquota de 8% sobre o lucro líquido. Entre 1993 e meados de 1994, os dividendos passaram a ser isentos afim de impulsionar a economia brasileira, que à época passava por problemas relacionados à hiperinflação. No final de 1994, até 1995, os dividendos voltaram a ser tributados pelo imposto de renda, com alíquota de 15%. Por fim, a partir de 1 de janeiro de 1996, através da lei nº 9.294/1995, a distribuição de dividendos para qualquer sócio ou acionista, independentemente da nacionalidade, passou a ser isenta do imposto de renda, sendo o Brasil um dos poucos países que utilizam esse sistema (FIORATI; GARCIA, E FILHO, 2007). Vale destacar que a estrutura de tributação brasileira reforça a distribuição de dividendos por parte das empresas em detrimento dos “ganhos de capital”.

Uma outra particularidade do mercado brasileiro é a permissão para as companhias de capital aberto emitirem ações preferenciais, que não possuem direito a voto, mas em contrapartida possuem algumas vantagens em relação às ordinárias, que possuem tal direito. Esse mecanismo de emissão está previsto desde a implementação da LSA, em 1976, em que as ações preferenciais possuem vantagens que devem constar no estatuto da companhia, além

daquelas já previstas em lei. A característica básica dessas ações é a prioridade no recebimento de dividendos, na recompra de ações (com ou sem prêmio) e no reembolso do capital, normalmente atribuída a elas em relação às ações ordinárias. Em 2001, em mais uma mudança na legislação brasileira, a lei nº 10.303/2001 editou a preferência do dividendo para as ações preferenciais, deixando mais claro o papel dessas ações para os acionistas. A partir da promulgação dessa lei, restringiu-se a negociação de ações preferenciais no caso de não incluir pelo menos uma das seguintes características: a) um dividendo de pelo menos 25% do lucro líquido ou 3% do valor patrimonial da empresa; b) um dividendo superior em pelo menos 10% em relação as ações ordinárias; e c) igualdade de tratamento em relação as ações ordinárias no que diz respeito à recompra de ações, dividendos e oferta pública de ações, com ou sem direito de *tag-along*. A principal penalidade para o não cumprimento dessas normas implica na conversão da ação preferencial em ordinária, isto é, os acionistas preferenciais passam a ter direito a voto nas assembleias das empresas. Vale destacar que a definição dessas vantagens para o acionista preferencial deve estar colocada explicitamente no estatuto da empresa. Essas mudanças na legislação visam proporcionar ao acionista minoritário uma maior segurança no investimento, com mecanismos que ajudam a mitigar os problemas de Governança Corporativa (GC), especialmente os problemas de agência (GÓMEZ, 2015).

A legislação brasileira, na visão de Ambrozini (2011), atua como uma intermediadora entre os acionistas e gestores, buscando um equilíbrio entre eles. A LSA, ao impor um mínimo de payout obrigatório, visa evitar a retenção abusiva dos lucros por parte das empresas, principalmente dentre as empresas de capital aberto que omitem essas informações em seu estatuto. Ainda segundo Ambrozini (2011), essa obrigação visa contribuir com uma melhoria no fluxo de caixa dos acionistas, pois o pagamento de dividendos atua como um incentivo a poupança nacional. O autor destaca também que, apesar da LSA, o estatuto das empresas é soberano perante a lei, devendo os gestores das empresas decidirem também os rumos sobre a remuneração dos acionistas minoritários.

3.2.2. Os juros sobre capital próprio

Enquanto na maioria dos outros países a discussão sobre a remuneração do acionista limita-se apenas ao binômio dividendo e ganhos de capital, o Brasil possui ainda uma outra maneira de remunerar os agentes, o que torna a decisão da empresa para remuneração desses investidores mais complexa, visto que a lei nº 9.249/1995 introduziu no contexto brasileiro uma outra forma de remuneração aos acionistas: os Juros Sobre Capital Próprio.

A criação desse mecanismo está muito ligada ao contexto histórico que o Brasil vivia na década de 90. Com a instituição do Plano Real em 1994 e o êxito no controle das altas taxas de inflação que o país vinha sofrendo ao longo dos últimos anos, o então presidente Fernando Henrique Cardoso estava buscando mecanismos para acabar com a indexação dos preços. Isto é, o governo extinguiu todos os dispositivos legais que indexavam os preços à correção monetária (GABRIEL; ASSAF NETO E CORRAR, 2005).

A forma de compensação encontrada pelo governo à época para as empresas foi a criação desse novo mecanismo, que é interessante para a empresa pois o pagamento de JSCP permite que as empresas deduzam do lucro tributável o pagamento dessa remuneração. Em outras palavras, o JSCP é tratado como despesa financeira nas Demonstrações de Resultados do Exercício (DRE) e pode deduzir da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro da companhia pagadora, desde que preenchidos determinados requisitos legais.

Existem dois aspectos importantes a serem tratados sobre os JSCP. O primeiro é a limitação dessa modalidade por parte das empresas, em que o pagamento efetivo de JSCP é condicionado à existência de lucros no exercício e o seu pagamento não pode ser superior a 50% do lucro apurado. O outro aspecto importante é que o pagamento de JSCP é dedutível do dividendo mínimo obrigatório, isto é, eles atuam como um substituto aos dividendos. Ambrozini (2011) em seu estudo estipulou que, dado todas as formas de tributação sobre a empresa, a cada R\$1,00 que uma empresa paga em JSCP ela deixa de recolher R\$0,34 em impostos federais. Por outro lado, esse imposto que recai sobre o acionista, está sujeito à alíquota de 15%, na fonte, quando do pagamento dos JSCP. O quadro 02 resume as diferenças entre Dividendos e JSCP, a saber:

Quadro 02 - Diferenças entre Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio

| JSCP | DIVIDENDOS |
|--|---|
| Distribuição opcional, de acordo com a aprovação em assembleia e permissão no estatuto. Necessita de fluxo de caixa disponível | Distribuição obrigatória, de acordo com o fluxo de caixa e a existência de lucros |
| Calculado a partir do patrimônio líquido da empresa e a existência de lucro no período | Calculado a partir do lucro líquido ajustado apurado no período |
| O acionista físico é tributado na fonte em 15% sobre o valor distribuído. Acionistas jurídicos não são tributados. | Não há incidência de impostos para o acionista, tanto físico quanto jurídico |

| | |
|---|--|
| Os JSCP são considerados como despesa financeira por parte da empresa, reduzindo a base do cálculo no imposto de renda. | Os dividendos não são passíveis de dedução de imposto para a empresa. |
| O percentual de distribuição varia de acordo com a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) ¹ | O percentual de distribuição deve estar presente no estatuto da empresa. Em caso de omissão é obrigatório a distribuição de 50% do lucro líquido |

Fonte: Lagioia (2011).

3.2.3. A governança corporativa e o pagamento de dividendos

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2021), a governança corporativa é um sistema pelo qual empresas e outras organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, em que envolve os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle, além de outras partes interessadas. Seu principal objetivo está em estabelecer relações claras, para evitar os problemas relacionados à agência.

Apesar dos mecanismos de governança corporativa serem conhecidos desde os anos 1980, as pesquisas sobre o tema ganharam força no contexto internacional, na visão de Clarke e Dean (2014), em decorrência dos casos de fraudes contábeis e escândalos envolvendo grandes empresas, como a Cendant em 1997, a Euron em 2001 e a HealthSouth em 2003.

No Brasil, as questões ganharam força com a fundação do IBGC, em 1995. O IBGC foi criado para disseminar as ideias das boas práticas de governança, sendo o precursor e líder no Brasil com a criação de cursos e eventos sobre a temática. Existem quatro princípios fundamentais que regem a governança, a saber:

- i) **transparência:** consiste em dar maior credibilidade, clareza e comparabilidade das informações divulgadas. Reduz a assimetria informacional.
- ii) **equidade:** Define que todas as partes interessadas devem ser tratadas de forma igual, sem a ocorrência de privilégios. Reduz o problema de agência.
- iii) **accountability:** Se resume na obrigação de prestação de contas, isto é, a obrigação de divulgação dos resultados e outras informações relevantes.
- iv) **responsabilidade:** Pode ser entendido como a permanente busca dos gestores em alcançar os melhores resultados, respeitando os aspectos econômicos.

¹ A TJLP, conforme aponta Ströer (2015) é um indexador econômico criado em 1994 que visa estimular e regulamentar os investimentos a longo prazo em infraestruturas, como portos, aeroportos, ferrovias, etc. e no setor de consumo.

Assim, dentro da literatura de finanças corporativas, existem diversos estudos que buscam mensurar os efeitos das práticas de governança corporativa e seus impactos nas diversas características das firmas, isto é, como a adoção de mecanismos de governança impactam nas decisões de investimento e financiamento, estrutura e valor de mercado (SROUR, 2005).

A antiga Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) – hoje a B3 – buscando aperfeiçoar o modelo de governança corporativa das empresas, criou, ao final de 2000 um segmento especial de listagem das empresas cotadas até então na BOVESPA e foi destinado a empresas que se comprometem com a adoção de padrões elevados de governança corporativa, tornando-se um padrão a ser seguido, de forma voluntária, pelas empresas listadas. Esse novo segmento foi dividido em três: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, sendo que cada uma possui níveis de exigências crescentes, isto é, na adoção de práticas diferenciadas. A adoção ao Novo Mercado é o nível máximo, em que transmite ao mercado uma ideia de maior transparência e melhores práticas de Governança Corporativa (BACHMANN; AZEVEDO E CLEMENTE, 2012). Existe, ainda, conforme exposto por Marques et al. (2015), dois níveis adicionais de governança corporativa na B3, destinados às empresas que pretendem realizar uma Oferta Pública Inicial (IPO) de ações nos próximos 7 anos, isto é, para as empresas que estão interessadas em ter suas ações negociadas na B3 e desejam participar de um dos três segmentos ou dentro do mercado tradicional, sendo chamados de Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2. O quadro 03 apresenta as principais especificações para cada segmento.

Quadro 03 - Especificações Níveis de Governança Corporativa da B3

| Requisitos | Níveis de Governança | | | | | |
|---|---|--|--|--|---|-------------------------|
| | Bovespa Mais | Bovespa Mais Nível 2 | Novo Mercado | Nível 2 | Nível 1 | Tradicional |
| Capital social | Somente ações ON | Ações ON e PN | Somente ações ON | Ações ON e PN (com direitos adicionais) | Ações ON e PN | Ações ON e PN |
| Percentual mínimo de ações em circulação | 25% a partir do 7º ano de listagem | 25% a partir do 7º ano de listagem | 25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões | 25% | 25% | Não há regra específica |
| IPO | Não há regra específica | Não há regra específica | Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas restritas de ações | Esforços de dispersão acionária | Esforços de dispersão acionária | Não há regra específica |
| Composição do conselho de administração | Mínimo de 3 membros com mandato unificado de até 2 anos | Mínimo de 3 membros, com mandato unificado de até 2 anos | Mínimo de 3 membros, dos quais, pelo menos 2 ou 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos | Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos | Mínimo de 3 membros, com mandato unificado de até 2 anos | Mínimo de 3 membros |
| Vedação à acumulação de cargos | Não há regra específica | Não há regra específica | Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa, com carência de 3 anos | Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa com carência de 3 anos | Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa com carência de 3 anos | Não há regra específica |
| Obrigações do conselho de administração | Não há regra específica | Não há regra específica | Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia | Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia | Não há regra específica | Não há regra específica |
| Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado | Obrigatória | Obrigatória | Obrigatória | Obrigatória | Facultativa | Facultativa |
| Concessão de <i>Tag Along</i> | 100% para ações ON | 100% para ações ON e PN | 100% para ações ON | 100% para ações ON e PN | 80% para ações ON | 80% para ações ON |
| Informações simultâneas em inglês e português | Não há regra específica | Não há regra específica | Fatos relevantes, informações sobre proventos e <i>press release</i> de resultados | Não há regra específica, além das DFs. | Não há regra específica | Não há regra específica |

Fonte: adaptado de B3 (2021).

Em seu estudo, Srour (2005) indica que empresas do Novo Mercado distribuem mais lucros sob a forma de dividendos, justificando-se, assim, o fato da maioria das empresas, no caso do seu estudo, 52%, com política de dividendos elevados pertencerem ao citado segmento. Mota (2007) também conclui que as empresas mais preocupadas com a governança corporativa distribuem uma parcela maior de lucro aos acionistas, com preferência para dividendos e JSCP.

Adicionalmente, Silva (2004) indica que a estrutura de governança está ligada diretamente ao valor de mercado, alavancagem e a política de dividendos das empresas brasileiras. Em seus achados, o autor afirma que a maioria das empresas estudadas possuíam controle familiar, com alta concentração do capital votante dentro do conselho administrativo, sendo que essa estrutura de concentração é um fator determinante para a redução do nível de *payout* de dividendos pelas empresas. Ainda, o trabalho de Zagonel (2013) possui resultados semelhantes ao trabalho de Srour (2005), em que as empresas listadas em algum tipo diferenciado de governança corporativa distribuem mais dividendos. O trabalho de Zagonel (2013) também afirma que as ações ordinárias (ON) das empresas tendem a distribuir menos dividendos, o que está de acordo com a legislação vigente, conforme mostrado no quadro 3. No mesmo sentido, Souza, Peixoto e Santos (2016) buscaram relacionar a qualidade informacional das empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança com a distribuição de proventos, tendo como conclusão que empresas com melhores práticas de governança corporativa pagam dividendos maiores do que aquelas com poucas práticas de governança.

Em resumo, o Brasil é um país que possui um sistema de tributação diferenciado, em que os dividendos não são tributados. Além disso, há mais de uma forma de remuneração de capital, aqui apresentada como JSCP. Ainda, há mais de um tipo de ação, dada a divisão entre Ordinárias e Preferenciais, em que, pela legislação, as Preferenciais têm direito a receber prioritariamente os dividendos. Diante do exposto nesta seção, fica claro que o contexto brasileiro no que tange o pagamento de dividendos é singular e necessita de estudos na área.

3.3. ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE OS DIRECIONADORES DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

Esta seção busca fazer uma revisão de estudos empíricos nacionais e internacionais sobre a temática de distribuição de dividendos. Para tal, foram acessados portais e repositórios institucionais como *Web of Science*, Google Scholar e Catálogo de Teses e Dissertações (CTD), da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), com a busca por palavras-chave como “política de dividendos” e “determinantes da política de dividendos”,

sendo essa pesquisa também feita em inglês. Os trabalhos encontrados foram elencados através da relevância, de acordo com a ordem apresentada pelos portais utilizados e foram utilizados os trabalhos mais relevantes e mais citados, considerando os trabalhos que tratavam da política de dividendos como objetivo principal da pesquisa.

3.3.1. Estudos internacionais

Alli et al. (1993) estudaram os direcionadores da política de dividendos no mercado norte americano, assumindo como variável dependente o *Dividend Payout*. Com uma amostra de 105 empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque no ano de 1985, os autores utilizaram um modelo de regressão múltipla estimado por mínimos quadrados ordinários e concluíram que a política de dividendos se relacionava positivamente com a teoria proposta por Lintner (1956), ou seja, há criação de valor pela empresa através da política de pagamento de dividendos. Dentro dos principais achados podemos destacar que existe uma relação negativa e significativa com variáveis relacionadas ao investimento, endividamento, risco e retenção de caixa. Por outro lado, há uma relação positiva e significativa com variáveis relacionadas à estabilidade dos dividendos, controle acionário e liquidez.

La Porta et al. (2000) investigaram a relação entre a distribuição de lucros e a concentração acionária em empresas de 33 países, com 4103 empresas com diferentes estruturas de concentração acionária no ano de 1996. Para tal, elaboraram dois modelos: o primeiro buscou testar a hipótese de que os acionistas minoritários exercem uma pressão pela distribuição dos lucros em cima dos controladores, enquanto o segundo modelo testou a hipótese de que os dividendos são sinalizadores de que não há problema de agência nas empresas. Os resultados encontrados indicaram que o montante de lucro distribuído estava positivamente relacionado à pulverização das ações das empresas, além disso, os mecanismos de governança corporativa são mais eficientes em ambientes em que os acionistas estão mais protegidos por lei contra os gestores, corroborando com a ideia de que a pulverização das ações no mercado é um fator positivo.

Já Fama e French (2001) utilizaram um modelo de regressão *Logit* para empresas do mercado norte-americano, nos anos de 1963-1977, em que a variável dependente era uma *dummy* que assumia valor 1 se a empresa pagasse dividendos regularmente. O objetivo do trabalho foi compreender os motivos que levaram o declínio de empresas que distribuem dividendos, e para isto, os autores criaram um modelo que prevê o comportamento futuro da distribuição de dividendos das empresas e os compararam com os dados reais obtidos nesse

período. A amostra utilizada foi composta de 27 carteiras teóricas de ações, em que a menor dela contou com 45 empresas e a maior com 165 empresas. Os resultados encontrados sugerem que o pagamento de dividendos está relacionado positivamente com o tamanho da empresa e negativamente com as oportunidades de crescimento, esse último mensurado através da relação market-to-book. Ainda, o modelo de previsão elaborado pelos autores previu que existiriam mais empresas pagadoras de dividendos do que de fato ocorreu, isto é, de acordo com os parâmetros estimados deveria haver um percentual maior de empresas que distribuíssem dividendos, mas tal fato não ocorreu na prática.

Como forma de atualizar o estudo de Fama e French (2001), DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) adicionaram uma proxy para o estágio de ciclo de vida das empresas, mensurada através da razão entre lucros retidos e valor contábil do patrimônio líquido, para compreender como o estágio de desenvolvimento das empresas impactam na distribuição de dividendos. O período estudado pelos autores foi de 1970 a 2002, em uma amostra que contou com 1348 empresas listadas na bolsa de valores de Nova Iorque (New York Stock Exchange – NYSE). Para obter as estimativas os autores empregaram o modelo de regressão Logit. Como resultado, encontraram relação positiva entre essa variável e a propensão em pagar dividendos pelas empresas.

Adicionalmente, Aivazian, Booth e Cleary (2003) investigaram a distribuição de dividendos nas maiores empresas listadas nas bolsas dos Estados Unidos e de mercados emergentes como Coreia, Índia, Tailândia e Turquia. O estudo contou com 545 empresas observadas entre 1981 e 1990. Os autores constataram que tanto no mercado norte americano quanto nos mercados emergentes, a lucratividade afetava o pagamento de dividendos. Por outro lado, o índice de endividamento estava associado a pagamento de dividendos mais baixos. Os resultados sugerem que as políticas de dividendos de empresas em mercados emergentes são semelhantes às dos Estados Unidos, mas a sensibilidade das variáveis relacionadas à restrição financeira afeta mais os mercados emergentes. Apesar dessa sensibilidade, a principal conclusão dos autores foi de que as empresas de mercados emergentes pagam dividendos mais altos do que nos EUA.

Já Ho (2003) fez um estudo comparativo entre as empresas do Japão e da Austrália. O autor comparou 200 ações australianas com 225 ações do mercado japonês, sendo que ambas pertenciam aos índices de maior liquidez dos respectivos países considerando o intervalo contido entre os anos de 1992 e 2001. O autor afirma que na Austrália há um sistema que favorece os dividendos em despeito aos ganhos de capital, o que incorre em um pagamento de

dividendos significativamente maior que o Japão. Através de um modelo de regressão linear múltipla com efeitos fixos, o autor encontrou indícios de que no Japão, variáveis relacionadas a liquidez e risco são direcionadoras para o pagamento de dividendos pelas empresas e na Austrália, o tamanho da empresa e o setor em que a empresa atua são os direcionadores.

Já Omran e Pointon (2004) fizeram uma análise semelhante à de Ho (2003) para as firmas negociadas na Bolsa no Egito. Com uma amostra de 94 empresas para o ano de 1999, os autores utilizaram como variável dependente o Dividend Payout e estimaram os resultados através de um modelo de regressão linear múltipla com efeitos fixos. Os resultados apontam que os direcionadores da política de dividendos estão relacionados negativamente à liquidez e rentabilidade e positivamente ao lucro operacional e ao tamanho. Ainda, os autores descrevem que para empresas que não estão mais ativas, isto é, não são mais negociadas em bolsa, os direcionadores do pagamento de dividendos possuem um padrão mais complexo.

Não obstante, o estudo de Kania e Bacon (2005), feito com empresas listadas na bolsa de valores americana no ano de 2004 encontrou evidências de que os dividendos servem como indicador de performance e potencial risco de uma empresa. Utilizando o modelo de regressão de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para uma amostra de 542 firmas de capital aberto listadas na NYSE, encontraram associações positivas entre o pagamento de dividendos e tanto o crescimento dos lucros quanto do endividamento, e associações negativas entre pagamento de dividendos e risco, liquidez, Capex e controle acionário (*insider ownership*).

Adicionalmente, Khan (2006), ao estudar o mercado do Reino Unido encontrou evidências que corroboram o estudo de La Porta et al. (2000). O autor observou a relação entre dividendos e a estrutura de propriedade de 330 grandes empresas do Reino Unido entre 1985 e 1997. Através do método de generalização de momentos (GMM), que buscou controlar os efeitos específicos não observados das empresas. Os resultados indicam uma relação negativa entre dividendos e concentração de propriedade. Isto é, o autor encontrou evidências de que a composição acionária das empresas é importante, sendo constatada uma relação positiva para a variável participações acionárias por instituições e negativa para a variável participação acionária de pessoas físicas. O autor afirma que esses resultados são consistentes com os modelos de agência, em que os dividendos atuam como substituto no monitoramento dos acionistas de uma empresa ou em que pode existir uma grande influência do conselho diretor no que se refere à imposição da política de pagamento de dividendos.

Por outro lado, Harada e Nguyen (2011) utilizaram um índice chamado *Herfindahl* de forma adaptada, aplicando o conceito de concentração de mercado (conceito inicial) à

concentração acionária (conceito desejado pelos autores), sendo medido através do quadrado da soma do percentual obtido pelos cinco maiores acionistas. O objetivo do trabalho foi verificar, dentro do mercado japonês, como a concentração de propriedade impacta na distribuição de dividendos pelas empresas. Com uma amostra de 1431 firmas e 11062 observações das firmas japonesas, entre 1995 e 2007 e um modelo de regressão múltipla com dados em painel, os autores encontraram uma relação negativa entre distribuição de lucros e concentração de propriedade, ou seja, quanto maior a concentração acionária, menor é o nível do pagamento de dividendos. Em sua conclusão, os autores destacam que a rentabilidade e a alavancagem são os principais direcionadores do pagamento de dividendos, mas ressaltam também que empresas com maior concentração acionária são menos sensíveis, o que, sugere um padrão em que os acionistas controladores não usam ativamente o recebimento de dividendos para controlar potenciais problemas de fluxo de caixa das empresas.

Não obstante, Goyal e Muckley (2013) estudaram a importância dos direitos do investidor na política de dividendos de dez países asiáticos. A amostra contou com mais de 52 mil observações de 6960 firmas entre 1990 e 2009. Através dos modelos de regressão *Logit* e *Tobit*, os autores encontraram evidências de que países com leis mais protecionistas para os investidores possuem tendências de pagarem maiores dividendos. Os autores ainda afirmam que as decisões de pagamento são determinadas pelos direitos dos financiadores (credores) dos projetos e dos acionistas minoritários. Por fim, concluem que, embora os credores exerçam uma influência significativa nas decisões de dividendos, os custos de agência predominam nesses mercados.

Mais recentemente, Sharif et al. (2015) tentaram entender o comportamento do valor das ações de acordo com a política de dividendos no mercado paquistanês. Os autores testaram dois modelos: de efeitos fixos e aleatórios, optando pelo segundo. A amostra contou com 652 firmas divididas em 34 setores que compreendeu os anos entre 2001 e 2012. Os resultados encontrados indicam que o dividendo por ação e o índice de retenção (medido através do percentual de dividendos distribuídos em relação ao lucro total) não possuem impacto significativo no valor das ações. Por outro lado, o *Dividend Payout* possui uma relação positiva e significativa, isto é, a relação entre os dividendos pagos e o preço da ação é significativa, visto que o *Dividend Payout* é influenciado por ambos. Ainda, o lucro por ação apresenta relação positiva com o preço das ações e o retorno sobre patrimônio líquido possui uma relação negativa com essa mesma variável.

Já Labhane e Mahakud (2016) estudaram o determinante para o pagamento de dividendos no mercado indiano. A amostra conta com dados de 1995 a 2013 de 240 empresas sendo analisada através de um modelo de regressão com efeitos fixos com dados em painel desbalanceado. Como resultado os autores encontraram evidências de que as variáveis índice de alavancagem, ciclo de vida, tamanho da empresa, lucratividade e liquidez têm impacto significativo na determinação do pagamento de dividendos. Além disso, os resultados empíricos sugerem que variáveis como valor de mercado, valor contábil, índice de endividamento, tangibilidade de ativos, risco de negócios e impostos possuem influência negativa na distribuição de dividendos e as variáveis como ciclo de vida, capitalização de mercado, rentabilidade sobre o ativo e liquidez afetam positivamente o índice de distribuição de dividendos e o tamanho da remuneração. Isso indica que empresas maiores, mais lucrativas, mais maduras e com alta liquidez têm maior taxa de pagamento de dividendos, enquanto as empresas com alta oportunidade de investimento, alavancagem financeira e risco de negócios têm menor taxa de pagamento de dividendos.

Adicionalmente, Mahdzan et al. (2016) examinaram, através de um modelo de regressão múltipla com painel desbalanceado, os determinantes para o pagamento de dividendos das empresas listadas na Malásia entre 2005 e 2009. Os autores fizeram sua investigação considerando os setores econômicos, descartando os financeiros, totalizando 10 setores, englobando ao todo 640 firmas. Os resultados encontrados indicam que o tamanho da empresa e a lucratividade estão negativamente relacionados à política de dividendos das empresas na Malásia para todos os setores econômicos. Ainda, os autores encontraram evidências específicas para cada setor, sendo que o custo de agência (medido através do fluxo de caixa livre) e o endividamento estão positivamente relacionados à política de dividendos da indústria de Materiais Básicos, tamanho e a alavancagem desempenham um papel importante como determinantes no contexto de distribuição de dividendos das empresas dos setores de tecnologia e consumo não cíclico. Para o setor industrial, o tamanho e a lucratividade afetam significativamente a política de dividendos das empresas. Por fim, os autores não encontraram evidências significativas específicas para as indústrias de energia e de consumo cíclico.

Em contrapartida, Anton (2016) estudou 63 empresas não financeiras listadas na bolsa de valores de Bucareste, na Romênia, no período de 2001 a 2011. Empregando um modelo de efeitos fixos, observou-se que o índice de distribuição de dividendos influencia positivamente o valor da empresa, aplicando como teste de robustez a proposta de Lintner (1956), incluindo no modelo de regressão o índice de dividendos do ano anterior. Além disso, descobriu-se que a

alavancagem e o tamanho da empresa têm um efeito positivo, enquanto lucratividade e liquidez não apresentaram significância estatística para explicar o valor das empresas. Por fim, o autor conclui que os gestores são capazes de criar valor para as firmas através da política de dividendos até um certo nível ótimo.

Farrukh et al. (2017), de forma semelhante a Sharif et al. (2015), listaram 51 firmas na bolsa de valores do Paquistão que pagaram dividendos de forma estável entre os anos de 2006 e 2015. O método empregado foi o de regressão múltipla e os autores objetivaram encontrar o impacto que a política de dividendos possui sobre a criação de riqueza para os acionistas e sobre o desempenho da empresa. Os resultados encontrados afirmam que a política de dividendos está positivamente ligada ao lucro por ação e ao preço das ações. Além disso, a política de dividendos também está positivamente associada ao retorno sobre o patrimônio líquido. Com base nesses resultados, as variáveis relacionadas à riqueza dos acionistas, como *Dividend Payout* e *Dividend Yield*, são consistentes com a teoria da relevância dos dividendos e a teoria da agência. Os resultados obtidos para a política de dividendos são consistentes com a teoria da informação assimétrica, com foco nos efeitos da sinalização.

Já Cristea e Cristea (2017) tiveram como objetivo identificar os direcionadores que influenciam a política de dividendos para as empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores de Bucareste, na Romênia. Os autores utilizaram como base de comparação dez anos, que abarcou o período entre 2007 a 2016, totalizando 701 empresas. A variável dependente utilizada foi dividendos por ação e o método utilizado foi um modelo de regressão múltipla estimado por MQO. Os resultados apontam que lucratividade (medida pelo lucro por ação) e a liquidez impactam positivamente o pagamento de dividendos. Por outro lado, o endividamento, as oportunidades de crescimento (medidas através do crescimento da receita bruta), o tamanho e o PIB do país impactam negativamente o pagamento de dividendos das empresas romenas.

Complementarmente, Nurchaqiqi e Suryarini (2018) abordaram o efeito da alavancagem e da liquidez na política de dividendos utilizando a liquidez como uma variável moderadora. Através de uma amostra de 23 empresas do ramo imobiliário e da construção civil listadas na Bolsa de Valores da Indonésia, durante o período de 2013 a 2015, os autores aplicaram um modelo de regressão linear múltipla com dados em painel. Dentro dos resultados, encontraram indícios de que a política de dividendos é influenciada pela alavancagem e liquidez. Já a lucratividade não apresenta impacto significativo na mesma, apesar de impactar a capacidade de liquidez das empresas.

Nadeem, Bashir e Usman (2018) estudaram o setor financeiro e bancário do Paquistão para verificar os determinantes da política de dividendos do mesmo. A amostra contou com 24 instituições listadas na Bolsa de Valores de Karachi no período de 2005 a 2015. Através de uma regressão múltipla com dados em painel e efeitos aleatórios, os autores utilizaram como variável dependente o *Dividend Yield*. Como resultado, identificaram que rentabilidade, oportunidades de investimento e dividendos do ano anterior possuem efeito positivo no pagamento de dividendos por parte das instituições financeiras do Paquistão, enquanto o crescimento e a taxa de depósito de empréstimos possuem influência negativa. Como conclusão, os autores destacam que o dividendo pago no ano anterior é o fator mais impactante na taxa de pagamento de dividendos corrente.

Al-Najjar e Kilincarslan (2018) investigaram quais direcionadores específicos das empresas que impactam a distribuição de dividendos nas empresas turcas listadas na bolsa de Istambul no período de 2003 a 2012. Os autores argumentam que o período escolhido se deve às reformas econômicas e estruturais realizadas na Turquia em 2003, em que houve diversas mudanças na estrutura regulatória e nas regras de distribuição de dividendos. A partir de um conjunto de dados em painel que abarcou 264 empresas listadas, os autores calcularam a probabilidade de uma empresa distribuir dividendos através de um modelo de regressão *Logit*. Os resultados encontrados apontam que a lucratividade, a dívida, o crescimento, a idade da empresa e o tamanho são as características que mais impactam a probabilidade da distribuição de dividendos. Os resultados, segundo os autores, sugerem que as empresas mais lucrativas, mais maduras e de maior porte têm maior probabilidade de pagar dividendos (e distribuir dividendos mais elevados), enquanto as empresas com maior crescimento (oportunidades de investimento) e mais dívidas são menos propensas a pagar dividendos (e distribuir dividendos mais baixos) no mercado turco. Os autores concluem que a partir da reforma de 2003, há indícios de que o mercado financeiro turco se aproximou dos mercados mais desenvolvidos, visto que os determinantes encontrados estão de acordo com a literatura dos países mais desenvolvidos.

Adicionalmente, Dewasiri et al. (2019) estudaram uma amostra com dados anuais de 191 empresas do Sri Lanka, um mercado asiático emergente. Os autores utilizaram um modelo de regressão logística para descobrir os determinantes da propensão ao pagamento de dividendos das empresas e uma regressão em painéis de efeitos fixos para investigar os determinantes do pagamento de dividendos. Como resultado, encontraram que decisões anteriores sobre dividendos, ganhos, oportunidades de investimento e índices como

lucratividade, fluxo de caixa livre, governança corporativa, propriedade estatal e tamanho da empresa são determinantes para a propensão à pagar dividendos. Além disso, pagamento de dividendos anteriores, oportunidades de investimento, lucratividade e o valor total dos dividendos pagos também são identificados como direcionadores.

Farooq e Ahmed (2019) realizaram um trabalho para verificar se a influência política causada pelas eleições para a presidência dos Estados Unidos reflete sobre a política de dividendos das empresas americanas. A hipótese testada é que a assimetria de informação diante da incerteza política causada pelo ano eleitoral é aumentada, o que acaba por influenciar a política de dividendos das empresas. Os autores construíram uma base de dados que contemplou o período de 1996 até 2016, assumindo uma variável *dummy* de valor 1 para os anos eleitorais do período, contemplando 3655 empresas. A variável dependente do estudo foi o *dividend payout*, sendo utilizadas como variáveis explicativas: o tamanho, o endividamento, o lucro por ação, o crescimento do ativo, o investimento em capital, a concentração acionária e o número de recomendações por parte dos analistas para cada ativo. Através de um modelo de regressão múltipla encontraram evidências de que as políticas de dividendos adotadas pelas empresas americanas possuem sensibilidade em períodos eleitorais, isto é, pagam um percentual mais alto de dividendos durante os anos eleitorais em relação aos anos não eleitorais, aceitando a hipótese da incerteza nos mercados causadas pela instabilidade política. Sendo assim, os autores concluem que a incerteza econômica (nesse caso acentuada em períodos eleitorais) impactam diretamente no pagamento de dividendos.

Recentemente, Nguyen et al. (2020) investigaram a relação entre a política de dividendos e a volatilidade do preço das ações do Vietnã. Os autores utilizaram um conjunto de dados que contemplou 260 empresas entre 2009 e 2018, empregando três métodos de análise: regressão múltipla com efeitos fixos, regressão múltipla com efeitos aleatórios e métodos de momentos generalizados. Para decidir a eficácia do melhor modelo, os autores utilizaram primeiro o teste de *Hausman* e, posteriormente, o teste de *Arellano e Bond*. O modelo escolhido foi o de métodos de momentos generalizados. Os resultados encontrados indicam que há associação entre a volatilidade do preço das ações e o pagamento de dividendos, sendo essa relação positiva.

No mesmo sentido, Dang et al. (2020) estudaram o impacto da política de dividendos no valor das firmas listadas na bolsa do Vietnã entre 2006 e 2017. O estudo contou com 2278 observações para 74 empresas. Através da metodologia de mínimos quadrados ordinários, os autores identificaram três direcionadores que impactam positivamente o valor das firmas: o

pagamento de dividendos, lucratividade no período e tamanho; por outro lado, como fator que atua negativamente sobre o valor das empresas têm-se o grau de alavancagem, medido pelo endividamento. Os autores concluem que a política de dividendos tem um impacto significativo no valor corporativo das empresas que implementam uma política de pagamento de dividendos mais elevada.

De forma similar, Adam, Buckman e Setordzi (2020) estudaram 14 empresas listadas na bolsa de Gana entre 2009 e 2018. Os autores testaram dois modelos diferentes: a regressão com efeitos fixos e aleatórios, e através do teste de Hausman, o modelo definido foi o de efeitos fixos. Utilizou-se como variável dependente o preço médio de cada ação no período. Como resultado, os autores encontraram evidências de que o lucro por ação, o lucro líquido e o tamanho da empresa, medido pelo total do ativo, são significativos para determinar o preço das ações. O *dividend payout*, aqui utilizado como variável dependente, não foi significativo para determinar o preço das ações. Ainda, vale destacar que o lucro por ação e o tamanho do ativo impactam positivamente o preço das ações, enquanto o lucro líquido impacta negativamente.

O quadro 04 apresenta um resumo dos estudos conduzidos no cenário internacional sobre a política de dividendos:

Quadro 04 - Sintetização de estudos internacionais sobre política de dividendos

| Autores (ano) | Variável Dependente | Metodologia | Período | País | Nº Empresas Estudadas |
|---------------------------------|--|---------------------------------|-----------|--------------------------------|-----------------------|
| Alli et al. (1993) | <i>Dividend Payout</i> | MQO em dados em painel | 1985 | EUA | 105 |
| La porta et al. (2000) | <i>Dividend Payout</i> | Efeitos Aleatórios | 1996 | Vários | 4103 |
| Fama e French (2001) | Variável <i>dummy</i> em que 1 assume a regularidade no pagamento de dividendos | Regressão Logit | 1963-1977 | EUA | 45~165 |
| Aivazian, Booth e Cleary (2003) | Dividendos por Ativo | MQO em Painel Desbalanceado | 1981-1990 | Vários | 545 |
| Ho (2003) | <i>Dividend Payout</i> | Efeitos Fixos | 1992-2001 | Japão e Austrália ^e | 425 |
| Omran e Pointon (2004) | <i>Dividend Payout</i> | Efeitos Fixos | 1995-1999 | Egito | 94 |
| Kania e Bacon (2005) | <i>Dividend Payout</i> | MQO em dados em painel | 2004 | EUA | 542 |
| Khan (2006) | <i>Dividend Payout</i> | <i>GMM</i> | 1985-1997 | Reino Unido | 330 |
| DeAngelo, DeAngelo e Stulz | Variável <i>dummy</i> em que 1 assume a regularidade no pagamento de dividendos | Regressão Logit | 1973-2002 | EUA | 1348 |
| Harada e Nguyen (2011) | Total de dividendos pagos | MQO em dados em painel | 1995-2007 | Japão | 1431 |
| Goyal e Muckley (2013) | <i>Dividend Payout</i> | Regressão Tobit e Logit | 1990-2009 | Vários | 6960 |
| Sharif et al. (2015) | Dividendos por ação | Efeitos Aleatórios | 2001-2012 | Paquistão | 652 |
| Labhane e Mahakud (2016) | Preço da ação | MQO em dados em painel | 1995-2013 | Índia | 240 |
| Mahdzan et al. (2016) | <i>Dividend Yield</i> | MQO em Painel Desbalanceado | 2005-2009 | Malásia | 640 |
| Anton (2016) | Valor da Firma | Efeitos Fixos | 2001-2011 | Romênia | 63 |
| Farrukh et al. (2017) | Dividendos por ação e <i>Dividend Yield</i> | MQO em dados em painel | 2006-2015 | Paquistão | 51 |
| Cristea e Cristea (2017) | Dividendos por ação | MQO em dados em painel | 2007-2016 | Romênia | 701 |
| Nurchaqqi e Suryarini (2018) | <i>Dividend Payout</i> | MQO em dados em painel | 2013-2015 | Indonésia | 23 |
| Nadeem, Bashir e Usman (2018) | <i>Dividend Yield</i> | Efeitos aleatórios | 2005-2015 | Paquistão | 24 |
| Al-Najjar e Kilincarslan (2018) | Variável <i>dummy</i> em que 1 assume o pagamento de dividendos | Regressão Logit | 2003-2012 | Istambul | 264 |
| Dewasiri et al. (2019) | <i>Dividend Payout</i> e variável <i>dummy</i> em que 1 assume o pagamento de dividendos | Regressão Logit e efeitos fixos | 2010-2016 | Sri Lanka | 191 |
| Nguyen et al. (2020) | Volatilidade dos preços medido através do desvio padrão dos preços | <i>GMM</i> | 2009-2018 | Vietnã | 260 |
| Dang et al. (2020) | Preço médio da ação | MQO <i>Pooled</i> | 2006-2017 | Vietnã | 74 |
| Adam, Buckman e Setordzi (2020) | Preço médio da ação | Efeitos Fixos | 2009-2018 | Gana | 14 |
| Farooq e Ahmed (2019) | <i>Dividend Payout</i> | MQO <i>Pooled</i> | 1996-2016 | EUA | 3655 |

Fonte: elaborado pelo autor (2021).

3.3.2. Estudos nacionais

No que se refere ao mercado brasileiro, Heineberg e Procianny (2003) buscaram identificar os direcionadores da política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto entre 1994-2000. Para tal, utilizou-se um painel de dados para 196 empresas. Foi apurado que as variáveis com maior poder de explicação na determinação dos dividendos pagos são os dividendos pagos no ano anterior e o valor do lucro da empresa no ano, indicando que os dividendos no Brasil têm uma forte relação com o lucro líquido das empresas.

Já Santana (2006) estudou a relação entre *Dividend Yield* e o retorno das ações considerando alguns possíveis direcionadores da política de dividendos. A amostra foi constituída por empresas com ações negociadas na B3 no período de 1998 a 2003, que totalizou 154 ações de 90 empresas, sendo 63 ordinárias e 91 preferenciais. A autora encontrou evidências de que capacidade de geração de lucros, oportunidade de crescimento e o setor de atividade são significativos. Por outro lado, esses direcionadores não foram significantivos para explicar a relação entre *Dividend Yield* e retorno das ações.

De forma complementar, Dalmácio e Corrar (2007) investigaram a relação entre a concentração do controle acionário e a política de dividendos de 438 empresas brasileiras listadas na B3, no período de 1998 a 2005. Verificou-se que um aumento na concentração acionária provoca uma elevação no valor dos dividendos pagos por ação. Utilizando o modelo de regressão linear simples e tendo como variável dependente o dividendo pago por ação, houveram indícios de que a composição acionária das empresas brasileiras pode explicar, em parte, a política de dividendos por elas adotada.

Já Mota (2007) desenvolveu um estudo sobre as motivações envolvidas, dentro das opções que as empresas possuem (JSCP, Dividendos ou Recompra) para a sua política de distribuição de proventos. O autor utilizou de uma amostra com 715 observações, considerando os anos de 2002 a 2005. Foram empregados modelos de regressão *Tobit* e *Logit* para encontrar os direcionadores determinantes da política de dividendos. Em resumo, concluiu-se que a principal motivação para o pagamento de dividendos ou JSCP pelas empresas é a de mostrar ao mercado a preocupação com a não expropriação dos acionistas minoritários, sendo os dividendos uma política estável de pagamentos. O autor, ainda, encontrou evidências de que empresas com maior fluxo de caixa, menores oportunidades de crescimento/investimento, empresas maiores e mais maduras, e aquelas com menor risco, alavancagem, endividamento e concentração acionária distribuem seus lucros mais frequentemente na forma de dividendos/JSCP.

Adicionalmente, Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) analisaram o efeito da assimetria de informação, dos custos de agência e da estrutura de propriedade sobre a determinação do pagamento de dividendos em 178 empresas cotadas na B3 no período de 2000 a 2004. Utilizando o modelo de regressão *Tobit*, concluíram que empresas com menor assimetria de informação pagam menos dividendos e que a concentração de propriedade apresenta uma relação negativa com o pagamento de dividendos. Ainda, verificaram que existe relação negativa entre o pagamento de proventos e as oportunidades de crescimento e uma relação positiva deste com o fluxo de caixa.

Não obstante, Fonteles et al. (2012) avaliaram o perfil das empresas integrantes do IDIV da B3, a fim de encontrar os possíveis determinantes para elevadas políticas de dividendos. Como fundamentação teórica se embasaram na teoria da relevância dos dividendos e na teoria da sinalização. O trabalho teve como amostra 35 empresas listadas no índice no ano de 2011. O método utilizado para análise dos dados foi o de Análise de Componentes Principais (ACP), para inferir sobre os possíveis determinantes da política de dividendos. Dentro dos resultados, os autores identificaram que a política de dividendos determinada por lei é a mais observada pelas companhias. Ainda, identificaram que as empresas estudadas transmitem sinal positivo ao mercado por meio do planejamento e pagamento de dividendos elevados.

Já Holanda e Coelho (2012) estudaram se as características externas à empresa, relativas ao efeito clientela, diferenciam a política de dividendos das empresas. Para testar a hipótese de associação entre efeito clientela e a decisão de pagar dividendos, utilizaram regressão *Logit* e *Tobit* para analisar 410 empresas brasileiras de capital aberto no período de 1998-2010. Como conclusão, encontraram que a concentração de propriedade foi o fator que mais afetou a política de distribuição de lucros das empresas investigadas. Além disso, outros achados importantes dos autores indicam que o nível de governança corporativa das empresas, o tamanho do ativo e o retorno de mercado são variáveis que impactam tanto na decisão de pagar dividendos como no montante distribuído. Por outro lado, oportunidade de crescimento e alavancagem financeira demonstraram insignificância estatística.

Sobrinho et al. (2014) estudaram a relação que a política de dividendos possui com o gerenciamento de resultados das empresas dentro do contexto brasileiro. Do ponto de vista da literatura internacional, era esperado que as organizações que optam por distribuição de dividendos, possuíssem melhor qualidade do lucro, representada por meio de um menor nível de gerenciamento de resultados. Com uma amostra do período de 2003 a 2012, os autores contaram com 2444 observações, considerando as empresas que pagaram e que não pagaram

dividendos. Esses dados foram analisados através de regressões com erro robusto por clusters por setor e ano das empresas listadas. O resultado indicou que as firmas pagadoras de dividendos não possuem menor nível de gerenciamento de resultado, ou seja, o pagamento de dividendos não influencia na qualidade do lucro contábil das empresas inseridas no mercado brasileiro. A possível justificativa encontrada pelos autores para embasar essa diferença entre o mercado brasileiro e os mercados internacionais diz respeito ao ambiente institucional brasileiro, em que há obrigatoriedade na distribuição mínima de dividendos.

De forma complementar, Loncan e Caldeira (2014) investigaram a relação entre estrutura de capital, liquidez de caixa e o valor da empresa. Utilizando dados em painel e um modelo de regressão com estimadores de efeitos fixos, em uma amostra de 288 empresas entre 2002-2012, encontraram uma associação negativa entre dívidas de curto e longo prazo e a liquidez de caixa, sendo essa ainda podendo ser associada a um grau de alavancagem inferior. Além disso, encontraram evidências de que as empresas com restrições financeiras mantêm mais recursos em caixa. Além disso, em relação ao impacto da estrutura de capital e da liquidez de caixa no valor da empresa, há efeitos marginais negativos da dívida que sugerem o comportamento de aversão ao risco do investidor quanto à dívida. Ainda, os autores destacam que a liquidez de caixa é vista como positiva pelos investidores, mas existe um patamar ótimo que limita o comportamento ao risco dos mesmos.

Já Forti, Peixoto e Alves (2015) averiguaram os direcionadores para a política de dividendos das empresas listadas na B3, no período de 1995 a 2011. A amostra final, após a exclusão do setor financeiro, foi composta por 300 empresas com 3671 observações em um painel desbalanceado, representando 12,2 observações em média por empresa. Para atingir os objetivos traçados, os autores utilizaram dois modelos econométricos: Tobit e GMM, este último muito empregado quando há suspeitas de endogeneidade entre as variáveis explicativas. Constataram que variáveis relacionadas ao tamanho da empresa, rentabilidade, valor de mercado, liquidez e crescimento dos lucros influenciam positivamente na propensão de pagamento de dividendos. Por outro lado, variáveis associadas ao endividamento, pertencimento à níveis diferenciados de governança, investimento de capital, controle e risco estão associadas negativamente na propensão de pagamento de dividendos.

De forma complementar, Gomes, Takamatsu e Machado (2015) estudaram possíveis direcionadores que levam as empresas a distribuir proventos na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio, sendo analisados, especificamente, os determinantes da distribuição de dividendos e dos juros sobre capital próprio. Os autores utilizaram a técnica de regressão

logística para explicar os determinantes da política de distribuição de proventos. Com uma amostra de 115 empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 no ano de 2012, os autores dividiram as variáveis dependentes em entre 0 (distribuir apenas dividendos) e 1 (distribuir JSCP). Os resultados do trabalho sugeriram que empresas ligadas ao setor de construção e transporte tendem a distribuir dividendos, enquanto que empresas com alto valor de mercado tendem a priorizar o pagamento de JSCP. Como conclusão, os autores afirmam que o pagamento de juros sobre capital próprio é mais vantajoso do que os dividendos como forma de distribuição do excesso de caixa aos acionistas, em que o mercado valoriza empresas que pagam o JSCP, aumentando dessa forma o valor de mercado da empresa (Market to book).

No mesmo ano, Ströer (2015) estudou quais direcionadores impactam o *Dividend Payout* das empresas, considerando percentuais diferenciados e diferentes formas de tributação, como acontece no mercado brasileiro. Para tal, o autor utilizou a técnica de regressão quantílica com dados em painel. A amostra contou com 3073 observações de empresas de capital aberto na B3 no período de 2009 a 2013. Dentre as conclusões do autor, podemos citar que: i) o tamanho da empresa afeta a política de dividendos; ii) o índice de liquidez e rentabilidade influencia positivamente as empresas que possuem um payout elevado; iii) endividamento e investimento influencia negativamente essas mesmas empresas; iv) a concentração acionária não apresentou significância estatística, apesar de haver uma relação positiva nas empresas que mais pagam dividendos e negativa nas que menos pagam; e v) a receita apresentou uma relação positiva em empresas com payout elevado.

Viana Junior e Ponte (2016) investigaram, comparativamente, os determinantes da política de dividendos de 105 companhias, sendo 58 brasileiras, listadas na B3, e 47 americanas, listadas na NYSE compreendendo um total de 406 observações para empresas brasileiras e 329 observações de empresas estadunidenses, entre 2008 e 2014. Os autores utilizaram um modelo de regressão múltipla, por meio de uma análise de dados em painel, adotando-se como variável dependente o índice payout. Como resultado, as variáveis lucro líquido e estabilidade dos dividendos podem explicar a política de dividendos das empresas brasileiras, enquanto as variáveis estabilidade dos dividendos, valor de mercado e fluxo de caixa explicam os dividendos das firmas americanas. Os autores concluem que os resultados encontrados corroboram a hipótese de que a política de dividendos pode ser explicada por alguns direcionadores específicos dado cada contexto econômico.

Já Silva et al. (2016), com base na Teoria da Sinalização, estudaram a relevância que a divulgação do Dividendo Adicional Proposto (DAP), que não é obrigatório dentro das

empresas, possui no mercado de capitais brasileiro. Esse mecanismo serve como sinalização de uma maior distribuição dos dividendos por parte das empresas. A amostra do estudo compreendeu os anos de 2010, 2011 e 2012, a partir das demonstrações contábeis das empresas listadas na B3, contando com uma amostra final de 102 empresas. O método parte do modelo proposto por Ohlson (1995), em que o valor da empresa está relacionado com informações obtidas da contabilidade. Como resultado, os autores encontraram indícios de que as empresas que empregam o DAP possuem retornos maiores nas ações, o que está de acordo com a Teoria da Sinalização, em que um aumento na distribuição dos dividendos indica um sinal positivo de maiores lucros no futuro.

Rabelo et al. (2017) estudaram, sob a ótica da Teoria da Sinalização, a relação entre o pagamento de dividendos e o desempenho futuro das empresas listadas na B3. Com dados anuais de 98 empresas, entre 2003 e 2014, os autores utilizaram análise de regressão com dados em painel com efeitos fixos para estimação dos coeficientes. Como resultado, os autores não encontraram evidências de que as variáveis escolhidas como proxy de desempenho futuro impactam na distribuição de dividendos das empresas. Em outras palavras, os autores não encontraram a presença de conteúdo informacional dentro da política de dividendos, isto é, rejeitaram a hipótese de que os dividendos atuam como sinalizador de bons resultados futuros.

No mesmo ano, Viana Junior et al. (2017), com base na Teoria da Relevância dos Dividendos, estudaram a relação entre a política de dividendos e o valor de mercado nas companhias listadas na B3. Foram analisados dados de 189 empresas, durante período de 2009 a 2014, por meio de testes de correlação entre as variáveis analisadas e de regressão múltipla com dados em painel balanceado. Utilizando o nível de payout como variável dependente para explicar o valor de mercado das empresas, os autores encontraram evidências significativas de que nos setores de Utilidade Pública e Consumo Não Cíclico o payout apresenta relação positiva e significativa para explicar o valor de mercado das empresas, o que colabora com a hipótese de que a política de dividendos das empresas está sujeita a fatores econômicos específicos de cada região ou setor.

Mais recentemente, Galvão et al. (2018) estudaram se as empresas pagaram ou não dividendos, e se quando distribuíram o fizeram via dividendos ou JSCP, correlacionando essas informações com os níveis de payout adotados. A amostra utilizada contou com 287 empresas e um total de 2720 observações entre 2002 e 2013. Os resultados indicam que a maioria das empresas adota o pagamento de 25% do lucro líquido ajustado como dividendos mínimos. Indicam também que, quando distribuem dividendos, pagam acima deste mínimo, havendo

payout incremental. No que diz respeito a forma de distribuição de dividendos, há preferência nas empresas de adotar apenas os dividendos como forma de remuneração. Os autores afirmam também que as companhias evitam mudar a política de distribuição previamente adotada, mantendo a forma de remuneração e o nível de payout.

Ainda, Galvão et al. (2019) investigaram direcionadores relacionados ao pagamento de dividendos e de payout incremental das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2002 a 2013. Os métodos utilizados foram organizados em painel desbalanceado, além de realizar regressões *Logit* com efeitos aleatórios em uma amostra de 287 empresas. Os resultados encontrados indicam que empresas com maior rentabilidade, proporção de caixa, concentração acionária e as pertencentes a algum nível diferenciado de governança possuem mais probabilidade de pagar payout incremental, enquanto as que possuem menos probabilidade são as que possuem maior oportunidade de crescimento.

Por fim, Martucheli et al. (2020) buscaram observar o comportamento da distribuição de dividendos em empresas brasileiras em contextos de expansão e recessão econômicas no país. Para tal, os autores contaram com uma amostra que abrangeu empresas ativas e inativas, entre os anos de 1995 a 2016, com informações trimestrais, além de informações do Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE) para determinar os períodos de expansão e recessão econômicas, sendo esta variável utilizada como uma *dummy*. Os autores analisaram, através de um modelo de regressão com efeitos fixos, dois modelos: o primeiro contou com 522 empresas para analisar a variável *Dividend Payout*, enquanto o segundo contou com 524 empresas para analisar o *Dividend Yield*. Dentro dos resultados encontrados, os autores afirmam que em ambos os modelos as empresas aumentam a distribuição de dividendos em períodos de recessão, em que há maior incerteza no mercado. Ainda, para o modelo estimado com *Dividend Payout* como variável dependente, o tamanho e o lucro por ação foram positivamente significantes. Já para o modelo de *Dividend Yield*, tanto a alavancagem financeira, quanto o tamanho se mostraram negativamente correlacionadas. O quadro 05 abaixo apresenta um resumo dos estudos conduzidos no Brasil sobre a política de dividendos:

Quadro 05 - Resumo dos Estudos Nacionais

| Autores (ano) | Variável dependente | Metodologia | Período | Amostra |
|--------------------------------------|--|---|-----------|---------|
| Heineberg e Procianoy (2003) | <i>Dividend Payout</i> | Efeitos Fixos | 1994-2000 | 196 |
| Santana (2006) | <i>Dividend Yield</i> | Efeitos Fixos | 1998-2003 | 154 |
| Dalmácio e Corrar (2007) | Dividendos pagos por ação | Regressão linear múltipla com dados em painel | 1998-2005 | 438 |
| Mota (2007) | <i>Dividend Payout</i> | Regressão Tobit | 2000-2005 | 715* |
| Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) | <i>Dividend Payout</i> | Regressão Tobit | 2000-2004 | 178 |
| Fonteles et al. (2012) | Não se aplica | Análise de componentes principais (ACP) | 2010 | 35 |
| Holanda e Coelho (2012) | Distribuição de lucros e <i>Dividend Payout</i> | Regressão Logit e Tobit | 1998-2010 | 410 |
| Sobrinho, Rodrigues e Neto (2014) | Accruals Discricionários Estimados | Regressão com erros clusterizados por setor e ano | 2003-2012 | 2444* |
| Loncan e Caldeira (2014) | Índice dívida/capital e Liquidez de Caixa | Efeitos fixos | 2002-2012 | 288 |
| Gomes, Tamaktsu e Machado (2015) | Variável dummy para apenas dividendos ou dividendos + JSCP | Regressão Logit | 2012 | 300 |
| Forti, Peixoto e Alves (2015) | (Dividendos)/(Ativo Total) | Regressão Tobit e GMM | 1995-2011 | 115 |
| Ströer (2015) | <i>Dividend Payout</i> | Regressão quantílica | 2009-2013 | 3073* |
| Viana Junior, Ponte (2016) | <i>Dividend Payout</i> | Regressão linear múltipla com dados em painel | 2008-2014 | 105 |
| Silva, Nardi e Tonani (2016) | Preço da ação da empresa no ano t | Regressão linear múltipla com dados em painel | 2010-2012 | 102 |
| Rabelo et al. (2017) | Total de dividendos pagos | MQO Pooled | 2003-2014 | 98 |
| Viana Junior et al. (2017) | Logaritmo neperiano do tamanho da empresa | Regressão múltipla com painel balanceado | 2009-2014 | 189 |
| Galvão, Santos e Araújo (2018) | Não se aplica | Análise de atas de assembleias ordinárias | 2002-2013 | 287 |
| Galvão, Santos e Araújo (2019) | Variável dummy probabilidade de pagar payout incremental | Regressão Logit com painel desbalanceado | 2002-2013 | 287 |
| Martucheli et al. (2020) | <i>Dividend Payout</i> e <i>Dividend Yield</i> | Regressão com efeitos aleatórios | 1995-2016 | 522 |

Fonte: Elaborado pelo autor (2021).

4 METODOLOGIA

4.1. TIPO DE PESQUISA

O presente estudo foi classificado, quanto à área da ciência, como empírico, pois ocorreu no intuito de determinar os direcionadores para o pagamento de dividendos nas empresas listadas na B3, em contextos em que ocorram maiores e menores níveis de distribuição desses lucros, se apoiando para tal em elementos patrimoniais e financeiros dessas empresas.

A abordagem do estudo foi quantitativa, pois envolve diversas variáveis estatísticas para demonstrar seus resultados, além de apresentar dados que podem ser mensurados em amostras representativas de uma população, seus resultados expressam um retrato da sociedade. (MARTINS E THEÓFILO, 2009).

Quanto aos fins, a pesquisa foi descritiva. A pesquisa descritiva tem como principal finalidade descrever traços e/ou particularidades de determinada população, ou então definir como as variáveis se relacionam. (Gil, 2010).

Essa pesquisa utilizou a plataforma Economática® como fonte de obtenção dos dados. Todos os dados utilizados são considerados de fonte secundária, que segundo Gil (2010), são conjuntos de informações coletadas por terceiros. O software de código aberto R foi utilizado para tratamento e análise dos dados coletados, com uso dos pacotes *Tidyverse*, *Quantreg* e *XLSX*².

4.2. AMOSTRA

Para esse estudo, os dados coletados foram utilizados em forma de painel. Segundo Gujarati (2003), dados em painel são caracterizados por fazerem uma análise quantitativa das relações econômicas, juntando dados temporais (*time-series*) e seccionais (*cross-section*), além de possibilitar uma melhor investigação sobre a dinâmica das mudanças nas variáveis tornando possível o efeito das variáveis não observadas. Também, dados em painel são melhores para inferência dos parâmetros estudados, proporcionando mais graus de liberdade, permitindo assim ultrapassar problemas de multicolinearidade.

Todos os dados utilizados durante esse estudo foram de fontes secundários e obtidos através da plataforma Economática®. O período estudado foi de janeiro de 1996 a dezembro de 2020, com dados anuais. A escolha do período da amostra se deve ao fato que, em dezembro de 1995, foi instituído como forma de remuneração aos acionistas os JSCP através da lei nº

² O código utilizado para este estudo pode ser solicitado pelo leitor através do e-mail diegorchain@gmail.com

9.249/1995, que atuam como forma alternativa à distribuição de proventos por parte das empresas, impactando diretamente em suas políticas de dividendos. Sendo assim, a escolha do período se justifica por representar desde o início do período estudado todas as formas possíveis de remuneração aos acionistas, excluindo o período anterior em que essa forma não era possível. Por fim, serão consideradas também as empresas que não são mais negociadas em bolsa, mas que apresentaram negócios em algum momento durante o período estudado.

A amostra inicial partiu de 846 empresas. Para o processo de limpeza e tratamento dos dados os seguintes procedimentos foram adotados: em um primeiro momento foram excluídos os dados faltantes para a variável ativo total, pois entende-se que empresas sem nenhum ativo não podem existir, resultando na exclusão de 13 empresas sem nenhum ativo. Em um segundo momento foram excluídos os dados vazios referentes às variáveis dependentes *Dividend Yield* e *Dividend Payout*, a falta desses dados impedem o emprego da metodologia proposta e do estudo em si, restaram então 664 empresas. A seguir foram excluídas as empresas do setor Financeiro, assim como nos trabalhos de Peixoto et al. (2015), Viana Júnior et al. (2017), Rabelo et al. (2017), pois essas empresas apresentam balanços e estruturas diferentes das demais, podendo causar algum tipo de viés nos resultados, o que gerou uma amostra de 561 empresas. Por fim, foram excluídas empresas com apenas uma observação, visto que não é possível observar seu comportamento ao longo do tempo.

Desta forma, a amostra final consistiu em 537 empresas, considerando empresas com registro ativo e cancelado. Este estudo optou por utilizar empresas com registro cancelado por duas razões: a primeira está na justificativa abordada no trabalho de Johnson, Lin e Song (2006), em que os autores destacam o viés de sobrevivência sobre fundos de investimento. Apesar deste trabalho não utilizar esta abordagem, entende-se que esse tipo de viés está presente no mercado de capitais como um todo, em que empresas mais bem estabelecidas tendem a se manter no mercado, conforme exposto também pela teoria do Ciclo de Vida, na seção 3.1.5. A segunda razão está no objeto do presente estudo, isto é, encontrar os direcionadores para a política de dividendos das empresas brasileiras não financeiras, para tanto optou-se por buscar todas as informações possíveis para sua execução.

Sendo assim, as empresas restantes foram divididas de acordo com a classificação setorial econômica realizada pela B3. A tabela 01 abaixo apresenta o setor e o número de empresas inclusas em cada um:

Tabela 01 - Classificação por Setor Econômico x Número de empresas

| Setor Econômico | Número de empresas |
|---------------------------------|--------------------|
| Petróleo, Gás e Biocombustíveis | 16 |
| Materiais Básicos | 99 |
| Bens Industriais | 88 |
| Consumo Não Cíclico | 62 |
| Consumo Cíclico | 129 |
| Saúde | 25 |
| Tecnologia da Informação | 9 |
| Comunicação | 36 |
| Utilidade Pública | 63 |
| Outros | 10 |
| Total | 537 |

Fonte: Elaborado pelo autor com base na classificação setorial B3 (2021).

4.3. O MÉTODO DE ESTIMAÇÃO: A REGRESSÃO QUANTÍLICA

Pressupondo que os direcionadores da política de dividendos das empresas sejam diferentes em cada setor da economia, o presente estudo utilizou a regressão quantílica com dados em painel. Apesar de ser um método antigo, são poucos os trabalhos dentro do campo da política de dividendos que utilizaram tal modelagem, mostrando um campo ainda não explorado dentro da literatura de finanças. Desta forma, a estimação será dada pelos quantis 25, 50, 75 e 90.

O modelo de regressão quantílica (RQ) se justificou devido aos diversos potenciais direcionadores da distribuição de dividendos, conforme expresso na literatura, poderem apresentar sinais tanto positivos quanto negativos (SANTANA, 2006; MOTA, 2007; FORTI; PEIXOTO E ALVES, 2015; VIANA JUNIOR E PONTE, 2016; E GALVÃO; SANTOS E ARAÚJO, 2019). Desta forma, este modelo é capaz de apresentar resultados mais consistentes ao observarmos a resposta de cada quantil, sendo possível verificar as diferentes associações entre as variáveis estudadas dentro da amostra, além de utilizar a mediana condicional como medida de tendência central, tornando a regressão mais robusta em resposta aos *outliers*. Em outras palavras, a partir das regressões quantílicas é possível obter um mapeamento mais completo do impacto das variáveis explicativas sobre a variável dependente, permitindo a investigação de como cada quantil responde, em vez de se ter somente uma reta de regressão para o caso da média, presente no método de MQO (MARIONI et al., 2016).

Os primeiros autores a tratarem de RQ foram Koenker e Bassett (1978), sua proposição de um novo modelo estatístico veio com o objetivo de contornar a extrema sensibilidade que o estimador por MQO possui à presença de *outliers*, principalmente em distribuições não gaussianas. A solução encontrada foi introduzir um modelo que consiste em um método robusto à presença desses *outliers*, à distribuições não normais e aos resíduos heterocedásticos. Em suma, a regressão quantílica contorna o problema derivado de valores extremos e de médias tendenciosas, uma vez que estima os parâmetros do modelo analisado a partir da mediana dos quantis.

A regressão quantílica, segundo Koenker e Bassett (1978), permite analisar a associação entre a variável dependente com as variáveis explicativas, sendo uma técnica capaz de caracterizar uma distribuição condicional de uma variável dependente a partir de um conjunto de regressores. Além disso, conforme Ohlson e Kim (2014), esse método possui robustez à presença de heterocedasticidade, uma vez que as relações entre as variáveis na amostra são testadas nos quartis condicionais.

Essa técnica permite, ainda, apresentar características de toda a distribuição da variável dependente condicionada através de um conjunto de variáveis explicativas. Com isso, cada quantil apresenta um resultado próprio, ou seja, uma estimação individual, devendo ser interpretado separadamente. Quanto a análise dos parâmetros, por cada um possuir sua estimação própria, os testes devem ser feitos também de forma individual e os resultados são analisados da maneira usual. (COSTA et al., 2015).

Sendo assim, com base no estudo de Koenker e Bassett (1978), bem como exposto em Silva e Porto Júnior (2006) podemos citar as seguintes vantagens de RQ diante dos modelos de MQO:

- A RQ permite caracterizar toda a distribuição condicional de uma variável dependente a partir do conjunto de variáveis independentes;
- A RQ pode ser utilizada em distribuições não normais;
- Possui robustez à presença de *outliers*;
- Uma vez que a distribuição é condicional a variável dependente, os intervalos de confiança dos parâmetros e das variáveis dependentes podem ter seus valores calculados diretamente dos quantis desejados;
- Diferentemente de MQO, os erros da RQ não possuem uma distribuição normal. Desta forma, os estimadores da RQ podem ser considerados mais eficientes do que os estimadores por meio de MQO; e

- A regressão quantílica pode ser representada como um modelo de programação linear, o que facilita a estimação dos parâmetros. Hoje em dia, a grande maioria dos pacotes econométricos já possuem comandos próprios para esta finalidade, e possuem implementação através de linguagens de programação como *R* e *Python*.

Por fim, por ser vista como uma extensão natural dos quantis amostrais para o caso de um modelo linear $Y_t = X_t \beta + \varepsilon_t$, em que o vetor Y indica a variável a ser estudada, no caso deste estudo, o *Dividend Yield* das empresas, enquanto o vetor X são as variáveis utilizadas para explicar as variações ocorridas em Y , sendo que as variáveis do vetor X serão expostas mais adiante. Sendo assim, cada quantil assume a seguinte forma:

$$Q_t(Y|x) = X' \beta(\tau) \quad (2)$$

Em que $\beta(\tau)$ é um vetor de parâmetros. Portanto, basta apenas estimar um $\beta(\tau)$ que seja solução do problema de minimização:

$$\min_{\beta \in \mathbb{R}^p} \sum_{i=1}^n \rho_{\tau}(y_i - x_i' \beta) \quad (3)$$

4.4. AS VARIÁVEIS

Os quadros 06, 07 e 08 abaixo, apresentam, respectivamente, os potenciais direcionadores da política de dividendos mapeadas na literatura; a fórmula de cálculo e o embasamento teórico destes direcionadores; e a apresentação, o embasamento teórico e a fórmula de cálculo das variáveis dependentes utilizadas.

Quadro 06 - Potenciais Direcionadores da Política de Dividendos

| Variável | Autores | Justificativa |
|---|--|--|
| Rentabilidade | Fama e French (2001), Aivazian et al. (2003), Denis e Osobov (2008), DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2008) | Empresas com alta rentabilidade estariam dispostas a pagar mais dividendos. Esse maior pagamento serve como sinalização aos acionistas sobre o desempenho financeiro da empresa. Os estudos na área associaram o crescimento baixo das empresas à alta rentabilidade com o maior pagamento de dividendos. Em contrapartida, empresas com alto crescimento e pequenos lucros tendem a reter seus resultados para investimento próprio. |
| Oportunidade de Crescimento e Endividamento | Soares e Procianoy (2000), DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), Jagannathan et al. (2000); Dang et al. (2020) | Empresas mais endividadas ou alavancadas tendem a pagar menos dividendos. No mesmo sentido, as oportunidades de crescimento vistas pelas empresas geram um aumento dos gastos, seja através de dívidas ou do uso do caixa da empresa, o que reduz o acúmulo de capital. Desta forma, em ambos os casos, as empresas são mais propensas a acumular capital, como garantia aos acionistas do pagamento das dívidas, empréstimos e investimentos, reduzindo o nível do pagamento de dividendos. |
| Liquidez | Júnior et al. (2010), Acharaya e Viswanathan (2011), Forti e Peixoto (2015). | Existem evidências que empresas mais líquidas, por possuírem mais dinheiro, pagam dividendos mais elevados. Isso ocorre porque o impacto dos cash-flows e da respectiva situação de liquidez da empresa são superiores nos períodos que existem pagamento de dividendos. Além disso, a alta liquidez oferece segurança para que os gestores mantenham ou aumentem o nível de pagamento dos dividendos. |
| Controle | Dalmácio e Corrar (2007), Loss e Sarlo Neto (2003), Iquiapaza et al. (2008) | Empresas com controle acionário pulverizado em diversos investidores tendem a pagar mais dividendos e favorecer menos os acionistas majoritários. Isso ocorre pois existe menor expropriação dos acionistas, além de impedir que os acionistas majoritários tomem decisões em benefício próprio. |
| Risco | Gordon (1963), Baker et al. (2002) e Bernardo e Ikeda (2013), Galvão et al. (2019) | Historicamente, o risco associado ao negócio e a economia está atrelado ao pagamento de dividendos por parte das empresas. Quanto maior o risco associado ao fluxo de caixa da empresa, menores devem ser os dividendos, como forma de proteger os recursos da empresa que podem ser necessários no futuro. |
| Tamanho | Fama e French (2001), Mota (2007), Vancin e Procianoy (2014) | Empresas maiores e mais maduras tendem a pagar mais dividendos que empresas em fase de consolidação ou em processo de crescimento. Isso ocorre porque empresas maiores possuem mais recursos e maior acesso ao crédito, caso necessário. |
| Setor econômico | Heinenberg e Procianoy (2003); Santana (2006); Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); Fonteless et al. (2012) | O setor econômico das empresas pode ser determinante para a política de dividendos pois existem diferenças de necessidades de investimento, sazonalidade e necessidade de capital de giro entre setores, que podem influenciar a necessidade de caixa e assim a distribuição dos dividendos. |
| Governança Corporativa | Setia-Atmaja, Tanewski e Skully (2009), Holanda e Coelho (2012), Galvão, Santos e Araújo (2019) | A adesão aos níveis de governança corporativa determinados pela B3 impacta positivamente na distribuição de proventos, uma vez que o pertencimento a qualquer um dos níveis diferenciados aumenta a qualidade das informações das companhias. |
| Macroeconômicas | Bernardelli e Bernardelli (2016), Pimenta Junior e Hironobu (2008) e Grôppo (2004) | O desempenho do mercado de ações está ligado ao desempenho econômico de um país. Nesse caso, variáveis que medem a este desempenho, como inflação, PIB e câmbio são determinantes para o pagamento de dividendos. |

Fonte: elaborado pelo autor.

Quadro 07 - Variáveis independentes utilizadas para determinar a política de dividendos³

| Tipo | Variáveis (nome) | Proxy ⁴ | Embasamento Teórico | Relação Esperada |
|--|--|---|---|-----------------------|
| Rentabilidade | LPA (LPA) | $\frac{LL_t}{N^{\circ}ações_t}$ | Heineberg e Procianoy (2003); Cristea e Cristea (2017); Farrukh et al. (2017) | Positiva |
| | ROA (ROA) | $\frac{LL_t}{AT_t} * 100$ | DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006); Labhane e Mahakud (2016); Galvão, Santos e Araújo (2019). | Positiva |
| | ROE (ROE) | $\frac{LL_t}{PL_t} * 100$ | Galvão e Santos (2015); Ströer (2015); Galvão, Santos e Araújo (2018) | Positiva |
| | ROIC (ROIC) | $\frac{EBIT_t}{CI_t}$ | Loncan e Caldeira (2014) | Positiva |
| | Resultados negativos (DNEG) | <i>Dummy</i> para empresas com <i>Payout</i> < 0 (válida apenas para a variável <i>Payout</i>) | Ströer (2015) | Negativa |
| Oportunidades de Crescimento e Endividamento | Taxa de Investimento (CAPEX) | $\frac{Capex}{Depreciação} * 100$ | Stroer (2015); Forti, Peixoto e Alves (2015) | Negativa |
| | Endividamento Bruto (ENDIVB) | $\frac{(PC_t + PNC)}{AT_t}$ | Fama e French (2001); Forti, Peixoto e Alves (2012); Galvão, Santos e Araújo (2019); Martucheli et al. (2021) | Negativa |
| | Endividamento Líquido (ENDIVL) | $\frac{(PC_t + PNC_t) - Caixa e Equivalentes}{AT_t}$ | Silva (2004); Rabelo et al. (2017) | Negativa |
| | Alavancagem (ALAVANC) | $\frac{LL_t * AT_t}{PL_t * EBIT_t}$ | Mota (2007); Holanda e Coelho (2012), Anton (2016) | Positiva/ Negativa |
| Liquidez | Liquidez Corrente (LIQUIC) | $\frac{AC_t}{PC_t}$ | Mota (2007); Loncan e Caldeira (2014); Viana Júnior e Ponte (2016); Labhane e Mahakud (2016) | Positiva |
| | Liquidez Geral (LIQUIG) | $\frac{AC_t + LRLP_t}{Passivo Total}$ | Mota (2007); Loncan e Caldeira (2014); Viana Júnior e Ponte (2016); Omran e Pointon (2004) | Positiva |
| Controle | % de ações dos 3 maiores acionistas (CONC) | % de ações dos 3 maiores acionistas | Dalmácio e Corrar (2007); Fonteles et al. (2012); Harada e Nguyen (2011) | Positiva/ Negativa |
| Risco | Risco Sistemático (BETA) | $\beta_i = \frac{cov(R_i, R_m)}{var(R_m)}$ | Mota (2007); Vancin e Procianoy (2014); Forti, Peixoto e Alves (2015). | Negativa |

³ Este quadro descreve as variáveis que serão utilizados nas regressões. A primeira coluna fornece o fator no qual a variável está relacionada, a segunda fornece o nome da variável, a terceira coluna nos fornece a fórmula de cálculo, a quarta nos fornece o embasamento teórico e a última coluna nos fornece o resultado esperado.

⁴ Em que: AT_t = Ativo Total no Período t; AC_t = Ativo Circulante no período t; β_i = Beta do ativo i; EBIT_t = Lucro Antes de Juros e Impostos no período t; CI_t = Capital Investido (capital da empresa + capital de terceiros) no período t; LL_t = Lucro Líquido no período t; LRLP_t = Lucro Realizável no Longo Prazo no período t; PC_t = Passivo Circulante no período t; PNCT = Passivo Não Circulante no período t; PT_t = Passivo Total no período t; R_i = Retorno do Ativo i; R_m = Retorno do Mercado; VM_t = Valor de Mercado no período t

| | | | | |
|------------------------|-------------------------------|--|---|-----------------------|
| Tamanho | Tamanho da empresa (LNAT) | $\ln(AT_t)$ | Mota (2007); Forti, Peixoto e Alves (2015); Ströer (2015); Mahdzan et al. (2016) | Positiva |
| Setor de Atuação | Setor de Atuação (DSET) | <i>Dummy</i> para cada setor econômico listado na B3 | Heinenberg e Procianny (2003); Santana (2006); Fonteless et al. (2012); Mahdzan et al. (2016); Viaja Júnior et al. (2017) | Positiva/ Negativa |
| Governança Corporativa | Governança Corporativa (DSEG) | Variável <i>dummy</i> para pertencer a algum nível de governança corporativa | Mota (2007); Vancin e Procianny (2014); Forti, Peixoto e Alves (2015); Galvão, Santos e Araújo (2019). | Positiva/ Negativa |
| Macroeconômicas | PIB (PIB) | PIB Per Capta em Dólares | Oliveira (2006), Holanda e Coelho (2012), Bernardelli e Bernardelli (2016). | Positiva |
| | Juros (CDI) | CDI | Oliveira (2006); Holanda e Coelho (2012) | Negativa |
| | Câmbio (CAMBIO) | Dólar comercial médio - Venda | Aggarwal (1981); Seonen e Aggarwal (1989; Oliveira (2006); Bernardelli e Bernardelli (2016) | Positiva/ Negativa |
| | Incerteza Política (INCERT) | Índice de Incerteza Política fornecido pelo <i>Economic Policy Uncertainty</i> | Farooq e Ahmed (2019), Peixoto e Jucá (2021) | Negativa |
| Tempo | Tempo (TEMP) | Variável <i>dummy</i> para cada ano | Pimenta Junior e Higuchi (2008), Bernardelli e Bernardelli (2016), Viana Junior et al. (2017). | Positiva/ Negativa |

Fonte:
elaborado
pelo autor
(2021).

Quadro 08 - Variáveis Dependentes

| Variáveis | Explicação sobre a variável | Proxy | Embasamento Teórico |
|------------------------|---|---------------------------|--|
| <i>Dividend Yield</i> | É calculado através da relação do total de proventos pagos por ação ao longo do período de 12 meses e o preço de fechamento da ação no tempo t . | $\frac{DPA_t}{P_t} * 100$ | Santana (2006), Mahdzan et al. (2016), e Nadeem, Bashir e Usman (2018) |
| <i>Dividend Payout</i> | Calculado como a proporção em relação ao lucro líquido da empresa que são distribuídos pelas empresas. Esse valor normalmente é descrito no estatuto das empresas | $\frac{Div_t}{LL_t}$ | Viana Júnior, Ponte (2016), Nurchaqqi e Suryarini (2018) e Farooq e Ahmed (2019) |

Fonte: elaborado pelo autor (2021).

Em que DPA_t é o dividendo por ação no tempo t , P_t é o preço da ação no tempo t , Div_t é o total de dividendos pagos no período t e LL_t é o lucro líquido no período t .

Desta forma, obteve-se as seguintes equações para a estimação dos modelos:

$$DY_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Rent_{i,t} + \beta_2 Oport_{i,t} + \beta_3 Liqui_{i,t} + \beta_4 Cont_{i,t} + \beta_5 Risco_{i,t} + \beta_6 Tamanho_{i,t} + \beta_7 Setor_{i,t} + \beta_8 GC_{i,t} + \beta_9 Macro_{i,t} + \beta_{10} Tempo_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$PAYOUT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Rent_{i,t} + \beta_2 Oport_{i,t} + \beta_3 Liqui_{i,t} + \beta_4 Cont_{i,t} + \beta_5 Risco_{i,t} + \beta_6 Tamanho_{i,t} + \beta_7 Setor_{i,t} + \beta_8 GC_{i,t} + \beta_9 Macro_{i,t} + \beta_{10} Tempo_{i,t} + \beta_{11} DNEG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Onde $DY_{i,t}$ corresponde ao Dividend Yield da empresa i no ano t ; $PAYOUT_{i,t}$ equivale ao Dividend Payout da empresa i no ano t ; $Rent_{i,t}$ representa as variáveis de rentabilidade da empresa i no tempo t ; $Oport_{i,t}$ simboliza as variáveis consideradas como oportunidade de crescimento e endividamento da empresa i no tempo t ; $Liqui_{i,t}$ retrata as variáveis de liquidez da empresa i no tempo t ; $Risco_{i,t}$ caracteriza a variável de risco da empresa i no tempo t ; $Tamanho_{i,t}$ retrata a variável de tamanho da empresa i no ano t ; $Setor_{i,t}$ representa a variável de setor para a empresa i no ano t ; $GC_{i,t}$ corresponde ao pertencimento de governança corporativa da empresa i no ano t ; $Macro_{i,t}$ simboliza as variáveis consideradas como características macroeconômicas da empresa i no ano t ; $Tempo_{i,t}$ exprime a variável de tempo da empresa i no ano t ; $DNEG_{i,t}$ caracteriza a variável para Payout < 0 da empresa i no ano t ; β_0 é o intercepto do modelo; β_{1-11} são os coeficientes de interesse do modelo e $\varepsilon_{i,t}$ representa o termo de erro.

4.5. TRATAMENTO DOS DADOS AUSENTES

Esta etapa do trabalho partiu da lógica adotada por Wooldridge (2002) sobre painéis desbalanceados. Diante de uma base de dados com observações em painel, percebemos valores distintos para cada série, isto é, nem todas as informações disponíveis estão presentes em toda

janela de tempo em que não há de fato uma observação ou existe, ainda, um dado ausente (*missing value*). Sendo assim, conforme destaca Greene (2002), existem algumas maneiras para contornar o problema de dados ausentes, dentre elas a elaboração de um modelo de previsão, incluindo modelos autorregressivos, para compor a base de dados. Entretanto, o autor destaca que é possível que se crie vieses de estimação de difícil mensuração.

Outra prática sugerida pelo autor é a substituição dos dados ausentes por 0, adicionando uma *dummy* no modelo que assume valor 1 para uma observação nula e 0 para as demais não nulas, produzindo assim o mesmo efeito de descartar esse valor da base de dados, com o prejuízo da redução do coeficiente de determinação, medido pelo R². Uma terceira opção seria a substituição do dado ausente pelo valor da média amostral, provocando um viés de centralização nas observações, o que afeta principalmente as covariâncias e correlações entre as variáveis.

Desta forma, para o presente estudo, optou-se por tratar os dados faltantes com a solução proposta por Alexander (2008), na qual a autora aponta que a inferência dos dados ausentes consiste no método da interpolação linear, o qual obedece ao comportamento das observações presentes. Por utilizar a lógica de pares ordenados, esta técnica fornece um valor intermediário entre duas observações. A interpolação de uma observação é dada por:

$$\frac{(x_2 - x_1)y_1 + (x - x_1)y_2}{(x_2 - x_1)} \quad (3)$$

Em que x_1, y_1, x_2 e y_2 são pares ordenados onde $x_1 < x_2$.

Vale destacar que esta forma de tratamento de dados pode ser considerada simples e passível de viés. Entretanto, conforme destacam Cameron e Triverdi (2005), optar pela exclusão dos dados ausentes é uma forma mais rudimentar de enfrentar o problema, em que o erro padrão do estimador é inflado em função do menor número de informações. Desta forma, o presente trabalho optou por utilizar como tratamento dos dados ausentes a interpolação linear. A tabela 02 abaixo apresenta o percentual de dados ausentes para cada variável do estudo

Tabela 02 - Percentual de dados ausentes para cada variável anual

| Variável | Dados Ausentes | Base Total | % Dados Ausentes |
|----------|----------------|------------|------------------|
| PAYOUT | 0 | 6288 | 0,00% |
| DY | 0 | 6288 | 0,00% |
| BETA | 379 | 6288 | 6,03% |
| CONC | 421 | 6288 | 6,70% |
| ALAVANC | 8 | 6288 | 0,13% |
| LNAT | 0 | 6288 | 0,00% |

| | | | |
|--------|-----|------|-------|
| CAPEX | 401 | 6288 | 6,38% |
| ENDIVB | 144 | 6288 | 2,29% |
| ENDIVL | 51 | 6288 | 0,81% |
| ROIC | 288 | 6288 | 4,58% |
| ROA | 24 | 6288 | 0,38% |
| ROE | 391 | 6288 | 6,22% |
| LIQUIC | 6 | 6288 | 0,10% |
| LIQUIG | 5 | 6288 | 0,08% |
| LPA | 0 | 6288 | 0,00% |

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

Vale destacar que após o processo de coleta dos dados através da plataforma Economática, algumas variáveis apresentaram um maior percentual de dados ausentes. Desta forma, optou-se pelo cálculo manual dos indicadores, através de dados fornecidos nos balanços de algumas empresas. Assim, após este processo, pode-se afirmar que os dados ausentes expostos na tabela 02 são frutos da falta de informações suficientes para cômputo das variáveis em questão.

Assim, como pode-se observar, houve uma quantidade mínima de dados faltantes, sendo as variáveis Beta, CONC, CAPEX e ROE com o maior percentual, em torno de 6% de ausência. Visto que o percentual de dados faltantes é considerado baixo, entende-se que nenhum viés foi gerado pelo método da interpolação. As variáveis macroeconômicas foram omitidas por já estarem completas antes do processo de tratamento de dados ausentes.

4.6. AVALIAÇÃO DAS CONDIÇÕES DE ESTACIONARIEDADE

Gujarati e Porter (2011) destacam a importância de se averiguar a estacionariedade de processos estocásticos para dados em painel, visto que cada conjunto de dados em uma série temporal é considerado único. Isto é, considerando que há uma série histórica para cada empresa em questão, é importante avaliarmos a possibilidade de existir algum tipo de influência nas variáveis testadas em questão, o que prejudica as estimações dos parâmetros dos modelos. Desta forma, para avaliar as condições de estacionariedade de uma série, utiliza-se o teste da raiz unitária, proposto por Dickey e Fuller (1981).

Dentro das possíveis metodologias que tratam desta questão a maioria necessita de dados em painel balanceado, que não é o caso da série tratada no presente trabalho, já que a amostra selecionada conta com uma grande janela de tempo e dispõe de empresas que foram listadas posteriormente ao período inicial, além de empresas que deixaram de negociar suas ações em bolsa. Desta forma, utilizou-se o teste de Fischer para painéis desbalanceados, conforme Maddala e Shaowen (1999, p. 636). Neste teste, cada empresa é tratada de forma

única, isto é, como um painel, e a hipótese nula testada é que todos os painéis possuem raiz unitária. Os resultados para o teste de Fischer são apresentados na tabela 03 abaixo:

| Variável | χ^2 | p-valor |
|----------|----------|---------|
| PAYOUT | 3352,56 | 0 |
| DY | 4880,19 | 0 |
| BETA | 5613,99 | 0 |
| CONC | 3321,73 | 0 |
| ALAVANC | 6424,91 | 0 |
| LNAT | 2035,76 | 0 |
| CAPEX | 4978,16 | 0 |
| ENDIVB | 2035,21 | 0 |
| ENDIVL | 3444,51 | 0 |
| ROIC | 2824,48 | 0 |
| ROA | 3035,28 | 0 |
| ROE | 2711,18 | 0 |
| LIQUIC | 2642,41 | 0 |
| LIQUIG | 2642,77 | 0 |
| LPA | 2866,83 | 0 |
| CAMBIO | 384,04 | 1 |
| PIB | 1901,74 | 0 |
| INCERT | 1017,12 | 0,3629 |
| CDI | 660,27 | 1 |

Tabela 03 - Resultado do teste de estacionariedade para cada variável

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Como se observa ao analisar a tabela 03, praticamente todas as variáveis passaram no teste de estacionariedade, exceto as variáveis CAMBIO, INCERT e CDI. Vale destacar que estas variáveis são oriundas de dados macroeconômicos, que, normalmente, possuem algum tipo de tendência ao longo do tempo. O tratamento adotado para a questão da estacionariedade escolhida foi o método da diferenciação em nível proposto por Greene (2002), que consiste em obter o valor defasado em um período e obter a diferença entre o valor observado no período t e o defasado $t-1$. Desta forma, após a diferenciação em um nível (defasagem de 1 observação) para as variáveis, uma nova aplicação do teste de estacionariedade foi realizado, obtendo um p-valor significativo, indicando que a série na sua forma diferenciada é estacionária. Desta forma, os valores χ^2 fornecidos pelo teste nos dão indícios de que é pouco provável que haja algum painel (neste caso, alguma empresa) que possua raiz unitária, e, caso tenha, é um caso eventual e isolado. Assim, podemos assumir que a série em questão é estacionária.

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção teve como objetivo apresentar e analisar os resultados obtidos da amostra estudada. Em um primeiro momento, foi feita uma análise das estatísticas descritivas das variáveis dependentes; posteriormente, foi feita uma análise sobre a correlação e testes de multicolinearidade entre as variáveis dependentes e as explicativas; e por fim, após o processo de validação, partiu-se então para a aplicação do método proposto, o de regressão quantílica, em que foi feita uma análise para todos os setores selecionados em conjunto e uma análise individual para cada um deles.

5.1. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Essa seção fez uma análise de algumas estatísticas básicas julgadas relevantes (1º e 3º quartis, mediana, média, assimetria e desvio-padrão) das variáveis dependentes *Dividend Payout* e *Dividend Yield*. Vale destacar que não foram utilizados como medidas de tendência o mínimo e o máximo pelo fato de que a amostra não possui tratamento a *outliers*, dado que o modelo de RQ é robusto para esse tipo de problema. Desta forma, os resultados aqui encontrados tiveram como objetivo produzir uma visão geral sobre as variáveis e suas características, além de entender seu comportamento durante o período amostral, subsidiando uma análise preliminar da distribuição de dividendos para cada setor de atuação definidos pela B3.

5.1.1. Setor geral

Inicialmente, foram computadas as estatísticas descritivas básicas para toda a amostra sem discriminação de setor. A tabela 04 abaixo apresenta os resultados encontrados:

Tabela 04 - Estatísticas descritivas para toda a amostra

| Estatísticas Descritivas | Variáveis | |
|--------------------------|--------------------|---------------------|
| | Dividend Yield (%) | Dividend Payout (%) |
| 1º Quartil | 0,000 | 0,000 |
| Mediana | 0,907 | 1,2 |
| Média | 3,143 | 29,7 |
| 3º Quartil | 4,2594 | 40,73 |
| Assimetria | 2,6024 | 3,29 |
| Desvio-Padrão | 5,100 | 0,637 |
| Nº observações | 6288 | 6288 |

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

Por meio da tabela 04, podemos inferir que a rentabilidade média mensurada através do *Dividend Yield* foi de 3,143% ao ano. Esse resultado significa que se um investidor, em uma

carteira teórica com todas as empresas presentes na amostra deste estudo, tivesse investido 100 reais em dezembro de 1995, teria uma rentabilidade acumulada de 116,61% ao final de 2020. Para efeitos de comparação, a inflação real no Brasil nesse mesmo período foi de 353,89%, de acordo com a calculadora de inflação do Banco Central do Brasil (BCB, 2022), o que indica uma perda de rentabilidade olhando apenas para esse indicador. Já ao olharmos o *Dividend Payout*, temos que as empresas distribuíram, em média, 29,7% do seu lucro líquido na forma de proventos. A explicação para esse nível de distribuição está na legislação brasileira, que exige uma distribuição mínima de 25% do lucro líquido apurado no período, ou, então, que esse percentual esteja definido no estatuto da empresa. Desta forma, os resultados indicam que o percentual do lucro distribuído na forma de proventos pelas empresas no período apurado foi, em média, maior que o exigido por lei, conforme achados de Galvão, Santos e Araújo (2019).

Considerando a assimetria e desvio-padrão positivos da amostra para ambas as variáveis, podemos considerar que grande parte da distribuição da amostra está concentrada entre a mediana e a média, indicando a presença de distribuições mais altas que a média em alguns casos. Nesse caso, constatou-se que a política de dividendos das empresas ao longo do tempo foi dispersa, com uma distribuição de lucros mais concentrada ao mínimo exigido por lei. Esses achados estão de acordo com o trabalho de Galvão et al. (2018), onde afirmam que as empresas que pagam dividendos tendem a manter os pagamentos de proventos constantes ao longo do tempo e em torno do mínimo exigido por lei, isto é, 25% do lucro líquido apurado no período.

A respeito dos quartis, temos que para o primeiro quartil os valores são de 0, o que representa que ao menos 25% das observações da amostra utilizada no estudo, em algum dos anos analisados, não distribuiu dividendos durante o período estudado. Por outro lado, ao olharmos para o 3º quartil, temos um aumento significativo em comparação a média, o que nos indica que empresas com maior rentabilidade em seus dividendos, medidos através do *Dividend Yield*, são também empresas que possuem maior *Dividend Payout*. Nesse caso, nas distribuições mais elevadas, a rentabilidade dos dividendos é acima de 4,25% e a distribuição do lucro líquido foi de mais de 40% ao ano.

Sobre a mediana, temos que a rentabilidade média de 50% da amostra medido pelo *Dividend Yield* foi inferior a 0,907%, o que está de acordo com o esperado, visto que os resultados observados no primeiro quartil indicavam que ao menos 25% da amostra não distribuiu proventos no período. Nesse mesmo sentido, a mediana do *Dividend Payout* indica um pagamento de apenas 1,2% do lucro líquido para 50% da amostra. Essa distribuição baixa

é permitida em alguns casos específicos, determinados pela Lei nº10.303/2001, que aceita a distribuição de proventos extraordinários mesmo em caso de prejuízo no período, desde que haja uma reserva de lucros acumulados em períodos anteriores.

5.1.2. Divisão por setor

Considerando todas as particularidades encontradas ao observarmos todos os setores, optou-se por dividir a análise descritiva das variáveis *Dividend Yield* e *Dividend Payout* também pela divisão setorial feita pela B3. Essa divisão buscou encontrar evidências que corroborem com os argumentos de Santana (2006), Fonteless et al. (2012) e Mahdzan et al. (2016), em que os autores afirmam existirem diferenças no nível de distribuição de proventos dado o setor de atuação da empresa. Desta forma, ao olharmos para as duas variáveis dependentes, podemos olhar para as empresas através de um indicador de rentabilidade (*Dividend Yield*) e um indicador de nível de distribuição (*Dividend Payout*) para entendermos melhor o comportamento de cada setor. Os resultados encontrados para cada setor são apresentados na tabela 05 abaixo:

Tabela 05 - Estatísticas descritivas por setor de atuação

| Setor | Variável | 1º Quartil | Mediana | Média | 3º Quartil | Assimetria | Desvio-Padrão | Nº observações |
|--|----------|------------|---------|-------|------------|------------|---------------|----------------|
| Petróleo, Gás e Biocombustíveis | DY | 0,000 | 1,955 | 3,411 | 4,580 | 2,529 | 5,053 | 191 |
| | PAYOUT | 0,000 | 21,7 | 27,70 | 42,70 | 1,965 | 0,406 | 191 |
| Materiais Básicos | DY | 0,000 | 1,280 | 3,516 | 5,089 | 2,303 | 5,380 | 1145 |
| | PAYOUT | 0,000 | 0,00 | 29,60 | 35,80 | 3,560 | 0,712 | 1145 |
| Bens Industriais | DY | 0,000 | 0,166 | 3,100 | 4,055 | 2,793 | 5,443 | 1100 |
| | PAYOUT | 0,000 | 0,00 | 26,90 | 37,50 | 3,587 | 0,597 | 1100 |
| Consumo Não Cíclico | DY | 0,000 | 1,084 | 2,812 | 3,804 | 2,837 | 4,463 | 594 |
| | PAYOUT | 0,000 | 10,60 | 29,60 | 45,70 | 2,754 | 0,552 | 594 |
| Consumo Cíclico | DY | 0,000 | 0,329 | 2,490 | 3,596 | 3,001 | 4,275 | 1577 |
| | PAYOUT | 0,000 | 0,00 | 25,5 | 33,70 | 3,668 | 0,620 | 1577 |
| Saúde | DY | 0,000 | 0,915 | 2,451 | 3,012 | 3,240 | 4,283 | 220 |
| | PAYOUT | 0,000 | 22,30 | 34,2 | 41,90 | 2,232 | 0,631 | 220 |
| Tecnologia da Informação | DY | 0,000 | 0,735 | 1,695 | 2,244 | 5,450 | 3,332 | 100 |
| | PAYOUT | 0,000 | 9,40 | 30,90 | 47,50 | 3,974 | 0,596 | 100 |
| Comunicações | DY | 0,000 | 1,876 | 3,638 | 4,341 | 2,411 | 5,596 | 320 |
| | PAYOUT | 0,000 | 14,10 | 33,50 | 54,30 | 2,080 | 0,680 | 320 |
| Utilidade Pública | DY | 0,000 | 2,051 | 4,270 | 6,891 | 1,847 | 5,680 | 918 |
| | PAYOUT | 0,000 | 17,70 | 40,30 | 65,30 | 2,716 | 0,704 | 918 |
| Outros | DY | 0,000 | 0,000 | 2,289 | 0,575 | 3,209 | 6,481 | 123 |
| | PAYOUT | 0,000 | 0,00 | 13,60 | 9,50 | 3,797 | 0,418 | 123 |

Fonte: elaborado pelo autor (2022)

A partir da análise da tabela 05, temos que os setores com maior rentabilidade média em dividendos, medidos através do DY, foram respectivamente os de Utilidade Pública (4,27%), Comunicações (3,64%) e Materiais Básicos (3,52%). Esses setores apresentam rentabilidade maior que a observada quando olhamos para a amostra como um todo (conforme tabela 04), indicando que tais empresas são consistentemente maiores pagadoras de dividendos em relação às demais. Por outro lado, os setores que menos distribuíram foram, respectivamente, os de Tecnologia da Informação, Outros e Saúde. Nesse caso, esses setores apresentam rendimentos menores que a média geral para toda a amostra, indicando que, consistentemente, esses setores são compostos por ativos que não possuem uma política de dividendos com frequente distribuição de elevados valores.

Com relação a parcela de distribuição do lucro líquido, medidos pelo PAYOUT, temos que os setores com maior distribuição média foram respectivamente os de Utilidade Pública, Saúde e Comunicações. Nesse caso, os valores distribuídos estão muito acima do mínimo exigido por lei, o setor de Comunicações apresenta cerca de 33,5% do seu lucro líquido distribuído, o de Saúde 34,2% e o de Utilidade Pública chegando a 40,3%. Isso indica que as empresas pertencentes a esses setores possuem uma política de distribuição de dividendos robusta, em que são capazes de destinar boa parte dos seus lucros como remuneração aos seus acionistas.

Por outro lado, os setores com menores níveis de distribuição de lucro líquido foram respectivamente os de “Outros”, com 13,6% de distribuição média dos lucros, de Consumo Cíclico com 25,5% e o setor de Bens Industriais com 26,6%. Estes dois últimos se aproximam ao mínimo exigido por lei, conforme esperado, enquanto o setor “Outros” está bem abaixo. Isso ocorre porque esse setor é marcado, em grande parte, por *holdings* - empresas que possuem participação majoritária em outras companhias – e que não se encaixam dentro de nenhum outro setor, além de normalmente não possuírem liquidez nos papéis. Além disso, essas empresas possuem baixa distribuição de dividendos, ocorrendo apenas em períodos específicos, visto que são empresas apenas para controle acionário e, nesse caso, não há necessidade de distribuição de proventos de forma contínua.

É interessante também observamos o comportamento da mediana, uma vez que a partir dela temos como identificar os setores que possuem maiores patamares de rentabilidade e distribuição dos lucros na parte superior da amostra, isto é, dentre as 50% melhores pagadoras de cada setor. Desta forma, temos, respectivamente, os setores Utilidade Pública, Comunicações, e Petróleo, Gás e Biocombustíveis com maior *Dividend Yield*, com uma

rentabilidade em dividendos próxima a 2%. Por outro lado, temos que os setores menos rentáveis foram, respectivamente, o de Outros, Bens Industriais e Consumo Cíclico, sendo o setor Outros com ao menos 50% das observações sem distribuir nenhum dividendo ao longo do período estudado.

Já quando olhamos para o PAYOUT, temos que os setores com maior mediana foram, respectivamente, os de Saúde; Petróleo, Gás e Biocombustíveis e Utilidade Pública. Para esses setores, temos que ao menos 50% da amostra distribuiu menos que o exigido por lei. Como já destacado anteriormente, a distribuição de valores abaixo do mínimo exigido por lei ocorre quando existe prejuízo no ano, mas existe uma reserva de lucros legais em períodos anteriores, o que permite a distribuição de dividendos extraordinários. Desta forma, olhando para a metade que mais distribuiu dividendos, temos que os valores desses setores se aproximam do mínimo exigido de 25%. Por outro lado, os setores com menor mediana para o PAYOUT foram, respectivamente, o de Outros, Consumo Cíclico, Materiais Básicos e Bens Industriais. Em todos esses setores a mediana foi 0, o que demonstra que ao menos 50% das observações desses setores não distribuíram dividendos ao longo do tempo.

Em relação aos quartis amostrais, observa-se que para todos os setores o primeiro quartil para ambas as variáveis foi 0. Desta forma, conforme já observado ao analisarmos a amostra com todos os setores em conjunto, entende-se que existem empresas que não distribuíram dividendos em algum período. Esse resultado está dentro do esperado, uma vez que nem todas as empresas são capazes de distribuir dividendos em todos os anos aos seus acionistas, já que os objetivos das organizações podem variar ao longo do tempo como, por exemplo, a necessidade de investimento em novas oportunidades, diversificação, períodos com prejuízos ou até mesmo acumulação dos lucros para reservas futuras, o que implica diretamente na forma de remuneração aos seus acionistas.

Já em relação ao terceiro quartil, temos que os maiores valores de rentabilidade de dividendos são para os setores de Utilidade Pública, Materiais Básicos, e Petróleo, Gás e Combustíveis, enquanto os setores de Tecnologia da Informação, Outros e Saúde são os que possuem menor rentabilidade quando olhamos para os níveis mais altos de distribuição. Já quando olhamos para o PAYOUT, temos, respectivamente, os setores de Utilidade Pública, Comunicações e Tecnologia da Informação com maiores níveis de distribuição dos lucros. Por fim, os setores Outros, Consumo Cíclico e Materiais Básicos são os setores que, em níveis mais altos de distribuição, apresentaram menor partilha do lucro líquido.

Por fim, temos que para todos os setores os valores de assimetria e o desvio-padrão são bem próximos. Desta forma, entende-se que o pagamento de proventos das empresas segue uma distribuição semelhante a esta, isto é, em que os dividendos estão concentrados, em maior parte, entre a mediana e a média, e que existem valores dispersos acima da média. Os resultados encontrados já eram esperados, visto que a distribuição de elevados dividendos dentro do mercado de capitais é pouco frequente. Assim, são poucas as empresas que conseguem distribuir altos valores de forma consistente ao longo do tempo, principalmente quando olhamos para o DY, que mensura a relação entre dividendos e preço do ativo. Já em relação ao PAYOUT, por ter um mínimo exigido por lei e também a possibilidade de definição através de um estatuto, a tendência é observamos um valor similar ao longo do tempo.

5.2. CORRELAÇÃO E MULTICOLINEARIDADE NA AMOSTRA

Dando sequência às análises preliminares da amostra, esta seção apresenta uma investigação da correlação linear entre as variáveis para detectar um possível problema de multicolinearidade. Esses procedimentos são necessários para atender os pressupostos dos modelos de regressão para a eficiência dos estimadores.

5.2.1. Correlação das variáveis dependentes x variáveis independentes

A primeira análise de correlação a ser feita foi entre as duas variáveis dependentes (*Dividend Payout e Dividend Yield*) com as variáveis independentes selecionadas para o estudo. Nesse caso, foi empregado o Teste de Correlação de Pearson, que segundo Gujarati e Porter (2011) mede o grau de correlação entre duas variáveis de mesma escala e é eficiente para detectar possíveis problemas de multicolinearidade entre variáveis. Desta forma, a tabela 06 abaixo apresenta o resultado da estimação das correlações entre elas:

Tabela 06 - Correlações das variáveis independentes com Payout e DY.

| Variáveis | Correlação com Payout | Correlação com DY |
|-----------|-----------------------|-------------------|
| BETA | -0,0185 | -0,0140 |
| CONC | -0,0038 | 0,0144 |
| ALAVANC | 0,0009 | 0,0055 |
| LNAT | 0,0233 | 0,0588*** |
| CAPEX | -0,0085 | -0,0007 |
| ENDIVB | -0,0022 | -0,0142 |
| ENDIVL | -0,0021 | -0,0119 |
| ROIC | 0,0048 | 0,0329** |
| ROA | 0,0004 | 0,0032 |
| ROE | 0,0014 | 0,0079 |
| LIQUIC | -0,0012 | -0,0130 |
| LIQUIG | -0,0001 | -0,0003 |
| LPA | 0,0050 | 0,0187 |
| CAMBIO | -0,0031 | -0,0152 |
| PIB | 0,0003 | 0,1153*** |
| INCERT | -0,0135 | 0,0123 |
| CDI | -0,0048 | -0,0703*** |
| DSEG | 0,0090 | -0,0174 |

Obs: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

A partir da análise da tabela 06 percebemos que nenhuma variável independente apresentou correlação significativa com a variável dependente PAYOUT, além dos valores de correlação serem bem baixos. Para a variável DY, temos que as variáveis LNAT, PIB e CDI apresentaram uma correlação significativa a 1%, enquanto a variável ROIC apresentou significância a 5%. Apesar de haver correlação entre as variáveis, o valor encontrado é baixo, o que indica uma relação linear fraca entre as mesmas.

Entretanto, o ponto mais interessante de uma análise de correlação é identificar, de forma preliminar, o comportamento entre as variáveis selecionadas para o estudo, isto é, a depender da direção da correlação (positiva ou negativa), podemos verificar o efeito da interação entre elas e se o achado está de acordo com o esperado na literatura utilizada como base. A variável CONC, por exemplo, apresenta uma relação negativa com a variável PAYOUT e uma relação positiva com a variável DY, enquanto a variável DSEG apresenta uma relação contrária, isto é, positiva com a variável PAYOUT e negativa com a variável DY. Essa relação já era esperada, uma vez que existem diversos estudos que demonstram que a concentração

acionária e os níveis de governança corporativa podem impactar positivamente ou negativamente na distribuição de dividendos pelas empresas. (LOSS E SARLO NETO (2003); DALMÁCIO E CORRAR (2007); MOTA (2007); IQUIAPAZA ET AL. (2010); FONTELES ET AL. (2012); HARADA E NGUYEN (2011); STRÖER (2015)).

A respeito da variável INCERT, temos que esta apresenta uma relação positiva com o DY e uma relação negativa com o PAYOUT. De acordo com a literatura, era esperada uma relação negativa em ambas as variáveis, visto que o aumento da incerteza, em qualquer âmbito, gera um aumento da percepção de risco dentro do mercado de capitais, impactando negativamente as empresas como um todo (FAROOQ E AHMED, 2019). Já a variável PIB apresenta uma relação positiva, conforme os achados de Bernardelli e Bernardelli (2016), em que o aumento da atividade econômica, medida através do crescimento do PIB per capita, gera um aumento no consumo como um todo, que impacta diretamente no aumento do lucro das empresas, e, conseqüentemente, afeta a distribuição de proventos.

Ainda, temos que as variáveis LIQUIC e LIQUIG apresentam uma relação negativa, ainda que bem próxima de 0, enquanto era esperada uma relação positiva entre liquidez e dividendos, conforme destaca Forti e Peixoto (2015), visto que empresas mais líquidas possuem maior controle sobre o caixa disponível e maior capacidade de pagamento de dividendos. Já a variável ALAVANC apresenta correlação positiva enquanto o esperado era uma relação negativa, uma vez que a alavancagem financeira aumenta a pressão sobre o caixa disponível da empresa, isto é, para o pagamento das dívidas contraídas pelas empresas, o que reduz o montante disponível para distribuição em dividendos (STRÖER, 2015). Apesar desses resultados contrários, nenhuma relação foi estatisticamente significativa. Por fim, as demais variáveis apresentam uma correlação de acordo com o comportamento esperado.

5.2.2. Análise de correlação entre as variáveis independentes

A próxima análise a ser feita foi sobre a correlação entre as variáveis independentes, isto é, em que medida os diferentes direcionadores avaliados no estudo possuem relação entre si. Esta análise também aplicou a correlação de Pearson para detectar possíveis problemas de multicolinearidade. Desta forma, a tabela 07 abaixo apresenta a matriz de correlação entre as variáveis independentes do estudo:

Tabela 07 - Matriz de correlação das variáveis independentes

| Variáveis | BETA | CONC | ALAVANC | LNAT | CAPEX | ENDIVB | ENDIVL | ROIC | ROA | ROE | LIQUIC | LIQUIG | LPA | CAMBIO | PIB | INCERT | CDI | DSEG |
|-----------|-----------|-----------|---------|-----------|---------|----------|---------|-----------|----------|---------|----------|---------|--------|----------|----------|----------|-------|------|
| BETA | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CONC | -0,01 | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ALAVANC | 0,003 | 0,009 | 1 | | | | | | | | | | | | | | | |
| LNAT | -0,038*** | -0,097*** | 0,018 | 1 | | | | | | | | | | | | | | |
| CAPEX | -0,001 | 0,015 | 0,004 | 0,025** | 1 | | | | | | | | | | | | | |
| ENDIVB | -0,001 | 0,011 | 0,001 | -0,077*** | -0,001 | 1 | | | | | | | | | | | | |
| ENDIVL | -0,007 | -0,027** | 0,014 | 0,014 | -0,011 | -0,003 | 1 | | | | | | | | | | | |
| ROIC | -0,004 | -0,06*** | 0 | 0,178*** | -0,001 | 0,006 | 0,006 | 1 | | | | | | | | | | |
| ROA | -0,003 | 0,013 | 0 | -0,004 | 0 | -0,174** | -0,001 | 0,013 | 1 | | | | | | | | | |
| ROE | -0,026** | -0,005 | -0,002 | 0,019 | -0,001 | 0 | -0,03** | -0,07*** | 0,726*** | 1 | | | | | | | | |
| LIQUIC | -0,003 | 0,05*** | 0 | -0,073*** | -0,003 | -0,004 | -0,007 | -0,025** | 0,03** | 0,021* | 1 | | | | | | | |
| LIQUIG | -0,002 | 0,055*** | 0,001 | -0,083*** | -0,001 | -0,004 | -0,007 | -0,052*** | 0,052*** | 0,037** | 0,307*** | 1 | | | | | | |
| LPA | -0,01 | 0,03** | 0 | 0,014 | 0 | -0,002 | 0,01 | 0,023* | 0,011 | 0,016 | 0,005 | 0,005 | 1 | | | | | |
| CAMBIO | 0,037*** | -0,033** | 0,006 | 0,065*** | -0,013 | 0 | 0,025* | -0,006 | -0,01 | -0,008 | 0 | 0,023* | -0,009 | 1 | | | | |
| PIB | -0,048*** | 0,021* | 0,017 | 0,282*** | 0,013 | 0,022* | 0 | -0,036*** | 0,01 | 0,03** | 0,025** | 0,03** | -0,004 | 0,071*** | 1 | | | |
| INCERT | -0,003 | 0,005 | -0,001 | 0,019 | 0,029** | 0,001 | 0,016 | -0,018 | 0,005 | 0,005 | 0,008 | -0,024* | -0,013 | 0,215*** | 0,02 | 1 | | |
| CDI | 0,012 | 0,003 | 0,028** | 0,01 | 0,006 | 0,015 | -0,026* | -0,015 | 0,01 | 0,02 | 0,013 | -0,011 | -0,011 | 0,07*** | 0,075*** | 0,224*** | 1 | |
| DSEG | -0,032** | -0,303*** | 0,009 | 0,385*** | 0,026** | -0,021* | 0,013 | -0,031** | 0,025** | 0,019 | -0,014 | -0,003 | -0,023 | 0,087*** | 0,328*** | 0,012 | 0,016 | 1 |

Obs: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

A partir da análise da tabela 07, temos que as variáveis que mais se correlacionam significativamente com outras foram PIB e LNAT. Esse resultado significativo era esperado, visto que o ativo da empresa é um indicador fundamental, em que empresas sem ativo não existem e boa parte dos indicadores utilizados neste estudo possuem relação em algum grau com os ativos das empresas, portanto, uma relação significativa já era esperada. Da mesma forma, o PIB se relaciona com grande parte das variáveis, uma vez que o crescimento econômico é fundamental para o desenvolvimento e crescimento das empresas, além de buscar novas oportunidades de crescimento e novos mercados.

Por outro lado, temos que as variáveis LPA e ALAVANC são as que menos se correlacionam de forma significativa com outras. O LPA é um indicador financeiro das empresas, utilizado pra mensurar o quanto de lucro uma empresa proporciona para os seus acionistas. Desta forma, o cálculo do seu indicador leva em conta somente o lucro da empresa, e não se relaciona diretamente com outros fatores, como endividamento, liquidez ou risco. Quanto a alavancagem, era de se esperar uma relação significativa com o endividamento, o que não foi o observado, estando correlacionado apenas ao CDI.

Apesar das variáveis apresentarem relação significativa, em alguns casos essa correlação era esperada. Ao olharmos para as variáveis CONC e DSEG, por exemplo, temos uma correlação forte de -0,303. Entende-se que essa relação é normal, visto que segmentos de listagem de governança corporativa diferenciados apresentam incentivos e termos que aumentam a pulverização das ações, o que, por consequência, reduz a concentração acionária. Nesse mesmo sentido, temos uma forte correlação entre CONC e LNAT, demonstrando que empresas maiores necessitam fornecer maiores informações aos acionistas para angariar novos investimentos, sendo assim, aderir aos segmentos diferenciados de governança é uma atitude esperada, corroborando uma forte correlação entre essas variáveis.

Outra correlação forte esperada é a observada entre ROE e ROA, visto que ambas as variáveis medem a rentabilidade da empresa, mudando apenas a perspectiva da variável contábil. Enquanto o ROA mede a rentabilidade sobre o ativo, o ROE mede a rentabilidade sobre o patrimônio líquido. Sendo assim, entende-se que um aumento no ativo das empresas resulta também em um aumento, ainda que não proporcional, no patrimônio líquido. Da mesma forma, temos uma relação semelhante entre LIQUIG e LIQUIC, com uma perspectiva diferente em relação as variáveis contábeis, mas que ambas medem a liquidez dos ativos da empresa. Assim, é esperado uma forte correlação por utilizarem um método de cálculo semelhante.

É importante destacarmos também uma relação forte entre PIB e LNAT. Essa relação é esperada visto que empresas maiores tem um peso maior na produção de bens e serviços no país, portanto, em períodos de crescimento, essas empresas tem um impacto no crescimento do PIB. De forma semelhante, o ROIC e o LNAT apresentam uma correlação alta e significativa, visto que essa variável mede o Retorno sobre o Capital Investido, o que está diretamente relacionado ao tamanho dos ativos da empresa, medidos por LNAT, onde investimentos em capital são relacionados ao aumento das atividades operacionais das empresas.

Temos também uma forte correlação entre o CDI e INCERT. O aumento da incerteza política aumenta o nível de incerteza no mercado de capitais, visto que os agentes não conseguem precificar o futuro do país, uma vez que a instabilidade provoca uma falta de previsibilidade quanto as políticas monetárias e fiscais do governo. Desta forma, quando há um aumento na incerteza, é esperado que haja um também aumento na taxa de juros.

Por fim, temos que uma possível correlação alta entre as variáveis macroeconômicas selecionadas seja normal, podendo ocorrer um efeito entre elas ao longo do tempo. Por exemplo, um aumento da incerteza política pode pressionar o câmbio e as taxas de juros.

5.2.3. Análise de multicolinearidade

Considerando as correlações fortes e significativas encontradas para as variáveis dependentes, Wooldridge (2002) destaca que um dos principais problemas em modelos de regressão é o de multicolinearidade. De acordo com o autor, um problema de multicolinearidade acontece quando há uma forte relação entre duas ou mais variáveis independentes. Quando esse fenômeno ocorre, temos um aumento nos erros-padrão obtidos na estimação da regressão. Em outras palavras, um problema de multicolinearidade causa um aumento do coeficiente de determinação (R^2), mas, ao mesmo tempo, apresenta poucas variáveis significativas no modelo. Sendo assim, detectar e solucionar os problemas de multicolinearidade é de extrema importância, visto que a estimação de modelos de regressão parte do pressuposto da não existência deste fenômeno. Para tal, foi empregado o teste de Fator de Inflação de Variância (VIF), conforme sugerem Levine, Berenson e Stephan (2000). Os valores do teste VIF são apresentados na tabela 08 abaixo:

Tabela 08 - Resultados do teste VIF das variáveis

| Variável | VIF |
|----------|------|
| BETA | 1,01 |
| CONC | 1,02 |
| ALAVANC | 1 |
| LNAT | 1,17 |
| CAPEX | 1 |
| ENDIVB | 1,08 |
| ENDIVL | 1,01 |
| ROIC | 1,07 |
| ROA | 2,32 |
| ROE | 2,27 |
| LIQUIC | 1,11 |
| LIQUIG | 1,12 |
| LPA | 1 |
| CÂMBIO | 1,06 |
| PIB | 1,11 |
| INCERT | 1,1 |
| CDI | 1,06 |

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Dentro da literatura científica existe divergência entre os valores limites para considerar que exista problemas de multicolinearidade de acordo com o teste VIF, entretanto, um bom ponto de corte pode ser fixado em 5, segundo Levine, Berenson e Stephan (2000). Conforme observado na tabela 08, o valor mais alto foi o da variável ROA, com um VIF de 2,32, bem abaixo de 5. Desta forma, os possíveis problemas de multicolinearidade foram descartados na amostra.

5.3. Avaliação do modelo pelo uso da regressão quantílica

O primeiro passo para a determinação dos modelos foi a escolha dos quantis amostrais a serem testados. Para este estudo, foram escolhidos os quantis 0.25, 0.5, 0.75 e 0.9, com base no trabalho de Ströer (2015). Conforme foi visto na análise descritiva das variáveis, os setores possuem uma distribuição de dividendos diferentes, isto é, setores como o de Utilidade Pública, Comunicações, Bens Industriais e Materiais básicos são setores com maior rentabilidade em dividendos e maior proporção dos lucros distribuídos, enquanto os setores de Tecnologia da Informação, Outros, Saúde e Consumo Cíclico são setores com menor rentabilidade em seus dividendos e menor distribuição dos lucros. Com isso, através do método da RQ, espera-se

captar de que forma as diferentes variáveis selecionadas como potenciais direcionadores da política de dividendos afetam as empresas estudadas dado os setores de atuação.

5.3.1. Regressão quantílica para todos os setores

O primeiro modelo estimado considerou a amostra com as empresas de todos os setores juntos. Essa equação foi computada utilizando *dummies* para cada setor, afim de controlar as características intrínsecas, conforme destacado por Fonteless et al. (2012), Mahdzan et al. (2016) e Tomaz (2017), e para o modelo com PAYOUT foi utilizada uma *dummy* para controlar os efeitos de momentos em que houve $Payout < 0$, isto é, distribuição de proventos mesmo quando há prejuízo no período, conforme feito por Ströer (2015). Além disso, foram utilizadas *dummies* em cada ano para controlar os efeitos temporais, conforme Pimenta Junior e Higuchi (2008) e Bernadelli e Bernadelli (2016). Os resultados das estimações com essas variáveis foram omitidos por se apresentarem apenas como controle. A tabela 09, abaixo, apresenta os coeficientes estimados:

Tabela 09 - Resultados para todos os setores

| | DY | | | | PAYOUT | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| | .25 | .5 | .75 | .9 | .25 | .5 | .75 | .9 |
| CONST | 1,830E-02*** | 3,519E+00*** | 1,618E+01*** | 1,625E+01*** | 1,393E+00 | 4,624E-01*** | 1,288E+00*** | 8,145E-01 |
| BETA | -1,019E-06 | -8,678E-05 | -9,169E-04** | -7,056E-04* | -9,939E-05 | -4,124E-06 | -3,649E-05 | -3,235E-04 |
| CONC | -2,058E-06** | -1,341E-03*** | 9,174E-04 | 9,395E-04 | -7,995E-04* | -3,660E-04** | 3,693E-04 | 2,219E-03*** |
| ALAVANC | -1,150E-08 | 4,252E-07 | 5,953E-06 | 1,030E-05 | 2,117E-07 | 1,717E-07 | 9,908E-07 | 2,280E-06 |
| LNAT | 5,698E-04*** | 6,682E-02*** | 1,327E-01*** | 8,670E-02*** | 3,377E-02*** | 2,693E-02*** | 6,559E-02*** | 9,851E-02*** |
| CAPEX | -6,447E-08 | -2,686E-07 | 3,205E-06 | 1,351E-06 | -1,519E-06 | 1,019E-06 | 1,393E-06 | -2,511E-06 |
| ENDIVB | 3,467E-07*** | 9,710E-07 | -6,047E-06* | -2,115E-05* | 2,520E-07 | 4,546E-07 | 8,114E-08 | -2,727E-06 |
| ENDIVL | -1,379E-08 | -1,026E-05 | -8,525E-06 | -2,568E-05 | -2,110E-06 | -4,540E-06 | -2,843E-06 | -9,425E-06 |
| ROA | 5,040E-06*** | -3,031E-05** | -8,713E-05** | -1,961E-04*** | 1,230E-05 | -1,048E-05* | -1,826E-05 | -3,212E-05 |
| ROIC | 7,875E-07 | 9,309E-06 | 3,126E-05 | 4,217E-05 | 2,256E-05 | 1,356E-06 | -3,154E-05 | -0.00004 |
| ROE | 1,286E-07 | 3,004E-05** | 7,796E-05*** | 1,328E-04*** | -1,371E-06 | 1,064E-05*** | 1,659E-05 | 2,052E-05 |
| LIQUIC | -2,368E-03*** | -3,318E-04 | -2,532E-03*** | -3,043E-03*** | 6,900E-05 | 9,928E-06 | -2,719E-04 | -7,148E-04 |
| LIQUIG | -2,931E-03*** | 2,726E-04 | 4,842E-03*** | 4,626E-02*** | -3,867E-05 | -1,123E-04 | 2,714E-03*** | 9,868E-03*** |
| LPA | 2,648E-06*** | 2,827E-04*** | 3,729E-04*** | 9,759E-04*** | 2,186E-05 | 8,562E-05*** | 9,191E-05* | 1,246E-04 |
| CAMBIO | -8,578E-04*** | -1,315E-01*** | -1,621E-01*** | 6,050E-02 | -5,648E-02*** | -3,248E-02*** | -3,342E-02 | 2,678E-02 |
| PIB | 2,344E-03*** | 4,289E-01*** | 1,753E+00*** | 1,621E+00*** | 1,437E-01*** | 7,436E-02*** | 1,902E-01*** | 1,520E-01* |
| INCERT | -8,591E-07 | -2,587E-04 | -3,269E-04 | -4,470E-04 | 1,767E-04 | -2,595E-05 | -2,560E-04 | -2,494E-05 |
| CDI | -7,907E-03*** | -2,059E+00*** | -5,795E+00*** | -5,069E+00*** | -5,147E-02*** | -2,059E-01*** | 8,205E-01*** | -1,582E+00*** |
| DSEG | 1,968E-03*** | 3,134E-01*** | 2,113E-02*** | -1,813E-01*** | 5,332E-02** | 1,155E-01*** | 3,492E-02*** | -5,873E-02 |

Obs¹: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Obs²: As *dummies* de Tempo, Setor e para Payout < 0 foram omitidas por serem utilizadas apenas para controle de efeitos fixos

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

A partir dos resultados obtidos na tabela 09, podemos observar que em relação a variável relacionada ao risco sistemático, medido pelo BETA, temos que este é significativo apenas nos quantis .75 e .9 do DY, com um coeficiente estimado negativo. Nesse caso, um aumento do risco sistemático pode impactar as empresas por diversos fatores, como aumento da taxa de juros, câmbio, preço dos insumos, entre outros, fazendo com que os gestores de empresas que distribuem maiores patamares de dividendos (sobre o preço da ação) prefiram a retenção de capital, a fim de manter caixa na empresa para lidar com adversidades econômicas.

No que tange a variável relacionada a concentração acionária, medida por CONC, observamos que esta é significativa nos quantis .25 e .5 do DY bem como para o PAYOUT. Nesse caso, temos indícios que, conforme destacam Harada e Nguyen (2011), empresas com grande concentração acionária não possuem incentivos a distribuir maiores rendimentos em dividendos (sobre o preço), visto que, por possuírem poucos acionistas com direito à voto, a tendência é que haja um consenso por optar pelo reinvestimento do capital na própria empresa, beneficiando os acionistas futuramente com um ganho de capital superior ao que seria o rendimento em dividendos. Esse comportamento, portanto, é detectado apenas nas empresas com menores níveis de *Dividend Yield*, visto que nos quartis superiores não foi observada significância. A mesma inferência também pode ser feita quanto ao % do lucro que é distribuído em dividendos, visto que a mesma relação negativa foi observada para o PAYOUT em quartis inferiores.

Por outro lado, observamos que nos níveis maiores da distribuição amostral, especificamente no quantil .9 do PAYOUT, há um efeito positivo e significativo na concentração acionária sobre o percentual do lucro líquido a ser distribuído. Nesse caso, as evidências são favoráveis ao estudo de Joliet e Muller (2015), onde se observa que em mercados emergentes os gestores utilizam do incremento nos dividendos distribuídos pelas empresas como forma de sinalização de resultados positivos para os acionistas minoritários.

No tocante a variável que diz respeito ao pertencimento à níveis diferenciados de governança corporativa, DSEG, observamos que esta apresenta uma relação positiva e significativa a 1%, para as duas variáveis dependentes, até o quantil .75. Para o quantil .9, as estimações foram significativas apenas para DY, ao nível de 1%, com coeficiente negativo. Esse resultado indica que, para empresas com menores rendimentos na distribuição de dividendos e menos distribuições em relação ao lucro, pertencer a algum nível diferenciado de governança corporativa traz um efeito positivo para esses indicadores.

Considerando que pertencer aos níveis mais elevados de governança corporativa impõe uma série de restrições sobre a estrutura da empresa no mercado de ações, com medidas que, por exemplo, restringem a concentração de capital, limitam a gestão, impõe a divulgação de informações relevantes ao mercado e evita a expropriação dos acionistas minoritários, o pertencimento aos níveis diferenciados de governança pode de alguma forma contribuir para esse processo de pagamento e rendimento (sobre o preço) dos dividendos, em empresas que estejam ainda nos menores níveis desses indicadores, muitas vezes por estarem ainda em fase de crescimento e necessidade de reinvestimento dos lucros.

No entanto, como para percentis superiores de PAYOUT (0.90) a significância da *dummy* de governança foi negativa, acredita-se que esse efeito possa ter caráter marginal. Ademais, os resultados encontrados se assemelham aos achados de Mota (2007), Vancin e Procianoy (2014); Forti, Peixoto e Alves (2015) e Galvão, Santos e Araújo (2019), em que se destaca a falta de consenso sobre o efeito positivo ou negativo do pertencimento a níveis diferenciados de governança corporativa sobre a política de dividendos das empresas listadas.

Para as variáveis relacionadas a rentabilidade, podemos observar que ROIC não é significativo em nenhum quantil para ambas as variáveis; LPA é significativa a 1% e positiva para DY em todos os quantis e positiva e significativa (1% e 10%, respectivamente) nos quantis .5 e .75 do PAYOUT. Já a variável ROA é significativa a 1% e com coeficiente negativo para o quantil .5 do PAYOUT e significativa a 1% para todos os quantis de DY, sendo que o impacto é positivo em .25 e negativo nos demais. Por fim, temos que o ROE tem impacto positivo e crescente em DY nos quantis .5, .75 e .9. Para o PAYOUT, podemos observar uma relação positiva e significativa a 1% apenas na mediana, isto é, no quantil .5.

Sobre LPA, os resultados indicam que empresas com maiores lucros por ação possuem maiores rendimentos em dividendos. Essa relação era esperada, visto que uma maior realização de lucros no período permite a possibilidade de distribuir mais dividendos. De forma similar, a variável ROE apresenta o mesmo comportamento, ou seja, contribuem com maiores DY's em empresas que historicamente já distribuem maiores dividendos comparativamente ao preço de mercado de suas ações. Esse resultado era esperado, visto que um ROE maior indica gestão eficiente, o que acaba repercutindo em maiores ganhos para o acionista.

Por outro lado, temos uma redução nos rendimentos em dividendos através do ROA. Neste caso, os achados vão contra o esperado pela literatura, uma vez que maiores indicadores de rentabilidade deveriam proporcionar um aumento na distribuição de dividendos, pois demonstra resultados favoráveis e boa saúde financeira das empresas, conforme destacam

DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), Labhane e Mahakud (2016) e Galvão, Santos e Araújo (2019).

A respeito da variável que relaciona o tamanho (LNAT), observamos que foi significativa e crescente a 1% para todos os quantis de DY e PAYOUT, o que nos mostra que, quanto maior a empresa, maior o rendimento dos dividendos pagos e percentual de distribuição em relação aos lucros, independente do setor. Esses resultados estão de acordo com os trabalhos de Ströer (2015), Anton (2016), Mahdzan et al. (2016), Galvão, Santos e Araújo (2018) e Al-Najjar e Kilincarslan (2018), em que foram encontrados resultados semelhantes, isto é, que empresas maiores pagam maiores dividendos aos seus acionistas ao longo do tempo, provavelmente por já representarem empresas estáveis, que não estejam reinvestindo recorrentemente os lucros para ampliação do Capex.

Para as variáveis relacionadas a liquidez, temos que LIQUIC foi significativa a 1% nos quantis .25, .75 e 9 do DY, sendo os coeficientes negativos. Já para LIQUIG, observamos que há significância estatística para os quantis .25, .75 e .9 do DY e nos quantis .75 e .9 do PAYOUT e para todos os quantis, exceto o .25 do DY, LIQUIG teve um coeficiente positivo. Os indicadores de liquidez são utilizados para medir a saúde financeira da empresa, pois representam a capacidade desta em cumprir com suas obrigações no curto prazo (LIQUIC) ou no longo prazo (LIQUIG). Nesse caso, os indicadores demonstram que para os quantil .25 os indicadores de liquidez interferem negativamente na política de dividendos, o que é contra o esperado pela literatura.

Apesar do primeiro quantil ser marcado por empresas que não distribuíram dividendos ao longo da amostra estudada, é esperado que um aumento de liquidez impacte positivamente na distribuição de dividendos. Assim, como observado nos quantis superiores, um resultado positivo e crescente demonstra uma saúde financeira mais robusta, que permite uma distribuição de dividendos maior aos acionistas, seja em percentual do lucro ou na representatividade sobre o preço.

Já em relação as variáveis macroeconômicas, temos que CAMBIO é negativo e significativo a 1% para os quantis .25, .5 e .75 do DY e nos quantis .25 e .5 do PAYOUT. Já o PIB é positivo e significativo a 1% para todos os quantis das duas variáveis, exceto o quantil .9 do PAYOUT. Ainda, temos que CDI é negativo e significativo a 1% para todos os quantis em ambas as variáveis, e INCERT não apresenta significância em nenhum quantil. A respeito do CAMBIO, podemos identificar que empresas com maiores níveis de distribuição não estão sujeitas as variações cambiais para distribuir dividendos, enquanto empresas com menores

distribuições estão sujeitas a essas flutuações de forma negativa, o que é demonstrada pelo sinal dos coeficientes, estando de acordo com os achados de Bernardelli e Bernardelli (2016). Nesse caso, os autores encontraram evidências de que o mercado de ações como um todo se contrai à medida que o câmbio aumenta, o que afeta principalmente empresas menores. Em relação ao CDI, observamos que o aumento da taxa de juros reduz os rendimentos em dividendos e o nível de distribuição dos lucros das empresas, independente do quantil analisado.

Com isso, o aumento da taxa de juros na economia incorre em maiores custos de capital para as empresas, representando um desestímulo à economia como um todo, com um ciclo de contração no consumo de bens e serviços pela população. Além disso, em um ambiente de aumento taxa de juros no Brasil, ocorre um estímulo aos investidores à migração para o mercado de renda fixa, pois o CDI é visto como o ativo livre de risco, aumentando a incerteza sobre o desempenho futuro dos ativos, transmitindo aos gestores uma necessidade da redução de despesas e acúmulo de capital, afetando diretamente a política de dividendos.

Para o PIB, temos que um crescimento econômico no país é também resultado do crescimento da lucratividade das maiores empresas, o que leva a impactos positivos na distribuição dos resultados. Todos os resultados significativos encontrados para essa categoria estão de acordo com o esperado por Holanda e Coelho (2012) e Bernardelli e Bernardelli (2016), que encontraram relações semelhantes em seus trabalhos.

Por fim, para as variáveis relacionadas ao endividamento e investimento, temos que ALAVANC e ENDIVL não foram significativos para nenhum quantil de ambas as variáveis dependentes, ENDIVB foi significativo no quantil .25 e .9 do DY, e CAPEX foi significativo no quantil .25 do DY e no quantil .5 do PAYOUT. Considerando que a estrutura de capital e endividamento das empresas de cada setor possuem características únicas, ao analisarmos todos os setores em conjunto era esperado que o modelo de RQ não conseguisse captar essas diferenças.

Com isso, assim como notado durante a análise preliminar das estatísticas descritivas, temos que as relações encontradas entre as variáveis DY e PAYOUT se diferem em alguns pontos, podendo ainda ser diferentes das relações esperadas encontradas na literatura. Ademais, temos que uma análise para todos os setores não leva em conta as características específicas de cada setor, e, portanto, a seguir será feita uma análise para cada um deles, conforme a divisão da B3, para identificar os potenciais direcionadores da política de dividendos das empresas dado os níveis de rentabilidade, através do DY, e distribuição do nível dos lucros, através do PAYOUT.

5.3.2. Regressão quantílica para o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis

O primeiro setor selecionado para identificarmos os potenciais direcionadores da política de dividendos destas empresas foi o de Petróleo, Gás e Biocombustíveis. Considerando uma amostra com 16 empresas, os modelos de regressão quantílica contaram com 191 observações. Esse setor possui uma média de distribuição de dividendos, conforme tabela 05, maior comparativamente aos demais, com cerca de 3,4% de rendimento dos dividendos sobre o preço de mercado da ação, e um percentual de 27,8% do lucro líquido distribuído como proventos. Ainda temos que, para distribuições em níveis superiores, isto é, acima do 3º quartil, esse setor se mostra também acima da média em relação a análise para todos os setores, bem como uma assimetria baixa, indicando que boa parte das empresas desse setor possuem políticas de distribuição robustas, com elevados proventos aos seus acionistas. O setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis é composto por empresas que exploram, refinam e distribuem petróleo e seus derivados, além de empresas que produzem equipamentos para essas atividades. Dado esse panorama geral, os resultados da RQ estão apresentados na tabela 10 abaixo:

Tabela 10 - Resultados para o setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis

| | DY | | | | PAYOUT | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 0.25 | .5 | .75 | .9 | 0.25 | .5 | .75 | .9 |
| CONST | 5,469E+01*** | 9,554E+01*** | 1,710E+02*** | 2,761E+02*** | 4,642E+00*** | 5,249E+00*** | 4,761E+00*** | -1,581E+00 |
| BETA | -1,572E-02** | 7,890E-03 | 3,614E-02*** | 2,074E-02 | 2,521E-04 | 8,133E-04 | 6,651E-03** | 1,037E-02** |
| CONC | -1,274E-02*** | -2,623E-02*** | -5,693E-02*** | -4,316E-02*** | -6,569E-04*** | -1,252E-03** | -2,307E-03 | 2,325E-04 |
| ALAVANC | 9,951E-03 | 2,168E-02** | 4,336E-02*** | 5,515E-02*** | 3,483E-04 | 8,651E-04 | -1,426E-03 | 3,033E-03 |
| LNAT | 2,245E-01*** | 3,323E-01*** | 1,607E-01* | 3,305E-02 | 2,723E-02*** | 4,059E-02*** | 2,387E-02 | -1,615E-02** |
| CAPEX | -1,688E-05 | -7,768E-05 | -1,178E-04** | -1,158E-04 | -4,301E-06*** | -7,658E-06 | -2,684E-05** | -3,439E-05*** |
| ENDIVB | -7,425E-04 | -1,082E-03 | -5,116E-03 | -2,155E-04 | -1,132E-04 | -1,818E-04 | -4,943E-04 | -3,771E-03*** |
| ENDIVL | -1,062E-03*** | -2,083E-03*** | -3,877E-03*** | -5,213E-03*** | -7,353E-05*** | -1,016E-04*** | -2,837E-04*** | -1,123E-04*** |
| ROA | 9,118E-04 | 4,933E-04 | -4,688E-05 | 6,923E-03 | 3,683E-05 | 1,202E-04 | -2,680E-04 | -2,731E-03*** |
| ROIC | -3,865E-04 | -1,756E-04 | -3,243E-05 | -3,104E-03 | -1,374E-05 | -4,695E-05 | 1,176E-04 | 1,185E-03*** |
| ROE | -1,188E-04 | -7,392E-05 | -4,378E-05 | -1,053E-03 | -4,052E-06 | -1,576E-05 | 3,537E-05 | 3,715E-04*** |
| LIQUIC | 1,677E-02 | 1,608E-01 | 2,153E-01 | 1,473E+00*** | 3,689E-03 | 2,110E-02** | 8,737E-02*** | 4,087E-02 |
| LIQUIG | -8,349E-02 | -1,913E-01 | -3,212E-01* | -1,575E+00*** | -1,110E-02 | -1,565E-02 | -3,501E-02 | -4,282E-02 |
| LPA | -4,413E-05 | 9,061E-05 | 2,738E-04 | 5,087E-04 | 2,510E-05 | 9,906E-06 | 9,944E-06 | 1,552E-04*** |
| CAMBIO | 3,252E-02 | 2,187E-01 | 4,468E-01 | 2,358E+00*** | -9,881E-04 | 3,133E-02 | 5,774E-02 | 3,820E-01*** |
| PIB | 5,919E-02*** | 1,019E-01*** | 1,748E-01*** | 2,836E-01*** | 5,184E-01*** | 5,958E-01*** | 5,011E-01*** | 2,787E-01 |
| INCERT | -2,200E-03 | -4,300E-03 | -5,600E-03*** | -1,050E-02*** | -6,497E-05 | -1,422E-04 | -1,152E-04 | 1,183E-03 |
| CDI | -9,413E-02*** | -1,605E-01*** | -2,810E-01*** | -5,195E-01*** | -1,597E-01 | -3,621E-02 | -9,058E-01 | -1,396E+00 |
| DSEG | -2,110E-01 | -7,074E-02 | 1,516E-01 | 8,274E-01 | 5,124E-03 | -1,145E-03 | 2,154E-02 | 3,303E-02 |

Obs¹: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Obs²: As *dummies* de Tempo e para Payout < 0 foram omitidas por serem utilizadas apenas para controle de efeitos fixos

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Em relação aos atributos relevantes para a política de dividendos das empresas do setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, temos que das variáveis relacionadas ao investimento e endividamento (CAPEX, ENDIVL, ENDIVB e ALAVANC), apenas ENDIVL foi significativa e negativa para as duas variáveis dependentes ao nível de 1%. Esse resultado indica que as empresas desse setor, ao decidirem o volume de dividendos distribuídos, levam em conta o atual nível de endividamento líquido da empresa (expresso pela parcela de dívida que não é coberta pelo caixa do período). Esse resultado é interessante, visto que as empresas do setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis são intensivas em capital e necessitam de grandes investimentos que demandam tempo para ter retorno.

Desta forma, um alto endividamento líquido indica que a empresa possui muitas obrigações no curto/médio prazo, o que implica a necessidade da redução da distribuição de dividendos para arcar com os custos do endividamento. No caso da variável CAPEX, esta apresentou significância e coeficiente negativo em todos os quantis para o PAYOUT, o que demonstra que o investimento em capital pelas empresas desestimula os gestores à distribuírem maiores parcelas do lucro líquido. Esse resultado está de acordo com o esperado, uma vez que o investimento em capital, que é parte do crescimento de uma empresa, implica em uma redução do lucro líquido no período, principalmente em virtude do pagamento dos juros da dívida, quando ocorre financiamento via capital de terceiros.

Quanto ao coeficiente de ENDIVB, inferimos que este foi significativo e negativo apenas no quantil .9 do PAYOUT, o que corrobora com a tese de que investimentos reduzem a capacidade das empresas de distribuírem maiores parcelas do lucro devido a necessidade de provisionamento de capital para as dívidas contraídas. Já em relação a variável ALAVANC, temos valores positivos e crescentes para o DY nos quantis .5, .75 e .9, o que indica que a alavancagem das empresas desse setor é vista como positiva para a distribuição de dividendos, possivelmente por propiciarem a expropriação do credor, seja por ser um recurso mais barato ou mesmo gerar benefícios tributários. Os achados em relação à alavancagem estão de acordo com o trabalho de Anton (2016), em que o autor encontrou evidências de que alavancagem está relacionada positivamente com o nível de distribuição dos lucros.

Outro resultado interessante de se observar é o impacto da concentração acionária na distribuição de dividendos desse setor, na forma da variável CONC. Aqui vale destacar que, por muitos anos, a extração, refino e distribuição do petróleo no Brasil era controlada pelo governo federal, tendo uma abertura maior somente a partir de meados dos anos 2000 com a

entrada de novas empresas no setor. Esse segmento ainda permanece altamente regulado pelo governo.

Desta forma, conforme podemos ver a partir da tabela 7, existe uma relação significativa crescente negativa para todos os quantis para a variável DY e para os quantis 0.25 e 0.5 do PAYOUT. Assim, é possível interpretarmos que, diante do fato de que algumas empresas desse setor possuem o governo como acionista majoritário, temos que a interferência do governo para interesses da população em detrimento da rentabilidade das empresas afetam negativamente a política de distribuição de dividendos. Esses resultados estão de acordo com o trabalho de Santos (2008), em que o autor encontrou evidências que empresas que possuem o governo como acionista controlador ou forte presença estatal através da regulação, apresentam menor distribuição de dividendos.

Em relação as variáveis de rentabilidade (ROA, ROE, ROIC e LPA), temos que foram significativas apenas no quantil 0.9 da variável PAYOUT, indicando que somente em distribuições mais elevadas da parcela do lucro líquido no período esses indicadores são levados em conta. Apesar disso, temos que para a variável ROA, o coeficiente é negativo, o que demonstra que um maior retorno em ativos por parte desse setor impacta negativamente o percentual de lucro distribuído na forma de dividendos pelas empresas. Nesse caso, o resultado encontrado vai contra o esperado pela literatura, isto é, um aumento no retorno sobre o ativo deveria impactar positivamente a distribuição de dividendos, visto que indica a capacidade da empresa de gerar receita com base em seus ativos. Por outro lado, temos os indicadores ROE e ROIC positivos, indicando que o retorno sobre o capital investido e sobre o patrimônio líquido atuam como incentivos a uma distribuição maior do lucro líquido.

Sobre as variáveis macroeconômicas, CAMBIO foi significativo e positivo a 1% apenas no quantil .9 para as duas variáveis, o PIB foi significativo a 1% em todos os quantis, menos no .9 da variável PAYOUT, a variável INCERT foi significativa a 1% apenas nos quantis .75 e .9 da variável DY e o CDI foi significativo a 1% somente para a variável DY. A respeito da variável CAMBIO, temos que o setor de Petróleo é um exportador de commodities, desta forma, esse setor está muito exposto às variações cambiais do país, que impactam diretamente no fluxo de caixa das empresas. Desta forma, para as empresas que distribuem muitos dividendos e/ou a maior parte do lucro líquido, o CAMBIO é tido como uma variável-chave para determinar o desempenho das empresas ao longo do tempo.

A respeito das outras variáveis, o PIB apresentou um sinal positivo, conforme esperado, uma vez que o crescimento do PIB é fortemente afetado pela indústria de petróleo, responsável

pelo refino e distribuição de gasolina, diesel e derivados, produtos estes que são fundamentais, por exemplo, para o transporte de bens e mercadorias no país, além da locomoção da população como um todo. Já para INCERT, observamos um impacto negativo apenas na rentabilidade dos dividendos em níveis elevados. Aqui, temos o papel controlador do Estado nesse setor por muitos anos como principal argumento para o impacto negativo no DY.

Um exemplo a ser dado acerca desse aspecto foi a greve dos caminhoneiros em 2018, contra os reajustes imprevisíveis feitos pela Petrobrás, expoente desse setor no Brasil, que buscava paridade com os preços praticados no mercado internacional. Nesse sentido, ao olharmos para todos os fatores macroeconômicos em conjuntos, podemos perceber que estes impactam diretamente na política de dividendos e preços praticados nesse setor. Assim, quando olhamos para o impacto da taxa de juros (CDI), o aumento da mesma provoca uma grande redução nos rendimentos através dos dividendos, podemos afirmar então que esse é um resultado atrelado ao aumento da incerteza no país, por exemplo.

A respeito da variável relacionada ao tamanho (LNAT), temos que foi significativa para os quantis .25, .5 e .75 do DY e nos quantis .25, .5 e .9 do PAYOUT. Os valores dos coeficientes são positivos para todos os quantis, exceto o quantil .9 do PAYOUT. Além disso, no quantil .75 do DY, observamos que um aumento nos dividendos impacta no aumento do rendimento em dividendos menor do que o aumento observado no quantil .5, demonstrando que há uma tendência de rendimentos decrescentes em dividendos nas empresas com maiores distribuições, em que um aumento no tamanho deixa de ser tão significativo para a política de dividendos das empresas.

O mesmo pode ser observado entre o quantil .5 e .9 do PAYOUT, em que há uma relação positiva entre tamanho e percentual do lucro distribuído como proventos no quantil .5 e no quantil .9 observa que um aumento no tamanho reduz o percentual do lucro distribuído pelas empresas. Nesse caso, há indícios que vão contra a Teoria do Ciclo de vida, onde empresas maiores tendem a ter uma política de dividendos mais robusta, com um aumento nos rendimentos em dividendos e no percentual do lucro líquido distribuído, uma vez que não há tantas oportunidades de crescimento para as maiores empresas. Além disso, há indícios que sugerem que as empresas menores dentro desse setor utilizam de uma distribuição elevada de dividendos como forma de sinalizar que a empresa é uma boa oportunidade de investimento.

Em relação ao risco, medido pelo BETA, temos que a volatilidade é tida como negativa para a distribuição de proventos para o quantil .25 do DY. Entretanto, conforme exposto anteriormente na tabela 5, o primeiro quartil da distribuição do DY é 0, indicando que 25% da

amostra não distribuiu dividendos. Desta forma, é possível interpretarmos que a volatilidade do ativo em relação ao mercado desestimula a distribuição de dividendos.

Por outro lado, para o quantil .75 do DY e para os quantis .75 e .9 do PAYOUT, essa relação foi positiva, contrária ao esperado pela literatura. Nesse caso, um possível entendimento para essa relação é que, diante da volatilidade do mercado, as empresas utilizam uma distribuição mais elevada de dividendos e um percentual maior do lucro distribuído, afim de sinalizar aos investidores que a empresa é uma boa opção de investimento, caso ela já seja uma empresa que tenha histórico de ser boa pagadora. Esse resultado está de acordo com o trabalho de Bozos et al. (2011), em que os autores afirmam que em períodos de maiores incertezas manter um pagamento elevado de dividendos atua como um sinalizador de que a empresa está preparada para lidar com as flutuações no mercado.

5.3.3. Regressão quantílica para o setor de Materiais Básicos

O segundo setor estudado foi o de Materiais Básicos, as regressões para esse setor contaram com uma amostra de 99 empresas, totalizando 1145 observações. Esse segmento é caracterizado por uma média maior de rendimento de dividendos quando comparado com todos os setores, além de uma média de distribuição dos lucros bem próxima, de 29,6%. Para os níveis superiores de distribuição, isto é, do terceiro quartil em diante, observamos que os rendimentos médios em dividendos são muito superiores se comparados com todos os setores, enquanto que o percentual de distribuição dos lucros é inferior.

Nesse caso, podemos identificar que nesse setor existem empresas com forte potencial de geração de lucros, permitindo um rendimento em dividendos elevados sem necessariamente comprometer boa parte do lucro apurado no período. Assim, através dos coeficientes de desvio-padrão e assimetria, podemos identificar que o comportamento desse setor é semelhante ao comparado com todos os setores, isto é, a maior parte da distribuição está em torno da média e da mediana, além de existirem momentos em que ocorre um aumento expressivo nos rendimentos e uma distribuição maior dos lucros apurados.

Esse setor é fundamental para o desenvolvimento do país, pois se trata de um setor explorador de commodities e tradicionalmente exportador, o que o torna dependente da demanda internacional e de fatores ligados à ciclicidade da economia como um todo. Os principais produtos produzidos por essas empresas estão ligados a exploração de minérios, como cobre, ferro e alumínio, extração de madeira e celulose, produção de fertilizantes e

defensivos agrícolas, bem como produtos indústrias de siderurgia e metalurgia, a seguir são apresentados os resultados das regressões na tabela 11 abaixo:

Tabela 11 - Resultados para o setor Materiais Básicos

| | DY | | | | PAYOUT | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 0.25 | .5 | .75 | .9 | 0.25 | .5 | .75 | .9 |
| CONST | 6,12E-01 | 1,41E+01*** | 6,96E+01*** | 1,61E+02*** | 5,04E-02 | 4,13E-01 | 1,53E+00** | 2,03E+00* |
| BETA | 1,90E-04 | 1,11E-03 | -7,63E-04 | -2,96E-03 | 1,71E-06 | 8,88E-06 | -9,54E-06 | -4,81E-05 |
| CONC | -2,60E-03*** | -1,95E-02*** | -2,30E-02** | -6,34E-03 | -2,00E-04*** | -1,10E-03*** | -1,28E-05 | 1,32E-03 |
| ALAVANC | 2,93E-05 | 7,74E-04 | 4,97E-03 | 3,68E-03 | 8,02E-06 | 8,12E-06 | 2,26E-04 | 3,30E-04 |
| LNAT | 5,25E-02*** | 3,43E-01*** | 4,83E-01*** | 5,38E-01*** | 3,00E-03*** | 3,65E-02*** | 5,92E-02*** | 7,77E-02*** |
| CAPEX | 4,79E-06 | 9,98E-06 | -4,50E-05 | -2,76E-04 | 4,44E-07 | 5,52E-07 | -4,80E-06 | -1,38E-05 |
| ENDIVB | 6,13E-05 | 2,37E-04 | 2,30E-03* | 9,10E-03*** | 5,00E-06 | 1,51E-05 | 6,10E-06 | -6,66E-05 |
| ENDIVL | -2,60E-05 | -1,90E-05 | 2,17E-04 | 1,67E-03 | -2,02E-06 | -2,06E-05 | 4,27E-05 | 1,09E-04 |
| ROA | -3,06E-05 | 3,11E-04 | 8,00E-03** | 3,15E-02*** | -3,56E-06 | -3,14E-05 | 8,28E-05 | -6,89E-05 |
| ROIC | -2,48E-06 | 1,59E-03 | 2,97E-04 | 2,19E-03 | -1,87E-05 | -5,28E-05 | 4,32E-05 | 1,84E-04 |
| ROE | -7,44E-05 | 9,50E-04 | 3,90E-03** | 6,80E-03** | -8,03E-06 | 3,98E-05 | 1,87E-04 | 5,00E-04** |
| LIQUIC | 3,76E-04 | -7,74E-05 | -1,37E-03 | -8,84E-03 | 3,17E-05 | 6,97E-05 | -8,77E-05 | -5,90E-04 |
| LIQUIG | 2,66E-01*** | 1,03E+00*** | 1,08E+00*** | 1,19E+00*** | 3,07E-02*** | 7,21E-02*** | 9,50E-02*** | 1,15E-01*** |
| LPA | 4,18E-04 | 2,80E-03 | 4,55E-03 | 6,60E-03 | 2,04E-05 | 2,43E-04 | 3,79E-04 | 1,17E-03 |
| CAMBIO | -9,72E-02*** | -6,55E-01*** | -5,86E-01 | -1,32E-01 | -8,23E-03*** | -5,65E-02*** | -4,67E-02 | -9,61E-02 |
| PIB | -1,36E-02** | -1,79E-01*** | -7,62E-01*** | -1,68E+00*** | -1,02E-02 | 8,26E-02*** | -2,19E-01*** | -2,60E-01* |
| INCERT | -7,45E-05 | -1,16E-03 | -2,63E-03 | -7,06E-03 | -8,11E-06* | -8,60E-05 | -3,79E-04 | -1,02E-03 |
| CDI | -5,91E-02 | -1,16E-01*** | -2,78E-01*** | -5,60E-01*** | 6,07E-03 | -3,69E-01* | -1,10E+00*** | -2,92E+00*** |
| DSEG | 6,28E-02* | -1,49E-01 | -8,47E-01* | -1,20E+00 | 4,18E-03 | -7,65E-04 | -8,91E-02** | -9,95E-02 |

Obs¹: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Obs²: As *dummies* de Tempo e para Payout < 0 foram omitidas por serem utilizadas apenas para controle de efeitos fixos

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Considerando os resultados expostos na tabela 11, podemos observar que a variável relativa ao tributo tamanho (LNAT) foi significativa a 1% em todos os quantis, com uma relação positiva e crescente com as variáveis dependentes. Esse resultado nos indica que à medida que o ativo dessas empresas cresce, a tendência é haver um maior pagamento de dividendos. Esses resultados estão de acordo com os achados de Mahdzan et. al (2016) e Guedes et. al (2019), os primeiros autores encontraram evidências de que o tamanho afeta positivamente a distribuição de dividendos do setor de Materiais Básicos da Malásia, enquanto o segundo encontrou indícios semelhantes para o setor no Brasil.

Quanto aos indicadores ligados ao endividamento e alavancagem, temos que a variável ENDIVB se mostrou significativa apenas nos quantis 0.75 e 0.9 para variável DY, enquanto nenhuma outra apontou significância. Como o endividamento bruto mostra a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações baseadas no ativo, e dado que a variável LNAT é significativa e crescente, uma possível interpretação é que as empresas desse setor decidem distribuir maiores dividendos quando há níveis de endividamento bruto melhores, conforme observado através dos coeficientes positivos estimados. Além disso, esses resultados estão de acordo com o trabalho de Mahdzan et al. (2016), que encontrou indícios de que o endividamento está positivamente relacionado com o aumento dos dividendos distribuídos na indústria de materiais básicos na Malásia.

Já em relação aos indicadores de rentabilidade apenas para os quantis mais elevados (0.75 e 0.9) dessas variáveis se tornam significativas em alguns casos, apresentando coeficiente positivo. Especificamente, a variável ROIC não é significativa em nenhum quantil, enquanto ROA é significativo apenas para o DY, e ROE é significativo para definir o DY nos quantis 0.75 e 0.9, bem como no quantil .9 da variável PAYOUT. Desta forma, conforme destaca Labhane e Mahakud (2016), empresas com maior rentabilidade tendem a pagar mais dividendos, visto que essa rentabilidade superior permite que a empresa reinvesta seus lucros e ainda sim consiga remunerar os acionistas. Em outras palavras, os resultados encontrados indicam que algumas empresas desse setor que durante o período estudado obtiveram uma alta rentabilidade conseguiram, além de ampliar os seus investimentos, distribuir elevados dividendos aos seus acionistas.

Sobre a concentração acionária, esta possui significância nos quantis .25, .5 e .75 para o DY e nos quantis .25 e .5 para o PAYOUT, todas ao nível de 1%. Desta forma, entende-se que esta variável é um fator determinante para a redução dos níveis de distribuição de dividendos e do percentual de lucro distribuído, uma vez que nos quantis em que ocorrem maior

distribuição não foi possível encontrar significância estatística. Sendo assim, empresas com maior concentração de capital no setor de Materiais Básicos distribuem menos dividendos aos seus acionistas. Esse resultado está de acordo com os achados de Holanda e Coelho (2012), em que os autores encontraram indícios de que a concentração de acionária é um fator que reduz o nível de distribuição de dividendos das empresas.

Em relação aos indicadores de liquidez, LIQUIC não é relevante para nenhum quantil, enquanto LIQUIG é significativa e crescente em todos os quantis. Esse resultado indica que o indicador de liquidez geral é relevante para uma política de distribuição de dividendos mais robusta, com maior parcela do lucro distribuída e maior rendimento. Considerando que as empresas desse setor dependem fortemente dos preços das commodities no mercado internacional, como minério de ferro, aço, alumínio, papel, celulose entre outros, o índice de liquidez geral ajuda a entender a saúde financeira da empresa, visto que considera a relação entre os ativos circulantes e os realizáveis a longo prazo em relação ao seu passivo.

Sendo assim, nos períodos em que os indicadores de liquidez estão bastante favoráveis, é possível afirmarmos que essas empresas possuem uma política de distribuição de proventos mais robusta, tanto em relação ao montante distribuído quanto a proporção do lucro líquido. Esse fato corrobora com a Teoria da Relevância dos Dividendos de Linter (1956), em que distribuir volumosos dividendos atrai novos investidores e gera valor para a empresa.

A respeito das variáveis macroeconômicas, temos que o PIB foi significativo para todos os quantis, tendo uma influência negativa na política de distribuição de dividendos em todos eles. Já o CAMBIO foi significativo e negativo nos quantis .25 e .5 para as duas variáveis, enquanto INCERT não foi significativa em nenhum quantil das variáveis. Por fim, temos que o CDI só não foi significativo no quantil .25 para as duas variáveis, tendo um resultado positivo na distribuição de dividendos. Os resultados indicam que em todos os níveis de distribuição, o crescimento econômico (medido pelo PIB) é prejudicial às empresas de materiais básicos. Para as demais variáveis macroeconômicas, considerando que a mediana do PAYOUT foi 0, isto é, empresas que não distribuíram nenhum percentual dos lucros, podemos identificar que CAMBIO foi um fator que impactou diretamente nessa não distribuição.

Assim, um aumento do CAMBIO impacta na geração de caixa das empresas, uma vez que a receita das empresas com exportações cresce, o que deveria permitir um aumento na política de dividendos. Entretanto, os resultados encontrados, apesar de incoerentes com o esperado pela literatura, estão de acordo com os achados de Cunha (2020), que estudou como alguns indicadores macroeconômicos, como o Índice de Atividade Econômica do Banco

Central do Brasil (IBCBR) e crescimento econômico medido através do PIB, se relacionam com a decisão de retenção ou distribuição dos lucros das empresas de capital abertas no Brasil durante os ciclos econômicos.

Como resultado, o autor encontrou indícios de que o setor de Materiais Básicos possui uma relação negativa com os ciclos econômicos, em que as empresas desse setor em ciclos de alta preferem reter lucros para provisões futuras. Considerando essas conclusões, podemos observar que um aumento na taxa de juros (CDI) aumenta a política de distribuição dessas empresas, possivelmente pois há evidências de que as empresas atuam como contracíclicas em termos de política de dividendos. Isto é, durante os períodos de alta há uma tendência a acumular capital para períodos futuros, e, em períodos de baixa, há uma tendência a distribuir maiores volumes de dividendos para atrair investimentos de terceiros, como forma de compensar os prejuízos operacionais pela falta de demanda.

Uma possível causa para esse feito está na dinâmica entre PIB, CAMBIO e CDI para essas empresas, onde o crescimento do PIB está relacionado ao crescimento também das indústrias, em que o setor de Materiais Básicos, que fornece matéria-prima para a produção de bens de capital e de consumo em geral é altamente beneficiado. Por se tratar de empresas também exportadoras, um crescimento maior do país valoriza o real em relação ao dólar, o que desestimula a exportação e valoriza o abastecimento interno. Nesse caso, essas empresas são também exportadoras, e, dentro dessa dinâmica de crescimento há, concomitantemente, uma pressão cambial que valoriza o real. Com o CAMBIO apreciado, há mais incentivo de abastecimento no mercado interno, criando um ciclo vicioso de crescimento, mas também de inflação, o que favorece o aumento de juros e encarece o custo de capital das empresas, reduzindo o lucro, que por sua vez pode reduzir a política de distribuição de dividendos e a rentabilidade dessas empresas.

5.3.4. Regressão quantílica para o setor de Bens Industriais

Dando sequência a análise por setor, o próximo escolhido foi o de Bens Industriais, com uma amostra utilizada de 88 empresas e 1100 observações. Em relação a comparação com todos os setores, o setor de Bens Industriais é marcado por uma média bem próxima para as variáveis dependentes DY e PAYOUT, indicando que esse setor está em linha na política de distribuição quando olhamos para a amostra como um todo, conforme observado na tabela 05. Desta maneira, espera-se verificar através dos resultados se os direcionadores são semelhantes quando olhamos para toda a amostra, ou se as empresas de Bens Industriais possuem características

específicas que dizem respeito ao foco dos negócios do setor, dado que o mesmo é direcionado à produção de bens de capital, como maquinários, peças e equipamentos para empresas de outros setores, como material de construção, peças automotivas, motores, entre outros.

A tabela 12 a seguir apresenta o resultado das estimações:

Tabela 12 - Resultados para o setor Bens Industriais

| | DY | | | | PAYOUT | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | 0.25 | .5 | .75 | .9 | 0.25 | .5 | .75 | .9 |
| CONST | 5,47E+01*** | 9,55E+01*** | 1,71E+02*** | 2,76E+02*** | 2,77E-03 | 5,47E-03 | 3,55E-01 | 2,92E+00* |
| BETA | -1,57E-02** | 7,89E-03 | 3,61E-02*** | 2,07E-02 | 3,64E-07 | 2,36E-06 | -1,97E-06 | 8,00E-04* |
| CONC | -1,27E-02*** | -2,62E-02*** | -5,69E-02*** | -4,32E-02*** | -1,73E-05*** | -7,77E-05*** | -2,00E-03*** | -2,53E-04 |
| ALAVANC | 9,95E-03 | 2,17E-02* | 4,34E-02*** | 5,52E-02*** | 3,62E-09 | 3,07E-08 | 6,23E-07 | 1,81E-06 |
| LNAT | 2,25E-01*** | 3,32E-01*** | 1,61E-01* | 3,30E-02** | 3,00E-04*** | 3,90E-03*** | 3,57E-02*** | 6,14E-02*** |
| CAPEX | -1,69E-05 | -7,77E-05 | -1,00E-04** | -1,16E-04 | -1,62E-06*** | -4,43E-06*** | -6,07E-06 | -1,00E-05 |
| ENDIVB | -7,42E-04 | -1,08E-03 | -5,12E-03 | -2,15E-04 | -2,49E-07 | -4,12E-06 | -5,25E-05 | -1,17E-04 |
| ENDIVL | -1,10E-03*** | -2,10E-03*** | -3,90E-03*** | -5,20E-03*** | -2,87E-07*** | -1,25E-06*** | -1,53E-06* | -2,28E-06* |
| ROA | 9,12E-04 | 4,93E-04 | -4,69E-05 | 6,92E-03 | -5,35E-07 | -5,85E-06 | -7,29E-05 | -3,36E-04 |
| ROIC | -3,87E-04 | -1,76E-04 | -3,24E-05 | -3,10E-03 | 2,61E-05*** | 1,00E-04*** | 1,89E-05 | 7,54E-05 |
| ROE | -1,19E-04 | -7,39E-05 | -4,38E-05 | -1,05E-03 | -6,20E-07 | 2,19E-06 | 6,50E-05 | 2,94E-04 |
| LIQUIC | 1,68E-02 | 1,61E-01 | 2,15E-01 | 1,47E+00*** | 9,00E-04*** | 1,14E-02*** | 9,59E-03 | 2,39E-02 |
| LIQUIG | -8,35E-02 | -1,91E-01 | -3,21E-01 | -1,57E+00*** | -1,40E-03*** | -1,21E-02*** | -5,79E-03 | 9,17E-03 |
| LPA | -4,41E-05 | 9,06E-05 | 2,74E-04 | 5,09E-04 | 4,66E-05*** | 1,00E-04*** | 2,00E-04*** | 2,49E-04 |
| CAMBIO | 3,25E-02 | 2,19E-01 | 4,47E-01 | 2,36E+00*** | -5,00E-04* | -4,26E-03 | -3,70E-02 | 4,31E-02 |
| PIB | 5,92E-02*** | 1,02E-01*** | 1,75E-01*** | 2,84E-01*** | 4,44E-04 | 3,86E-03 | 4,85E-02 | 3,38E-01* |
| INCERT | -2,17E-03 | -4,31E-03 | -5,60E-03** | -1,05E-02*** | -2,28E-06 | -2,37E-05 | -1,81E-04 | 1,79E-04 |
| CDI | -9,42E-02*** | -1,61E-01*** | -2,81E-01*** | -5,20E-01*** | -5,38E-03 | -1,18E-01*** | -9,42E-01* | -1,49E+00 |
| DSEG | -2,11E-01 | -7,07E-02 | 1,52E-01 | 8,27E-01 | 1,23E-01*** | 3,22E-01*** | 2,92E-01*** | 3,00E-01*** |

Obs¹: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Obs²: As *dummies* de Tempo e para Payout < 0 foram omitidas por serem utilizadas apenas para controle de efeitos fixos

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

A partir da observação da tabela 12, temos que a variável LNAT é positiva e significativa para todos os quantis nas duas variáveis. Isso demonstra que esse é um fator determinante para a política de dividendos das empresas do setor de Bens Industriais, em que um maior tamanho do ativo das empresas implica em uma política de dividendos mais robusta e num maior percentual de distribuição em relação aos lucros. Como podemos observar, os coeficientes para o PAYOUT são positivos e crescentes indicando que, quanto maior o ativo, maior o percentual do lucro líquido distribuído pelas empresas desse setor. Já quando olhamos para o DY, observamos que um maior ativo impacta mais empresas que possuem menores rendimentos, enquanto que nos quantis superiores esse impacto é menor. Os resultados encontrados estão de acordo com os achados de Mahdzan et al. (2016), em que os autores afirmam que o tamanho das empresas do setor industrial afeta de forma positiva e significativa a distribuição de dividendos em empresas da Malásia.

Já em relação as variáveis relacionadas ao endividamento e alavancagem, temos que ALAVANC é significativa, positiva e crescente nos quantis .5, .75 e .9 da variável DY e não é significativa em nenhum quantil para o PAYOUT, o CAPEX é significativo a 5% e negativo para o quantil .75 do DY e significativo e negativo a 1% para os quantis .25 e .5 do PAYOUT, ENDIVB não é relevante em nenhum quantil em ambas as variáveis, e ENDIVL é significativo e negativo para todos os quantis para ambas variáveis, sendo que nos quantis .75 e .9 do PAYOUT são significativos a 10%, e nos demais significativo a 1%. Em relação a ENDIVL, temos uma lógica semelhante ao setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, em que se tratam de empresas intensivas em capital e que necessitam de grandes investimentos de longo prazo.

Desta forma, conforme observado pelos coeficientes negativos e decrescentes, um aumento no ENDIVL das empresas desse setor representa uma redução nos dividendos distribuídos no período. Para a variável ALAVANC, podemos entender que a utilização de alavancagem por parte das empresas do setor pretende melhorar a estrutura de capital em busca de melhores rendimentos, utilizando operações financeiras para cobrir o investimento realizado para aumentar potencialmente os lucros. Considerando que a estrutura dessas empresas depende de capital de terceiros para melhor eficiência, conforme destacado anteriormente, o indicador de alavancagem tende a ter maior influência nos rendimentos em dividendos nas distribuições mais elevadas, tendo um efeito menor para empresas que apresentam DY abaixo desse percentual.

Em relação as variáveis de rentabilidade, LPA é significativo para o PAYOUT nos quantis .25, .5 e .75 e ROIC é significativo para o PAYOUT nos quantis .25 e .5, todos ao nível

de 1%. Para o DY não temos nenhuma variável relacionada à rentabilidade com impacto significativo. Esse resultado vai contra os achados de Mahdzan et al. (2016), em que a rentabilidade impacta positivamente o *Dividend Yield* das empresas da Malásia. Já para o LPA, o resultado é o esperado pela literatura, conforme achados de Farrukh et al. (2017). Ademais, temos que o ROIC positivo para os quantis inferiores do PAYOUT demonstram um aumento do retorno sobre o capital investido, implicando numa maior perspectiva de rentabilidade para a empresa, podendo proporcionar um aumento no percentual dos lucros distribuídos na forma de proventos, conforme observado.

Ainda, temos que a concentração acionária, medida por CONC, é significativa e negativa para todos os quantis, exceto o .9 do PAYOUT. Nesse caso, podemos interpretar que uma concentração acionária maior reduz o pagamento de proventos e o montante do lucro distribuído, uma vez que a concentração acionária pode levar os acionistas controladores a tomarem decisões em benefício próprio, isto é, expropriando os acionistas minoritários. Esses achados estão de acordo com Farrukh et al. (2017), que apresenta resultados semelhantes para as empresas do Paquistão.

Em relação aos indicadores de liquidez, temos que LIQUIC e LIQUIG foram significativos no quantis .25 e .5 do PAYOUT ao nível de 1%, enquanto foram significativos apenas no quantil .9 do DY. Nesse caso, a liquidez geral teve impacto negativo tanto para as empresas com menores PAYOUT's, quanto para aquelas cujo rendimento dos dividendos foi mais elevado. Por outro lado, a liquidez corrente teve impacto positivo tanto para o nível de distribuição em empresas com menor PAYOUT quanto nas empresas com maiores níveis de DY.

Em relação ao pertencimento a um nível diferencial de Governança Corporativa, expresso pela variável DSEG, existe uma relação positiva e significativa para a variável PAYOUT, com nível de significância de 1%. Deste modo, essa característica impacta no crescimento do percentual do lucro distribuído como dividendos para todos os quantis, por outro lado, estar ou não em níveis de governança diferenciados não parece exercer impacto sobre o DY.

Sobre o risco não diversificável, estimado através do BETA, a variável DY nos coeficientes dos quantis .25 e .75 foram significativos, bem como para o PAYOUT no quantil .9. Os resultados indicam que em níveis menos elevados de rendimento em dividendos o risco sistemático influencia positivamente no incremento destes, enquanto no quantil .75 esse risco

diminui o rendimento em dividendos. Além disso, para os níveis mais elevados de PAYOUT o risco sistemático é positivo.

Por fim, em relação as variáveis macroeconômicas, temos que para o DY as variáveis PIB e CDI são significativas a 1% para todos os quantis, INCERT é significativa a 5% para o quantil .75 e significativa a 1% para o quantil .9, e CAMBIO é significativo a 1% no quantil .9. Já para o PAYOUT, temos que INCERT não é significativo em nenhum quantil, PIB é significativo a 10% no quantil .9, CAMBIO é significativo a 10% no quantil .25, e CDI é significativo a 1% no quantil .5 e a 10% no quantil .75. Desta forma, temos que um aumento na taxa de juros impacta negativamente o rendimento dos dividendos para todos os quantis, assim como para o aumento do percentual de lucro distribuído nos quantis intermediários, o que faz sentido, considerando que um aumento na taxa de juros incorre em maiores custos de financiamento, de capital, e “esfria” a economia, afetando diretamente a produção de bens industriais no país e o montante de caixa disponível para pagamento de dividendos.

Por outro lado, um crescimento do PIB aumenta o rendimento em dividendos exatamente por considerar um ciclo semelhante ao visto para as empresas de Materiais Básicos, onde um forte crescimento do PIB está ligado também à produção industrial, e ao fornecimento de maquinários para os demais setores da economia. Em relação a INCERT, um aumento do índice de incerteza no país, em geral, reduz as expectativas de crescimento dessas empresas, por serem consideradas como peça-chave da indústria como um todo. Desta forma, em contextos que ocorrem maiores distribuições de dividendos, a incerteza política no país pode reduzir o montante de dividendos pagos.

5.3.5. Regressão quantílica para o setor de Consumo Não Cíclico

O próximo setor escolhido para a análise dos determinantes da política de dividendos das empresas foi o de Consumo Não Cíclico. Com uma amostra de 62 empresas e 594 observações, esse setor foi marcado por possuir uma média inferior no DY e uma mediana praticamente igual ao comparado para todos os setores, como expresso na tabela 05. Além disso, o terceiro quartil indica também um menor rendimento para as empresas do setor, entretanto, estas apresentam um *payout* maior em à toda a amostra. Ainda, temos que o desvio-padrão é baixo, indicando que o setor é caracterizado por empresas que distribuem dividendos próximos da média, isto é, inferior ao observado para todos os setores, com cerca de 30% do lucro líquido apurado no período como forma de dividendos.

Esse setor é caracterizado por empresas ligadas ao consumo de bens e serviços da população em geral, isto é, com indústrias de alimentos, bebidas, grãos, supermercados e produtos de higiene. Desta forma, por se tratar de produtos essenciais para a população, questões referentes ao cenário macroeconômico como um todo não são tão relevantes, como incerteza política e taxa de juros câmbio, atuando apenas como uma espécie de termômetro que baliza a direção do consumo, em períodos favoráveis pode haver um crescimento de consumo em determinadas áreas desse setor, mas não é esperada uma queda brusca de consumo em períodos de crise.

A tabela 13 abaixo apresenta os resultados:

Tabela 13 - Resultados para o setor Consumo Não Cíclico

| | DY | | | | PAYOUT | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | 0.25 | .5 | .75 | .9 | 0.25 | .5 | .75 | .9 |
| CONST | 2,40E+00*** | 2,32E+01*** | 7,55E+01*** | 1,31E+02*** | 5,21E-02** | 1,26E+00** | 2,45E+00** | 2,24E+00 |
| BETA | 6,39E-05 | 1,50E-03 | 6,70E-03*** | -7,36E-03 | -1,72E-06 | 1,15E-05 | 1,07E-04 | 2,31E-04 |
| CONC | -8,22E-04 | 1,48E-03 | 1,07E-02 | 2,72E-02 | -2,03E-05 | 1,84E-04 | 2,50E-03* | 3,06E-03 |
| ALAVANC | 3,71E-04 | 1,49E-03 | -3,80E-03* | -9,45E-03 | 1,53E-05 | 1,47E-04 | 5,41E-04 | 9,55E-04 |
| LNAT | 6,99E-02*** | 2,85E-01*** | 1,77E-01** | -6,95E-03 | 2,20E-03*** | 6,18E-02*** | 9,01E-02*** | 1,02E-01*** |
| CAPEX | -4,06E-05* | 6,58E-05 | 2,14E-05 | 5,76E-04 | -4,29E-06*** | -8,76E-07 | 2,67E-05 | -2,80E-06 |
| ENDIVB | 2,11E-04 | 1,01E-03 | 2,18E-03 | -9,27E-04 | 4,73E-06 | 8,45E-05 | 1,67E-04 | 1,12E-04 |
| ENDIVL | 3,79E-05* | 7,94E-05 | 1,28E-04 | 2,65E-04 | 4,05E-07 | 1,46E-05 | 3,24E-05 | 7,60E-05 |
| ROA | 1,50E-03** | 8,70E-03** | 2,21E-02*** | 8,99E-04 | 3,05E-05 | 7,40E-04 | 1,25E-03 | 2,36E-03 |
| ROIC | 2,80E-04 | 5,80E-03* | -6,19E-03 | 4,58E-03 | 5,98E-06 | 2,02E-04 | 6,63E-05 | -1,76E-04 |
| ROE | -9,38E-05 | -5,17E-04 | -4,09E-04 | 8,69E-04 | -2,30E-06 | -8,04E-05 | -3,54E-05 | 2,21E-04 |
| LIQUIC | -1,77E-02 | 1,48E-02 | -1,64E-01 | 4,07E-01 | -3,68E-04 | -1,09E-02 | 1,69E-03 | -6,60E-02 |
| LIQUIG | 8,96E-02*** | 8,25E-01*** | 2,22E+00*** | 1,55E+00*** | 3,00E-03*** | 7,77E-02*** | 6,75E-02*** | 4,82E-02 |
| LPA | 1,24E-05 | 5,38E-04 | 7,81E-04 | 2,64E-03 | 4,43E-07 | 1,04E-04 | 2,00E-04** | -1,30E-04 |
| CAMBIO | -5,77E-02 | -2,62E-01 | 1,24E-01 | 1,06E+00 | -2,70E-03* | -6,48E-02* | -1,59E-01* | -1,37E-01 |
| PIB | 3,38E-02*** | 2,78E-01*** | 8,79E-01*** | 1,35E+00*** | 8,20E-03*** | 2,06E-01*** | 3,63E-01*** | 3,14E-01 |
| INCERT | 2,28E-04 | 7,97E-04 | 1,15E-03 | -3,23E-03 | 1,08E-05 | 6,84E-05 | -2,24E-05 | 3,43E-05 |
| CDI | -1,76E-02 | -4,39E-01* | -1,10E+00*** | -2,66E+00** | -4,41E-04 | -3,26E-02 | -2,45E-01 | -6,84E-01 |
| DSEG | -1,80E-01*** | -1,07E+00*** | -1,35E+00*** | -1,06E+00 | -5,00E-03*** | -1,27E-01*** | -1,77E-01*** | -1,31E-01 |

Obs¹: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Obs²: As *dummies* de Tempo e para Payout < 0 foram omitidas por serem utilizadas apenas para controle de efeitos fixos

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

Em relação a variável LNAT, mais uma vez que ela é significativa em praticamente todos os quantis para as duas variáveis, não sendo significativa apenas no quantil .9 da variável DY. Desta forma, entende-se que a partir do crescimento do ativo das empresas desse setor é esperado uma maior rentabilidade em seus dividendos e um aumento no percentual do lucro líquido dividido. O resultado está em conformidade com o que aponta a literatura em diversos trabalhos, a dizer Heineberg e Procianoy (2003), Ströer (2015), Cristea e Cristea (2017); Farrukh et al. (2017), entre outros.

Em relação ao risco de mercado, mensurado pelo BETA, o resultado só foi significativo no quantil .75 do DY, o que nos permite afirmar que a volatilidade presente nas ações desse setor em função das oscilações sistemáticas não é um determinante para a política de dividendos das empresas. De forma similar, a concentração acionária, medida por CONC, só foi significativa no quantil .75 do PAYOUT, o que sugere que a concentração acionária nesse setor também não é impactante para o pagamento de dividendos.

Adicionalmente, temos que as variáveis relacionadas ao endividamento também não se mostraram estatisticamente diferentes de zero, não sendo determinantes para a política de dividendos do setor de consumo não cíclico. Já a ALAVANC foi significativa apenas no quantil .75 do DY, enquanto CAPEX foi significativo no quantil .25 de DY e PAYOUT e ENDIVL foi significativo apenas no quantil .25 do DY. Além disso, o CAPEX foi o único a apresentar significância de 1%, sendo as demais com significância de apenas 10%. Ao contrário do estudo de Viana Junior et al. (2017), os resultados para as variáveis relacionadas ao endividamento para o setor de Consumo Não Cíclico não apresentaram significância.

Em relação às variáveis de rentabilidade, temos que nenhuma das respectivas apresentou significância para o PAYOUT, exceto LPA, que apresentou significância de 5% no quantil .75. Por outro lado, ROA apresentou significância nos quantis .25, .5 e .75 (a 5%, 5% e 1% respectivamente) e ROIC apresentou significância de 10% no quantil .5 do DY. Desta forma, considerando que os coeficientes são positivos e crescentes para ROA, entende-se que uma maior rentabilidade sobre os ativos implica em maiores rendimentos em dividendos. Considerando que as empresas desse setor são impactadas diretamente pelo consumo da população como um todo, um crescimento dos ativos, acompanhados de melhores resultados dessas empresas, podem ser entendidos como resultado de um bom planejamento e competitividade, em termos operacionais, o que leva a melhores resultados e, por consequência, temos uma maior rentabilidade dos dividendos. Os achados estão de acordo com os trabalhos

de Omran e Pointon (2004) e Farrukh et al. (2017), em que os encontraram indícios de que ROA é significativo e positivo para explicar o pagamento de dividendos.

Ainda, as variáveis relacionadas a liquidez, LIQUIC não foi significativa em nenhum quantil das duas variáveis, enquanto LIQUIG foi significativa a 1% e positiva para todos os quantis, exceto o .9 do PAYOUT. Nesse caso, observamos que o indicador de liquidez geral possui um efeito maior na política de dividendos das empresas no quantil .75, demonstrando que esse indicador é importante para o aumento da política de dividendos na maior parte das empresas do setor. Já quando observamos o quantil .9, para o PAYOUT esse indicador não é representativo, e em relação ao DY observamos um efeito decrescente, isto é, esse indicador apresenta menor impacto nos rendimentos em dividendos quando olhamos para as empresas que mais distribuíram dividendos no período.

Sobre as variáveis macroeconômicas, temos que CAMBIO é significativo nos quantis .25, .5 e .75 do PAYOUT, todos a 10%, enquanto PIB só não é significativo no quantil .9 do PAYOUT, sendo todos os resultados significativos a 1%, e CDI foi significativo nos quantis .25 e .5 do DY, com significância de 10% e 1%, respectivamente. Já INCERT não foi significativo em nenhum quantil. Conforme exposto anteriormente, a principal característica desse setor é o consumo independente do cenário, por se tratar de bens essenciais, variando apenas a intensidade, isto é, o quanto as famílias dedicam de sua renda para o consumo, e, portanto, um crescimento da renda, medido pelo PIB per capita, indica que em ciclos de crescimento essas empresas conseguem distribuir maiores níveis de dividendos, uma vez que há maior consumo.

Da mesma forma, em ciclos de contração, com um aumento do CDI, por exemplo, temos uma redução, conforme observado pelos coeficientes significativos estimados. Ademais, o CAMBIO impacta negativamente o percentual de distribuição de dividendos por, provavelmente, questões relacionadas à importação. Isto é, um CAMBIO apreciado permite o consumo de bens internacionais, que reduz os lucros das empresas internas, e, portanto, o potencial de distribuição do lucro cai. Por fim, como são empresas ligadas ao consumo constante, ambientes de incerteza, medidos por INCERT, não são tão significativos, sendo observado apenas uma mudança em alguns hábitos de consumo. Esses resultados estão de acordo com o exposto por Xu (2021), em que a autora destaca que a relação entre consumo e retornos em dividendos é pró-cíclica, isto é, os períodos de expansão de consumo estão diretamente ligados ao aumento dos dividendos pagos pelas empresas.

Por fim, sobre o pertencimento à algum nível diferenciado de governança corporativa, temos que só não foi significativo no quantil .9 das duas variáveis, sendo as demais significativas a 1%. Através dos coeficientes estimados, pertencer a algum nível diferenciado de governança impacta negativamente a distribuição de dividendos, e, à medida em que a distribuição aumenta, esse efeito é mais negativo, conforme observado. Desta maneira, podemos afirmar que adotar níveis diferenciados de governança corporativa para esse setor é prejudicial para uma distribuição mais robusta de dividendos. Os resultados encontrados são semelhantes aos de Forti, Peixoto e Alves (2015), em que há uma redução nos níveis de pagamento de dividendos para empresas com níveis diferenciados de governança.

5.3.6. Regressão quantílica para o setor Consumo Cíclico

Para esta seção, foram determinadas as estimações para o setor de Consumo Cíclico. Composto por 129 empresas e 1577 observações, esse é o maior setor individual da amostra estudada. Esse setor é marcado por uma média bem abaixo se comparado com a amostra geral e outros setores, tanto para o DY quanto para o PAYOUT. Além disso, dado o baixo desvio-padrão, a maior parte da distribuição de proventos foi em torno da média, o que indica que de fato esse setor não é tradicionalmente um bom pagador de dividendos, tendo algumas poucas empresas em certas ocasiões que conseguem manter de forma robusta sua política de distribuição. Como o próprio nome diz, o setor é marcado por empresas de características cíclicas, com empresas voltadas para a construção civil, comércio varejista em geral, aluguel de carros, setor de turismo, entre outras, e também é o setor que mais possui empresas listadas em bolsa. Assim, os resultados são apresentados na tabela 14 abaixo:

Tabela 14 - Resultados para o setor Consumo Cíclico

| | DY | | | | PAYOUT | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 0.25 | .5 | .75 | .9 | 0.25 | .5 | .75 | .9 |
| CONST | -2,07E-01 | 2,32E+00 | 4,27E+01*** | 8,96E+01*** | -2,79E-02* | 6,16E-02 | 7,36E-02 | 7,49E-01 |
| BETA | 8,79E-06 | -4,60E-04 | -3,67E-03 | 3,55E-03 | 7,37E-07 | -1,90E-05 | -1,40E-04 | -4,60E-04 |
| CONC | -9,00E-04*** | 5,30E-03 | 1,55E-02*** | 2,33E-02*** | -1,00E-04*** | -1,40E-04 | 8,00E-04*** | 3,50E-03*** |
| ALAVANC | -3,10E-07** | -4,00E-04* | -2,30E-03* | -4,60E-03*** | -3,20E-07 | -2,20E-05 | -1,20E-04 | -6,20E-05 |
| LNAT | 9,50E-03*** | 6,90E-02*** | 4,27E-01*** | 7,29E-01*** | 3,00E-04*** | 1,41E-02*** | 4,10E-02*** | 1,16E-01*** |
| CAPEX | -3,70E-05*** | 3,17E-05 | 2,79E-05 | 2,51E-05 | 1,50E-06*** | 4,40E-06*** | 4,40E-06*** | 2,00E-06*** |
| ENDIVB | 5,40E-06 | 6,32E-06 | 2,53E-05 | 1,40E-05 | -3,80E-08 | -1,80E-07 | -1,80E-06 | 1,82E-06 |
| ENDIVL | -2,78E-06 | -1,72E-05 | -6,98E-05 | -1,36E-04 | -1,70E-07 | -4,70E-06 | -6,40E-06 | -1,10E-05 |
| ROA | 6,70E-05 | 5,34E-05 | 3,04E-04 | 1,86E-04 | -1,20E-06 | -1,00E-05 | -6,60E-05 | -7,00E-05 |
| ROIC | 3,00E-04* | 1,20E-03* | 4,96E-03* | 8,00E-03* | 1,60E-05*** | 2,00E-04*** | 4,00E-04*** | 1,00E-04*** |
| ROE | -1,32E-06 | 2,00E-05 | 5,00E-05 | 2,00E-05 | -2,40E-07 | 4,18E-06 | 7,61E-06 | 8,46E-06 |
| LIQUIC | 1,05E-01*** | 2,78E-01*** | 2,83E-01*** | 3,20E-01*** | 6,70E-03*** | 4,09E-02*** | 4,95E-02*** | 5,08E-02*** |
| LIQUIG | 1,31E-02*** | 4,28E-01*** | 4,58E-01*** | 9,73E-01*** | 7,00E-04*** | 1,87E-02*** | 4,40E-02*** | 6,76E-02*** |
| LPA | 5,76E-05 | 6,00E-04** | 1,66E-03** | 3,10E-03** | 2,80E-06 | 1,00E-04** | 2,00E-04** | 4,60E-04** |
| CAMBIO | -1,49E-02 | -8,73E-02 | -9,12E-01*** | -2,44E+00*** | -8,50E-04 | -1,72E-02** | -4,29E-02** | -1,28E-01** |
| PIB | 8,60E-03* | 3,45E-02** | 4,98E-02*** | 1,01E-01*** | 2,44E-03* | 2,38E-02** | 5,49E-02*** | 2,06E-01*** |
| INCERT | -1,50E-04 | -2,30E-04 | -1,20E-03** | -9,50E-03** | -4,90E-06 | -7,70E-05 | -3,00E-04** | -6,00E-04** |
| CDI | 2,56E-01 | -3,40E-02*** | -2,04E-01*** | -4,67E-01*** | 2,14E-02* | -2,71E-01*** | -5,62E-01*** | -1,30E+00*** |
| DSEG | -5,11E-03 | 1,26E-01* | 7,98E-02 | -3,96E-01 | -1,01E-03 | 4,85E-02*** | 5,17E-02*** | -5,06E-02 |

Obs¹: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Obs²: As *dummies* de Tempo e para Payout < 0 foram omitidas por serem utilizadas apenas para controle de efeitos fixos

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Para a variável relacionada ao risco sistemático, medido pelo BETA, esta não se mostrou significativa em nenhum quantil para ambas as variáveis dependentes. Sendo assim, para esse setor não é possível afirmarmos que esse risco seja relevante para a determinação da política de dividendos das empresas.

Em relação ao controle acionário, esta é positiva e significativa a 1% para todos os quantis de DY, exceto no .5, enquanto que no PAYOUT temos uma relação negativa e significativa a 1% em todos os quantis, exceto no .5. Desta forma, esta variável é importante para determinar os rendimentos através de dividendos, sendo a concentração acionária um fator positivo. Por outro lado, os resultados para o PAYOUT demonstram que a concentração acionária reduz o percentual dos lucros divididos.

Sobre as variáveis de endividamento, ALAVANC é significativa para todos os quantis de DY, enquanto para o PAYOUT não apresenta significância em nenhum quantil. ENDIVB e ENDIVL não apresentaram significância em nenhum quantil para as duas variáveis e CAPEX foi significativo para o quantil .25 do DY, ao nível de 1%, e significativo para todos os quantis do PAYOUT ao nível de 1%. Nesse sentido, entende-se que maiores níveis de alavancagem reduzem os dividendos pagos aos acionistas, enquanto que um maior CAPEX, representa um acréscimo no percentual dos lucros em dividendos distribuídos pelas empresas.

Nesse sentido, considerando que os ciclos econômicos impactam fortemente esse setor, em períodos de expansão econômica é esperado uma maior distribuição de dividendos por empresas com maiores níveis de imobilizado. De forma contrária, em períodos de recessão, empresas alavancadas de caráter cíclico sofrem mais para cumprir com suas obrigações, sendo assim, o rendimento em dividendos é reduzido. Para ambas as visões, os maiores níveis de PAYOUT são os que sofrem maiores impactos, como o esperado, dado que políticas de altas distribuições são mais difíceis de se manterem ao longo do tempo.

No que diz respeito ao tamanho, temos LNAT positivo e significativo a 1% para todos os quantis nas duas variáveis. Conforme outros autores já citados, empresas maiores tendem a distribuir maiores dividendos, uma vez que há menores oportunidades de crescimento no mercado. Assim, como podemos observar através dos coeficientes, à medida que há maiores rendimentos e maior distribuição percentual dos lucros, temos que o ativo é mais impactante. Desta forma, empresas maiores possuem maior capacidade de distribuir maiores dividendos (comparativamente ao seu preço) e também distribuem maior parte do lucro líquido apurado.

Em relação aos indicadores de rentabilidade, temos que o ROIC se mostrou significativo a 1% para todos os quantis do PAYOUT e significativo a 10% para todos os quantis do DY. As

variáveis ROA e ROE não se mostraram significativas em nenhum quantil para ambas as variáveis dependentes, e LPA se mostrou significativa para todos os quantis, exceto o .25 para ambas as variáveis. Nesse caso, o ROIC representa os retornos do investimento em capital feito pelas organizações. Sendo assim, o resultado corrobora a visão de que ciclos de expansão de investimento pelas empresas desse setor são acompanhados também da expansão na política de dividendos das empresas, com maior percentual de lucro distribuído e maiores remunerações através de dividendos. Somado ao argumento anterior, temos um LPA positivo e crescente para os quantis superiores, o que atua como o esperado, uma vez que resultados positivos para as empresas tendem a aumentar os dividendos pagos aos acionistas, conforme argumentam Cristea e Cristea (2017).

Para os indicadores de liquidez, temos que ambos foram significativos a 1% para todos os quantis de ambas as variáveis dependentes. Por se tratarem de indicadores que medem a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações com terceiros e a dependência dos ciclos econômicos, o resultado encontrado é completamente plausível. Desta forma, considerando ainda os coeficientes positivos e crescentes, temos que os indicadores de liquidez atuam como determinante da política de dividendos das empresas do setor de Consumo Cíclico.

No que tange as variáveis macroeconômicas, temos que CAMBIO foi significativo e negativo a 1% para o DY. Já para o PAYOUT, a variável foi significativa a 5% e negativa nos quantis .5, .75 e .9. Em relação ao PIB, temos que a variável foi significativa e positiva para todos os quantis das duas variáveis, sendo que no quantil .25 a significância foi de 10%, no .5 de 5% e nos quantis .75 e .9 foi de 1%. A respeito da variável INCERT, esta foi significativa a 5% nos quantis .75 e .9 das duas variáveis, possuindo coeficiente negativo para ambas. Por fim, temos que o CDI foi significativo e negativo a 1% para os quantis .5, .75 e .9 das duas variáveis.

Com esse resultado, as questões relacionadas as outras variáveis do estudo ganham mais força, corroborando a visão do impacto dos ciclos econômicos no desempenho das empresas desse setor. Como observado, temos que em períodos de crescimento econômico, o PIB impacta positivamente na política de dividendos, sendo esse impacto mais forte nos percentis mais elevados para ambas as variáveis, enquanto que em períodos com aumento da taxa de juros e aumento da incerteza no país, que também eleva o valor do câmbio, temos uma relação de decréscimo na política de dividendos das empresas, conforme o Holanda e Coelho (2012) e Bernardelli e Bernardelli (2016) sugerem.

Já em relação a DSEG, que nos diz sobre o pertencimento aos índices diferenciados de governança corporativa, temos uma relação positiva e significativa a 1% para o quantil .5 do DY e positiva e significativa a 1% para os quantis .5 e .75 do PAYOUT. Esse resultado indica

que, para a maior parte das distribuições de dividendos, que estão concentradas em torno da mediana e do terceiro quartil, essa variável é importante para determinar a política de dividendos das empresas. Nesse caso, conforme sugerem Galvão, Santos e Araújo (2019), o pertencimento à níveis diferenciados atua como sinalizador de boa qualidade nas informações dessas empresas, o que transmite segurança para o mercado e atrai investidores, que por sua vez são recompensados através da política de dividendos, como forma de remuneração ao capital investido.

5.3.7. Regressão quantílica para o setor Saúde

O próximo setor discutido foi o de Saúde. Composto por 25 empresas e 220 observações, esse setor teve a segunda pior rentabilidade média em dividendos, ficando atrás apenas do setor de Tecnologia da Informação, conforme evidenciado na tabela 05. Por outro lado, em relação ao percentual médio de distribuição dos lucros, o setor foi o segundo com maior média, perdendo apenas para o de Utilidade Pública. Além disso, na análise preliminar do setor, tivemos um desvio-padrão próximo aos demais setores e uma assimetria inferior, o que demonstra que a rentabilidade média dos dividendos é próxima da média.

Ademais, podemos identificar que, apesar do baixo rendimento médio em dividendos, boa parte das empresas de saúde possuem um percentual de distribuição dos lucros elevados em relação aos demais setores medidos pelo PAYOUT, demonstrando que mesmo em períodos que há poucos rendimentos através dos dividendos, a relação entre o lucro e essa métrica permanece elevada. Em relação as características desse setor na economia, as empresas são voltadas para o ramo de medicamentos, desde a fabricação até a comercialização e distribuição, e também há o segmento voltado para atender a demanda por serviços hospitalares, diagnósticos e análises laboratoriais.

A tabela 15 abaixo apresenta os resultados das estimações:

Tabela 15 - Resultados para o setor Saúde

| | DY | | | | PAYOUT | | | |
|----------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 0.25 | .5 | .75 | .9 | 0.25 | .5 | .75 | .9 |
| CONST | 2,04E+01*** | 5,59E+01*** | 1,51E+02*** | 9,55E+01*** | 5,34E-01 | 4,80E-01 | -4,04E+00** | -8,35E+00** |
| BETA | -3,45E-02** | -1,82E-02** | 2,66E-02** | 2,52E-02 | -1,70E-03 | -8,00E-04 | 1,00E-04 | -1,00E-04 |
| CONC | 7,70E-03** | 3,40E-03** | 4,20E-03** | -2,19E-02 | -2,60E-03*** | -2,40E-03*** | -1,20E-03*** | 4,40E-03 |
| ALAVANC | -4,70E-03 | -6,30E-03 | -2,02E-02 | -2,14E-02 | -4,00E-04 | -1,90E-03 | -2,50E-03 | 2,60E-03 |
| LNAT | -1,35E-02 | -3,41E-02 | 1,15E-02 | 1,99E-01 | 1,11E-02 | 3,89E-02*** | 5,26E-02*** | 6,52E-02* |
| CAPEX | -1,00E-04** | -1,00E-04** | -3,03E-05 | -2,00E-04 | -1,00E-04** | -1,00E-04** | -2,00E-04 | -1,00E-04 |
| ENDIVB | 1,90E-03 | 3,50E-03** | 5,90E-03** | 1,64E-02** | 3,00E-04 | 1,00E-04** | 2,00E-04** | 4,00E-04** |
| ENDIVL | -6,00E-04 | 1,00E-04 | 2,00E-04 | 2,60E-03 | -1,00E-04 | -3,00E-04 | -4,00E-04 | 7,00E-04 |
| ROA | 2,00E-04 | 2,00E-04 | 3,00E-04 | 6,30E-03 | 0,00E+00 | -3,00E-04 | -1,00E-04 | 4,00E-04 |
| ROIC | 6,60E-03 | 5,00E-04 | -1,20E-03 | -2,10E-03 | 2,60E-03*** | 2,20E-03*** | 6,00E-04 | -3,00E-04 |
| ROE | 3,60E-03* | 1,11E-02*** | 1,73E-02*** | 2,07E-02** | 3,00E-04 | -1,00E-04 | 1,00E-04 | 3,60E-03*** |
| LIQUIC | -1,77E-02 | -5,28E-02 | 8,61E-02 | -1,71E-01 | -1,57E-02 | -5,30E-03 | -3,24E-02 | 1,91E-01 |
| LIQUIG | 5,95E-01*** | 1,12E+00*** | 1,38E+00*** | 2,21E+00*** | 3,23E-02 | 5,22E-02*** | 2,53E-01*** | 3,60E-01*** |
| LPA | 2,50E-03 | 3,40E-03 | 7,00E-04 | 4,57E-02 | 1,10E-03 | 2,60E-03 | 5,10E-03** | 7,10E-03 |
| CAMBIO | -1,90E-01 | 8,41E-02 | 1,06E+00 | 9,49E-02 | -5,00E-02 | 2,40E-02 | 9,04E-02 | -1,09E-01 |
| PIB | 2,09E-02*** | 5,72E-02*** | 1,56E-01*** | 9,06E-01*** | 4,03E-02 | 6,15E-02 | 3,87E-01** | 8,79E-01** |
| INCERT | -3,00E-04 | -1,50E-03 | -2,90E-03 | -7,20E-03 | -2,00E-04 | -2,00E-04 | 3,00E-04 | 1,70E-03 |
| CDI | -6,03E-02** | -1,23E-01*** | -1,50E-01** | -5,55E-01*** | -5,27E-01 | -1,43E-01 | 2,44E-01 | 1,15E+00 |
| DSEG | -3,33E-01 | -3,43E-01 | -4,44E-01 | -7,62E+00*** | -5,67E-02 | -1,15E-01 | -1,10E-01 | -4,57E-01*** |

Obs¹: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Obs²: As *dummies* de Tempo e para Payout < 0 foram omitidas por serem utilizadas apenas para controle de efeitos fixos

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Sobre a variável BETA, que mede o risco dos ativos em relação ao mercado, este se mostra significativo a 5% e com coeficiente negativo para os quantis .25, .5 e .75 do DY, mas não se mostra eficaz para explicar o PAYOUT. Os resultados encontrados estão de acordo com Bernardo e Ikeda (2013), os quais afirmam que o risco sistemático é menor em ações que possuem rendimento em dividendos elevados.

A respeito da concentração acionária, medida por CONC, os resultados observados indicam que, a um nível de significância de 5%, existe um impacto positivo nos quantis .25, .5 e .75 do DY, bem como um impacto negativo e significativo a 1% para os mesmos quantis do PAYOUT. Isto é, a concentração acionária aumenta a proporção percentual dos dividendos pagos sobre o preço da ação, mas ao mesmo tempo reduz o percentual de lucros distribuídos aos acionistas. Os achados para esse setor estão de acordo com Dalmácio e Corrar (2007), os pesquisadores verificaram que um aumento na concentração acionária provoca um aumento no valor dos dividendos distribuídos (DY), mas uma redução significativa no percentual dos lucros distribuídos (PAYOUT)

Já para a variável relacionada ao tamanho, os resultados nos mostram que foram significativos apenas para os quantis .5, .75 e .9 do PAYOUT. Ao contrário dos outros setores, podemos afirmar que o aumento das empresas desse setor não é uma característica relevante para os rendimentos em dividendos. Por outro lado, os resultados encontrados para o PAYOUT demonstram que as maiores empresas tendem a distribuir maiores percentuais do lucro através dos dividendos, conforme o esperado. Desta forma, é difícil identificar uma causa para tal fato, entretanto, é possível que isso ocorra devido ao estágio de maturidade do setor como um todo, em que as empresas possuem muito espaço de crescimento, dado que o setor é voltado para a saúde suplementar e não concorre diretamente com o Sistema Único de Saúde (SUS), com isso, utilizam de uma política de distribuição elevada dos lucros para atrair novos investimentos visados para o longo prazo.

Para as variáveis relacionadas ao endividamento, temos que ALAVANC e ENDIVL não foram significativos em nenhum quantil para ambas as variáveis dependentes, CAPEX é significativo a 5% e negativo para os quantis .25 e .5 das duas variáveis, e ENDIVB é significativo a 5% e positivo nos quantis .5, .75 e .9 de ambas as variáveis dependentes. Conforme exposto anteriormente, é possível que o estágio de maturação do setor como um todo ainda seja incipiente, dado que há muito espaço para crescimento. Desta forma, como podemos observar, o CAPEX impacta negativamente os rendimentos e o nível de distribuição de

proventos para os menores quantis, indicando que as empresas preferem investir em capital do que distribuir proventos.

Esse resultado ajuda a sustentar essa hipótese, uma vez que em níveis maiores, por não apresentar significância, o investimento em capital deixa de ser relevante para a política de distribuição de dividendos. Em relação ao endividamento bruto, que mensura a razão entre o total de dívidas e o total de ativos, observou-se um impacto positivo tanto nos rendimentos quanto no percentual de lucros a serem distribuídos, e, em situações de maiores quantis, esse endividamento se mostra mais efetivo positivamente.

No que diz respeito às variáveis de liquidez, temos que LIQUIC não foi significativa em nenhum quantil, enquanto LIQUIG foi significativa a 1% para todos os quantis do DY e nos quantis .5, .75 e .9 do PAYOUT. Esses resultados nos mostram, mais uma vez, questões relacionadas a hipótese de maturação do setor. Por LIQUIG podemos interpretar a capacidade de cumprir as obrigações diante dos credores. Nesse caso, percebemos um forte impacto positivo desse indicador na rentabilidade dos dividendos e também para o aumento do nível de distribuição dos lucros.

Assim, entende-se que em quantis superiores, os indicadores de liquidez atuam como um determinante para o aumento da política de dividendos. Associado a outros indicadores, como ENDIVB e LNAT, esses resultados se assemelham aos argumentos de Brockman e Unlu (2011), em que as empresas ajustam suas políticas de pagamento ao longo do tempo de acordo com os estágios de maturação, onde empresas mais maduras tendem a pagar mais dividendos, e empresas jovens e em expansão apresentam oportunidades para crescimento, deixando de pagar dividendos para investir nessas oportunidades.

No tocante as variáveis de rentabilidade, observamos que ROA não é significativo em nenhum quantil para as duas variáveis, LPA é significativo a 5% no quantil .75 do PAYOUT, ROIC é significativo a 1% nos quantis .25 e .5 do PAYOUT e ROE é significativo para todos os quantis de DY e no quantil .9 do PAYOUT. Assim, temos que o investimento em capital eleva o nível de distribuição dos lucros nos quantis menores, demonstrando que as empresas que investem em capital também se preocupam em distribuir parcelas maiores do lucro aos acionistas como forma de remuneração.

Já os resultados para o ROE demonstram que empresas com boa gestão do patrimônio líquido nesse setor distribuem maiores rendimentos em dividendos. Associado aos outros fatores anteriormente expostos, esse resultado era o esperado, pois dado o processo de crescimento e maturação dos investimentos, têm-se uma estabilização do crescimento da

empresa e, nesse caso, a eficiência sobre a gestão dos recursos e do patrimônio se tornam fundamentais para a continuidade da empresa e cumprimento de suas obrigações.

Com relação as variáveis macroeconômicas, os resultados observados indicam que CAMBIO e INCERT não possuem significância em nenhum quantil. Já o PIB foi significativo e positivo a 1% para todos os quantis de DY e significativo e positivo a 5% para os quantis .75 e .9 do PAYOUT. O CDI foi significativo e negativo para todos os quantis de DY e não foi significativo em nenhum quantil de PAYOUT. Esses resultados indicam que um aumento da renda da população, medidos através de um aumento no PIB, impacta positivamente no consumo de serviços de saúde suplementar, como pagamento de planos, consultas e procedimentos estéticos, entre outros, serviços estes prestados pelas empresas desse setor.

Assim, esse aumento de consumo aumenta também os resultados das empresas, o que as permite distribuir maiores dividendos e adotar maiores taxas de PAYOUT. Já em relação ao CDI, este impacta somente o DY, indicando que um aumento dos juros reduz apenas os rendimentos em dividendos, possivelmente pelo fato dessas empresas não conseguirem pagar rendimentos mais altos que façam frente a outras alternativas que possam surgir, dentro inclusive da própria renda fixa.

Por fim, em relação a DSEG, variável que relaciona o pertencimento aos níveis diferenciados de governança corporativa, o resultado das estimações nos mostra que é significativo e negativo para o quantil .9 das duas variáveis, o que demonstra que pertencer a algum nível diferenciado de governança impacta negativamente a distribuição de dividendos nos níveis mais elevados tanto de DY quanto de PAYOUT.

5.3.8. Regressão quantílica para o setor Tecnologia da Informação

O sétimo setor estudado para identificarmos os potenciais direcionadores da política de dividendos foi o de Tecnologia da Informação. Este é o menor setor do estudo, contando com apenas 9 empresas e 100 observações no total. Esse setor contou com a menor média do estudo para o DY, com aproximadamente 1,7% em rendimentos em dividendos, como demonstrado na tabela 05. Por outro lado, o PAYOUT foi, em média, de 30,9% do lucro distribuído. Com um desvio-padrão e assimetria superior aos outros setores, temos indícios de que esse setor possui uma distribuição de dividendos afastada da média, o que demonstra que há períodos em que ocorrem altos níveis de distribuição por algumas empresas e outros períodos com baixa distribuição.

Sobre as características de negócios do setor, observamos empresas voltadas ao ramo de tecnologia em geral, com empresas ligadas ao fornecimento de computadores, equipamento e desenvolvimento de programas e serviços digitais. Além disso, temos que as empresas desse setor da B3 são vistas como empresas de growth, isto é, empresas voltadas para o crescimento, com alto retorno no capital investido em volume de ativos, sobretudo os ativos intangíveis (propriedade intelectual).

A tabela 16 abaixo apresenta os resultados encontrados:

Tabela 16 - Resultados para o setor Tecnologia da Informação

| | DY | | | | PAYOUT | | | |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | 0.25 | .5 | .75 | .9 | 0.25 | .5 | .75 | .9 |
| CONST | -1,64E+00 | -4,21E+00 | 6,62E+00 | 3,94E+01*** | -1,29E-01 | 1,19E+00 | -6,13E-01 | 7,70E-01 |
| BETA | -1,22E-02 | -1,65E-02 | 1,18E-02 | -1,03E-01*** | -7,30E-03 | -1,42E-02** | -1,19E-02** | -5,91E-02*** |
| CONC | 4,80E-03 | 5,32E-02** | 7,24E-02*** | 3,01E-01*** | 7,00E-04 | 7,80E-03*** | 1,31E-02*** | 1,71E-02*** |
| ALAVANC | 2,06E-02 | 6,39E-02 | 1,34E-01** | 1,77E-01*** | 2,00E-04 | 6,60E-03 | 1,77E-02** | 5,15E-02*** |
| LNAT | 2,82E-01*** | 5,16E-01** | 6,48E-01** | 8,81E-01*** | 1,14E-01*** | 1,45E-01*** | 1,90E-01*** | 1,94E-01** |
| CAPEX | 8,00E-06 | 2,40E-05 | 4,00E-05** | 1,00E-04*** | 2,00E-06 | 2,00E-06 | 5,00E-06* | 1,00E-05* |
| ENDIVB | -2,79E-02** | -3,59E-02 | -5,48E-02* | -6,48E-02*** | -8,20E-03* | -3,50E-03 | -9,10E-03* | 5,10E-03 |
| ENDIVL | 5,00E-04 | 1,00E-03 | 6,30E-03 | -7,90E-03 | -9,00E-04 | -1,60E-03 | -7,00E-04 | -1,00E-04 |
| ROA | 1,54E-02 | 7,40E-02 | 1,66E-01*** | 2,54E-01*** | 5,00E-03 | 7,90E-03 | 1,90E-03 | 1,56E-02 |
| ROIC | -8,30E-03 | -3,75E-02 | -9,30E-02*** | -1,18E-01*** | -3,60E-03* | -4,10E-03** | -6,00E-04*** | -2,70E-03** |
| ROE | -1,70E-03* | -6,00E-03* | -1,15E-02*** | -2,68E-02*** | -4,00E-04* | -8,00E-04** | -1,40E-03*** | -1,40E-03** |
| LIQUIC | 3,78E-02 | 3,12E-02 | -2,31E-02 | 2,24E-01* | 1,16E-02 | 1,38E-02 | 4,57E-02* | -2,19E-02 |
| LIQUIG | -1,14E-01 | -2,12E-01 | -2,63E-01 | -8,06E-02 | -6,73E-02* | -5,80E-02 | -1,07E-01** | -8,29E-02 |
| LPA | 1,43E-02 | -3,20E-03 | 2,03E-02 | -3,80E-02 | 3,20E-03 | -6,00E-04 | -8,00E-04 | 4,70E-03 |
| CAMBIO | -3,48E-01 | -5,48E-01 | -8,18E-01 | -1,11E+00*** | -6,79E-02 | -1,67E-01 | -1,47E-01 | -1,26E-01*** |
| PIB | 2,24E-02 | 8,64E-02 | 1,82E-01 | 8,05E-01*** | 1,36E-01 | 4,47E-01 | 2,92E-01 | 2,92E-01*** |
| INCERT | -4,00E-04 | 2,50E-03 | 5,00E-03 | 1,15E-02*** | -3,00E-04 | -7,00E-04 | 1,00E-04 | -2,70E-03*** |
| CDI | -4,02E-02 | -7,08E-02 | -2,41E-01 | -5,02E-01*** | -1,42E-02 | -2,43E-02 | -1,05E-01 | -1,97E-01*** |
| DSEG | 9,51E-01** | 4,30E+00*** | 5,54E+00*** | 2,16E+01*** | 3,07E-01* | 7,34E-01*** | 1,17E+00*** | 4,60E-01* |

Obs¹: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Obs²: As *dummies* de Tempo e para Payout < 0 foram omitidas por serem utilizadas apenas para controle de efeitos fixos

Fonte: Elaborado pelo autor (2022)

Em relação aos coeficientes estimados para o risco, medidos pelo BETA, temos um resultado negativo e positivo a 1% no quantil .9 do DY e um coeficiente negativo e significativo para os quantis .5, .75 e .9 do PAYOUT. Nesse caso, a presença de um risco sistemático para esse setor é um fator determinante para os rendimentos mais elevados em dividendos e também para a redução do percentual dos lucros distribuídos, o que demonstra que essas empresas são mais sensíveis as volatilidades do mercado e levam em conta esse fator para a decisão do quanto pagar em dividendos aos seus acionistas.

As variáveis relacionadas ao endividamento indicam que ALAVANC e CAPEX foram positivos e significativos apenas nos quantis mais elevados (.75 e .9) do DY e do PAYOUT. Já ENDIVL não se mostrou significativo para nenhum quantil e ENDIVB foi significativo nos quantis .25, .75 e .9 do DY e nos quantis .25 e .75 do PAYOUT. Desta forma, as relações entre as oportunidades de crescimento e dividendos se mostram positivas nos contextos dos maiores quantis, sendo relevantes para as empresas.

Nesse caso, por se tratar de um setor com crescimento no longo prazo, um aumento em investimento em capital e de alavancagem nas empresas que mais distribuem dividendos pode ser entendida como uma possível estratégia de sinalização para captação de recursos em um possível *follow-on*, mecanismo em que as empresas emitem mais ações no mercado a fim de captar novos recursos de investidores, onde os recursos captados são utilizados para novos investimentos voltados para o crescimento e consolidação no mercado.

Por outro lado, podemos interpretar que esse impacto positivo é fruto do investimento de capital de terceiros, que permite a alocação de recursos em caixa para remunerar os acionistas em detrimento de novos investimentos ou na redução da dívida. Desta forma, ao observamos o comportamento de ENDIVB, é possível inferir que este impacta negativamente a distribuição de dividendos, tanto para DY quanto para PAYOUT. Isto é, esse fator é um determinante para a redução da política de dividendos, pois demonstra que quanto maior a dívida, menos recursos sobram para serem distribuídos aos acionistas no período corrente.

No que diz respeito a variável de tamanho, observa-se que esta foi significativa para todos os quantis das duas variáveis. Assim como demonstrado anteriormente para outros setores, temos que empresas maiores possuem maior capacidade de pagamento de dividendos devido à dificuldade de encontrar novos investimentos. Além disso, um tamanho maior permite a melhor exploração dos investimentos feitos, o que eleva a eficiência e, desta forma, os lucros no final do período. Assim como Guedes, Alves e Souza (2019), o presente estudo também

encontrou evidências de que tamanho é um determinante para o pagamento de dividendos das empresas do setor de Tecnologia da Informação, sendo que em níveis maiores observamos um maior efeito dessa variável na política de dividendos.

No tocante as variáveis de rentabilidade, as estimações indicam que o ROE foi negativo e significativo em todos os quantis para as duas variáveis, ROIC foi negativo e significativo a 1% para os quantis .75 e .9 do DY, ROA foi positivo e significativo a 1% para os quantis .75 e .9 do DY e LPA não foi significativo em nenhum quantil para ambas as variáveis. Uma possível explicação para tal achado está em duas características comuns ao setor de tecnologia: as baixas margens de retorno devido a necessidade de reinvestimento na própria empresa e a forte correlação do setor ao cenário externo (sobretudo com o mercado norte americano e chinês de tecnologia).

Por outro lado, em empresas mais bem estabelecidas ou em um período de forte crescimento e estabilização, com criação de novos produtos e aquisições de novas empresas (estratégia comum neste setor), temos que o ROA impacta positivamente na distribuição de dividendos, uma vez que é possível interpretarmos que o crescimento saudável da empresa é traduzido através desse indicador, e, desta maneira, é possível que a organização seja capaz de distribuir dividendos de forma mais elevada.

Sobre as variáveis de liquidez, temos que LIQUIC foi significativa a 10% e positiva nos quantis .9 do DY e .75 do PAYOUT. Já LIQUIG foi significativa a 5% e negativa no quantil .25 do PAYOUT e negativa e significativa a 5% no quantil .75 do PAYOUT. Esses resultados demonstram que não há um consenso sobre o impacto da liquidez no nível de distribuição nem na rentabilidade dos dividendos, visto que se observa o impacto positivo da liquidez corrente, demonstrando a saúde financeira da empresa no curto prazo e, de forma contrária, a liquidez geral, que demonstra a capacidade futura da empresa de arcar com seus compromissos, possuindo efeito negativo na política de dividendos. Devido a essa falta de consenso, não é possível afirmarmos que esses direcionadores são determinantes para a política de dividendos do setor de Tecnologia da Informação.

Em relação aos coeficientes estimados para as variáveis macroeconômicas, é possível percebermos que CAMBIO, PIB, INCERT e CDI são significativos a 1% apenas nos quantil .9 para as duas variáveis. Nesse caso, em ocasiões que ocorreram maiores distribuições de dividendos, seja em rendimentos seja através do percentual dos lucros efetivamente pagos, temos que o CAMBIO impacta negativamente a distribuição de dividendos possivelmente pelo aumento de custo de importação de peças, licenças e produtos pelas empresas, o CDI impacta

negativamente devido ao aumento do custo de capital no longo prazo, em que os investimentos se tornam mais caros e são condição necessária para o crescimento dessas empresas, o PIB impacta positivamente dado que um crescimento maior do país passa pelo crescimento do lucro das empresas, que por sua vez aumentam a distribuição de dividendos. Já em relação a INCERT, temos um efeito positivo em DY e negativo em PAYOUT. Esse efeito é interessante, uma vez que DY é um indicador relacionado aos investidores e PAYOUT aos gestores. Desta forma, em períodos de crise, os investidores buscam investimentos com retornos altos no longo prazo, enquanto que os gestores reduzem o volume de dividendos para retenção de capital.

No que diz respeito a concentração acionária, esta apresenta sinal positivo e significativo a 1% para os quantis .5, .75 e .9 para DY e PAYOUT. Nesse caso, para os níveis mais elevados de proventos, a concentração acionária é um fator positivo para o pagamento de dividendos e na definição do percentual dos lucros a serem distribuídos.

Por fim, para o pertencimento aos níveis diferenciados de governança corporativa, a variável se mostrou significativa e positiva para todos os quantis das variáveis dependentes, tendo significância estatística de 10% nos quantis .25 e .9 do PAYOUT, 5% no quantil .25 do DY e 1% para os demais quantis. Esse resultado nos mostra que em todos os níveis de distribuição de lucros e rendimento em dividendos o pertencimento aos níveis diferenciados de governança corporativa impacta positivamente, o que demonstra que as medidas impostas por esses níveis transmitem efeitos positivos para o mercado como um todo. Tais achados estão de acordo com Forti, Peixoto e Alves (2015) e Guedes, Alves e Souza (2019), em que a adoção de melhores práticas de GC e uma melhor eficiência na gestão reduzem o receio dos acionistas minoritários de serem expropriados pelos gestores.

5.3.9. Regressão quantílica para o setor Comunicações

Dando sequência a análise por setor, o oitavo selecionado é o de Comunicações, com 36 empresas inclusas e 320 observações ao longo do período de estudo. Esse setor possui médias, tanto para o DY quanto para o PAYOUT, superiores ao analisado para toda a amostra, em que temos, em média, 3,64% de rendimentos médios e distribuição de 33,5% do lucro líquido no período, conforme expresso na tabela 05. Ainda, tanto o desvio-padrão quanto o coeficiente de assimetria, em relação a outros setores, são inferiores, isto é, há indícios de que a maior parte das empresas que distribuíram seus proventos estão concentradas entre a mediana e a média. Ademais, para as distribuições mais elevadas, acima do terceiro quartil, temos

distribuições dos lucros acima de 50%, além de rendimentos acima de 4,35%, o que torna este setor consistentemente um bom pagador de dividendos.

Em relação as características do setor, este passou por uma ampla reforma desde o final dos anos 1990, período em que houve grandes privatizações e um grande investimento de capital estrangeiro. Durante as privatizações, diversas medidas foram tomadas para evitar uma concentração em poucas empresas interessadas, o que de fato ocorreu. Entretanto, devido as dificuldades de manutenção e crescimento, boa parte das empresas que obtiveram licenças para operar no Brasil, optaram pelo desinvestimento através da venda dos ativos para outras empresas, conforme destacou Monteiro e Oliveira (2009).

Desta forma, temos que o setor de Comunicações no Brasil é voltado para o segmento de telecomunicações (telefonia celular, telefonia móvel e internet) e de mídia em geral. Ainda, de acordo com dados da Teleco Consultoria (2021), as 4 maiores empresas de comunicação no Brasil concentram 97% de participação na distribuição de serviços de telefonia móvel, 90% na telefonia fixa e 60% da banda larga fixa. Assim, temos que o setor é altamente regulado, maduro e concentrado, o que favorece aos acionistas boas oportunidades de investimento voltado aos dividendos, uma vez que este setor é altamente capilarizado dentro da sociedade.

A tabela 17 abaixo apresenta o resultado das estimações para o setor:

Tabela 17 - Resultados para o setor Comunicações

| | DY | | | | PAYOUT | | | |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 0.25 | .5 | .75 | .9 | 0.25 | .5 | .75 | .9 |
| CONST | 1,60E+01*** | 4,21E+01*** | 5,23E+01*** | 1,05E+02*** | 1,47E+00* | 1,72E+00 | 3,70E+00** | 6,92E+00*** |
| BETA | 1,46E-03 | -2,69E-03 | 1,11E-02 | -1,24E-02 | 4,30E-04 | -1,10E-04 | 2,80E-04 | -2,30E-03** |
| CONC | 4,73E-03 | 8,55E-03 | 3,02E-02*** | 7,25E-02*** | 7,30E-04 | 9,70E-04 | 1,89E-03 | 2,67E-03 |
| ALAVANC | 1,35E-02* | 1,10E-02 | 1,83E-02 | 8,08E-03 | 2,10E-03* | 2,18E-03* | 3,80E-03* | 7,70E-03** |
| LNAT | 3,02E-01*** | 9,53E-01*** | 1,57E+00*** | 1,95E+00*** | 3,32E-02*** | 1,14E-01*** | 2,06E-01*** | 2,57E-01*** |
| CAPEX | -4,00E-05 | -4,00E-05 | -1,00E-05 | -1,40E-04 | 1,00E-04*** | 1,00E-05 | 1,00E-05 | 1,00E-05 |
| ENDIVB | -1,26E-02 | -5,09E-02*** | -8,53E-02*** | -1,29E-02*** | -6,50E-04 | -5,00E-03*** | -6,40E-03*** | -1,80E-03*** |
| ENDIVL | -9,40E-04 | -1,47E-03 | -2,78E-03 | 5,80E-03 | 0,00E+00 | -2,60E-04 | -2,50E-04 | 1,60E-04 |
| ROA | 8,91E-03 | -6,40E-04 | -4,14E-03 | 4,01E-02 | 4,20E-03*** | 2,40E-04 | 2,20E-04 | 2,90E-03 |
| ROIC | -6,00E-05 | 1,00E-05 | 1,40E-04 | 9,60E-04 | -3,00E-05 | 0,00E+00 | 0,00E+00 | 1,00E-05 |
| ROE | -1,80E-04 | 2,70E-04 | 9,40E-04 | 1,30E-03 | 6,00E-05 | 1,00E-04 | 1,10E-04 | 1,80E-04 |
| LIQUIC | 6,10E-02 | 3,12E-02 | -4,31E-02 | -1,23E-01 | 3,94E-02*** | 8,65E-03 | 4,98E-03 | 1,28E-02 |
| LIQUIG | 1,72E-01 | 3,32E-01 | 4,87E-01 | 7,41E-01*** | -6,27E-03 | 1,59E-02 | 7,12E-02 | 2,37E-01*** |
| LPA | 4,41E-02*** | 3,75E-02*** | 1,32E-02*** | 7,51E-02* | 1,34E-03 | 1,06E-03 | 1,63E-03 | -1,61E-03 |
| CAMBIO | 1,93E-01 | 2,28E-01 | 8,26E-01 | 1,16E+00 | -3,00E-02 | 1,06E-01 | 6,96E-02 | 4,27E-01*** |
| PIB | 2,18E-02*** | 5,78E-02*** | 7,66E-02*** | 1,46E-01*** | 2,19E-02** | 3,39E-02** | 6,81E-02*** | 1,10E-01*** |
| INCERT | 3,16E-03 | 7,30E-03 | 4,05E-03 | 1,70E-02 | -1,10E-03*** | -1,40E-03*** | -2,30E-03*** | -9,00E-04 |
| CDI | -6,44E-02 | -7,49E-02* | -6,99E-02 | -3,19E-01* | -3,25E-02 | -3,52E-02 | -4,81E-02 | -1,02E-01 |
| DSEG | 3,95E-01 | -7,92E-01** | -2,59E+00** | -3,56E+00** | 3,75E-02 | -5,85E-02 | -1,89E-01** | -1,49E-01** |

Obs¹: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Obs²: As *dummies* de Tempo e para Payout < 0 foram omitidas por serem utilizadas apenas para controle de efeitos fixos

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Com base nos resultados da tabela 17 podemos observar que em relação ao risco de mercado, medido pelo BETA, apenas o quantil .9 do PAYOUT é significativo e negativo a 5%. Nesse caso, a volatilidade atrelada ao negócio é impactante para reduzir o percentual do lucro distribuído apenas para as empresas que mais distribuem seus lucros. Essa situação ocorre, pois, de acordo com Neves, Cunha e Vilas (2020), o setor de comunicações é visto como defensivo entre os investidores, em que dificilmente a volatilidade afeta o desempenho do setor ao longo do tempo.

Já em relação a concentração acionária (CONC), esta é significativa e positiva nos quantis .75 e .9, ambas a 1%, demonstrando que para as empresas com maiores rendimentos em dividendos esse foi um fator determinante. Esse resultado vai contra o argumento de Mota (2007), onde o autor afirma que a concentração acionária reduz os dividendos pagos pelas empresas por causa da expropriação dos acionistas minoritários.

Sobre a variável relativa ao tamanho (LNAT), é possível observamos que esta foi significativa a 1%, positiva e crescente para todos os quantis das duas variáveis dependentes. Desta forma, entende-se que o tamanho do ativo é um fator determinante para o aumento dos rendimentos em dividendos e também para o incremento do percentual distribuído do lucro. Conforme exposto anteriormente para outros setores, há diversos indícios em diferentes trabalhos que indicam esta relação como, por exemplo, nos trabalhos de Forti, Peixoto e Alves (2015), Ströer (2015) e Mahdzan et al. (2016).

No tocante as variáveis relacionadas ao endividamento e oportunidades de crescimento, temos que ALAVANC é positivo e significativo a 10% para todos os quantis de PAYOUT, exceto no quantil .9, em que é significativo a 5%, e no quantil .25 de DY. Além disso, CAPEX é significativo a 1% apenas no quantil .25 de PAYOUT, ENDIVL não é significativo em nenhum quantil para nenhuma das duas variáveis e ENDIVB é significativo 1% e negativo para os quantis .5, .75 e .9 das duas variáveis.

Os resultados encontrados indicam que a alavancagem dessas empresas é um fator positivo, assim como Jensen (1989), em que argumenta que a relação entre alavancagem e dividendos são mecanismos de controle de agência complementares, isto é, maiores níveis de alavancagem estão associados a um maior pagamento de dividendos como forma de limitação do poder dos gestores sobre os lucros. Por outro lado, temos que ENDIVB é consistentemente negativo tanto para os rendimentos quanto o percentual de lucros distribuídos, sobretudo nos níveis superiores de distribuição, isto é, nos períodos em que as empresas desse setor mais distribuíram proventos, fornecendo evidências que empresas menos endividadas possuem

tendência a distribuir maiores dividendos. Assim como observado por Vancin e Procianoy (2014), esse resultado evidencia também que essa relação pode ser associada ao lucro, uma vez que maiores níveis de endividamento elevam as despesas financeiras das empresas e reduzem os lucros, o que, por consequência, reduz os possíveis dividendos a serem distribuídos aos acionistas.

Para as variáveis relacionadas a rentabilidade, temos que o ROA foi significativo a 1% apenas para o quantil .25 de PAYOUT, enquanto que ROE e ROIC não foram significativos em nenhum quantil para ambas as variáveis. Por fim, LPA foi significativa a 1% e positiva nos quantis .25, .5 e .75 de DY e significativa a 10% e positiva no quantil .9 do DY. Em relação ao LPA, temos indícios que as empresas com maiores lucros distribuem aos seus acionistas maiores rendimentos em dividendos. Esse resultado nos demonstra que os indicadores de rentabilidade não possuem tanta influência na distribuição de dividendos da empresa desse setor, possivelmente por questões relacionadas a dificuldade de crescimento das empresas, uma vez que o setor é amplamente capilarizado na sociedade.

Para os indicadores de liquidez, é possível observamos a partir da tabela 14 que LIQUIC foi significativo a 1% e positivo apenas no quantil .25 do PAYOUT e LIQUIG foi significativo a 1% e positivo apenas no quantil .9 de DY e PAYOUT. Nesse caso, o resultado indica que LIQUIG foi significativo para o incremento da política de dividendos apenas para as empresas mais rentáveis. Nesse caso, temos indícios de que o alto pagamento de dividendos está relacionado positivamente aos recursos disponíveis. Assim, mesmo empresas não tão rentáveis (visto que os indicadores de rentabilidade não foram relevantes), mas que possuem uma situação financeira confortável, podem distribuir dividendos elevados. Conforme destacam Forti, Peixoto e Alves (2015), há evidências da existência de um ótimo ponto de liquidez para o pagamento de dividendos, em que a partir de certo nível, pode haver um incremento ou declínio nesse pagamento.

Já em relação ao pertencimento a níveis diferenciados de governança, medida por DSEG, podemos observar que foi significativa a 5% com coeficiente negativo para os quantis .5, .75 e .9 do DY e no quantil .75 e .9 do PAYOUT. Nesse caso, há indícios de que o pertencimento aos níveis diferenciados reduz a distribuição de dividendos como um todo, em que nos níveis mais elevados de distribuição há uma queda na rentabilidade e no percentual de lucros distribuídos. Por ser um setor visto como defensivo e bom pagador de dividendos, historicamente, a entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa pode reduzir a política de dividendos das empresas por impedir a divisão entre acionistas preferenciais, que

buscam dividendos, e acionistas ordinais, que estão interessados no controle das decisões das empresas.

Nesse caso, a junção dos papéis da empresa em um só tipo pode gerar um conflito de agência, em que os acionistas preferenciais desejam sua remuneração em dividendos, enquanto os controladores podem desejar utilizar os lucros para novos investimentos. Esse resultado sinaliza a presença de um conflito de agência e a hipótese do Efeito Clientela, em que há investidores interessados em receber fluxos de caixa constantes e imediatos, em detrimento dos ganhos de capital através do reinvestimento, e, assim, preferem investir em firmas que distribuam regularmente parte substancial dos seus lucros.

Por fim, em relação às variáveis macroeconômicas, podemos observar que CAMBIO foi significativo a 1% e positivo no quantil .9 do PAYOUT, PIB foi significativo a 1% e positivo para todos os quantis das duas variáveis, INCERT foi significativo a 1% e negativo para os quantis .25, .5 e .75 do PAYOUT e CDI foi significativo a 10% e negativo nos quantis .5 e .9 do DY. Nesse sentido, podemos observar que um incremento no PIB aumenta os dividendos distribuídos, possivelmente pelo aumento da renda das famílias que permitem um maior consumo desses bens, nesse caso, serviços de telefonia e internet, por exemplo. Por outro lado, o aumento de incerteza no país prejudica o percentual de distribuição do lucro das empresas, possivelmente por um provisionamento dos gestores para reservas futuras, a fim de manter caixa disponível para futuros problemas econômicos que podem ser desencadeados em períodos de crise.

5.3.10. Regressão quantílica para o setor Utilidade Pública

Para dar sequência a análise dos determinantes da política de dividendos das empresas da B3, o setor escolhido foi o de Utilidade Pública. Com 63 empresas e 918 observações durante o período estudado, este setor foi o que obteve maior média, tanto para DY quanto para PAYOUT, sendo, portanto, o melhor pagador de dividendos dada a divisão da B3, conforme expresso na tabela 05. Além disso, este setor é caracterizado pelo menor desvio-padrão para DY, que nos permite afirmar que, em geral, possui altos rendimentos em dividendos, enquanto que para o PAYOUT temos um desvio-padrão alto, o que nos indica que a política de distribuição de dividendos dessas empresas é diferente.

Esse setor é marcado por empresas que estão relacionadas ao fornecimento de serviços essenciais para a população em geral, como água e esgoto, energia elétrica e distribuição de gás natural. Além disso, o setor é marcado por uma forte participação estatal, apesar de haver a

presença de concessões para o interesse privado. Ainda, há uma forte presença de agências reguladoras, visto que a falta de planejamento no setor pode ocasionar efeitos graves, como o apagão registrado no país em 2001. A tabela 18 abaixo apresenta os resultados das estimações:

Tabela 18 - Resultados para o setor Utilidade Pública

| | DY | | | | PAYOUT | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 0.25 | .5 | .75 | .9 | 0.25 | .5 | .75 | .9 |
| CONST | -4,25E+00*** | -6,50E+00 | 3,90E+01** | 8,63E+01*** | -2,15E-01 | -1,25E+00** | -1,86E-01 | 2,90E-01 |
| BETA | -2,40E-04 | 1,50E-03 | -1,99E-02* | -1,56E-02 | 2,00E-05 | 9,00E-05 | 4,90E-04 | 3,30E-04 |
| CONC | -1,27E-02*** | -4,07E-02*** | -5,04E-02*** | -7,24E-02*** | -1,30E-03*** | -3,20E-03*** | -4,30E-03*** | -3,40E-03*** |
| ALAVANC | -5,00E-05 | 1,50E-04 | 1,91E-03 | 4,34E-03 | 0,00E+00 | 1,00E-05 | 1,50E-04 | 2,90E-04 |
| LNAT | 3,83E-02** | 1,38E-01** | 2,16E-01** | 4,51E-02*** | 6,60E-03*** | 1,14E-02*** | 1,37E-02*** | 3,85E-02*** |
| CAPEX | -2,40E-04** | -3,00E-04** | -3,00E-05 | -1,00E-04 | -4,00E-04*** | -3,90E-04*** | -1,50E-04*** | -1,00E-04*** |
| ENDIVB | -4,50E-03*** | 3,40E-04*** | 4,30E-02** | 1,79E-02 | -1,00E-04 | 1,40E-04 | 3,70E-03 | 2,19E-03 |
| ENDIVL | -1,00E-04 | -7,00E-04 | -1,57E-03 | -9,50E-04 | 0,00E+00 | -7,00E-05 | -1,00E-04 | 1,40E-04 |
| ROA | 1,67E-03 | 7,32E-03 | 1,30E-01*** | 3,47E-02*** | 4,00E-05 | 3,70E-04 | 5,30E-03*** | 2,60E-03*** |
| ROIC | 2,05E-02*** | 1,23E-01*** | 3,62E-02*** | 2,66E-02 | 2,00E-03*** | 1,01E-02*** | 7,60E-03*** | 3,26E-03 |
| ROE | 3,00E-04 | -1,32E-03 | 1,70E-03 | 9,59E-03 | 5,00E-05 | -5,00E-05 | 3,60E-04 | 1,30E-03 |
| LIQUIC | 2,69E-03 | -3,55E-02 | -1,22E-01 | -4,08E-01 | 7,50E-04 | 2,04E-02*** | 1,22E-02 | 8,76E-02*** |
| LIQUIG | 1,27E-01*** | 4,39E-01*** | 5,84E-01*** | 2,36E+00*** | 2,63E-02*** | 3,15E-02*** | 3,90E-02*** | 1,04E-01*** |
| LPA | -7,20E-04 | -3,13E-03 | -4,95E-02*** | -6,99E-02*** | -4,00E-05 | -3,00E-04 | -3,30E-03*** | -4,60E-03*** |
| CAMBIO | -5,36E-02 | -3,21E-01 | -2,43E-01 | -1,26E+00 | -8,95E-03 | -3,97E-02 | -3,11E-02 | 9,37E-02 |
| PIB | 5,09E-02*** | 1,29E-01*** | 2,94E-01** | 7,37E-01*** | 2,16E-02** | 1,82E-01*** | 1,15E-01** | 1,39E-02** |
| INCERT | -3,30E-04 | -1,54E-03 | -6,31E-03 | 6,00E-05 | -5,00E-05 | -3,00E-04 | -1,00E-05 | 1,00E-04 |
| CDI | -2,17E-02 | -5,29E-02 | -2,22E-01 | -3,03E-01 | -1,34E-02 | -4,12E-02 | -8,98E-02 | -1,21E-01 |
| DSEG | 1,05E+00*** | 2,15E+00*** | 6,91E-01 | -2,40E+00* | 1,06E-01*** | 1,71E-01*** | 9,27E-02 | -7,45E-02 |

Obs¹: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Obs²: As *dummies* de Tempo e para Payout < 0 foram omitidas por serem utilizadas apenas para controle de efeitos fixos

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Para a variável que relaciona o risco sistemático medido pelo BETA, podemos observar que só foi significativa a 10% no quantil .75 do DY, com um coeficiente negativo. Nesse caso, não é possível identificarmos nenhum padrão que aponte que essa variável é um determinante para a política de dividendos do setor, o que demonstra que a alta regulação do mesmo impede que as oscilações do mercado interfiram na política de dividendos das empresas. Além disso, os achados deste estudo estão de acordo com Rebouças, Almendra e Vasconcelos (2018), que também não verificaram relação entre o risco sistemático e a política de dividendos em empresas do setor de Utilidade Pública.

No que diz respeito à concentração acionária (CONC), esta é significativa a 1% e com coeficiente negativo para todos os quantis das duas variáveis. Nesse caso, nos quantis .75 e .9 observamos um efeito mais forte, sendo assim, um aumento na concentração acionária implica numa redução dos dividendos pagos e do percentual do lucro líquido distribuído. Os resultados encontrados estão de acordo com os achados de Alves, Guedes e Souza (2018), em que os autores justificam que o comportamento para esta variável no setor de Utilidade Pública ocorre porque os acionistas controladores (nesse caso, boa parte possui participação estatal) estão mais preocupados na disposição de recursos para investimentos e para arcar com os compromissos que com a distribuição dos lucros.

Em relação as variáveis relacionadas ao endividamento, os resultados indicam que ALAVANC e ENDIVL não são significativos para nenhum quantil, CAPEX é significativo a 1% para os quantis .25 e .5 do DY e para todos os quantis de PAYOUT, e ENDIVB é significativo a 1% para o quantis .25 e .5 de DY, significativo a 5% para o quantil .75 de DY, não sendo significativo para PAYOUT. Considerando que o setor de Utilidade Pública demanda grandes investimentos e de forma constante, era esperado que o comportamento das variáveis relacionadas ao endividamento fosse negativo, visto que esta demanda compromete os fluxos de caixa das empresas. Entretanto, esse feito não é observado, visto que ENDIVB possui coeficiente positivo nos quantis .5 e .75 do DY, e o CAPEX, ainda que não possua coeficiente positivo, apresenta uma gradativa redução no valor dos coeficientes à medida que se aproxima dos níveis mais elevados de percentis.

Um possível entendimento para esse efeito positivo sobre ENDIVB está na capacidade das empresas deste setor de conseguirem empréstimos com baixas taxas de juros e longo prazo para o pagamento, sobretudo com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que no geral é subsidiado pelo Estado. Nesse sentido, dado que o setor possui certa previsibilidade em receitas, é compreensível que um aumento na dívida não necessariamente

seja prejudicial para a empresa, o que permite uma maior liberdade para o incremento na política de dividendos.

Por outro lado, em relação ao CAPEX, Silva (2019) argumenta que devido à alta demanda por investimentos das empresas do setor de utilidade pública, é provável que os investimentos em capital realizados impactem negativamente na distribuição de dividendos. Nesse caso, é esperado que isso ocorra principalmente em empresas de menor porte, uma vez que há maiores restrições de crédito para essas empresas em comparação com as maiores, que pelo fato de estarem bem estabelecidas e maduras em relação às menores, conseguem garantir contratos de concessão mais longos e ter maior previsibilidade nas receitas, permitindo uma maior flexibilidade em relação à política de dividendos.

No tocante ao tamanho, medido por LNAT, é possível percebermos que este foi significativo e positivo para todos os quantis das duas variáveis indicando, mais uma vez, que o tamanho é um fator determinante e impacta positivamente a distribuição de dividendos. Nesse caso, os resultados estimados apontam que o tamanho afeta de forma diferente as empresas desse setor, em empresas com menor distribuição de dividendos, um aumento de tamanho implica em um aumento do DY. Por outro lado, para empresas que distribuem menos dividendos, um aumento do tamanho implica em um aumento da distribuição dos lucros menor se comparado às empresas maiores.

No que se refere às variáveis de rentabilidade, aponta-se que o ROA foi positivo e significativo a 1% para os quantis .75 e .9 de ambas as variáveis, o ROE não apresentou significância em nenhum quantil, o ROIC apresentou significância a 1% e coeficientes positivos para os quantis .25, .5 e .75 das duas variáveis, e LPA foi significativo a 1% e negativo para o quantil .9 das duas variáveis. Os resultados indicam que as características de rentabilidade, em geral, são positivas para as empresas do setor que possuem menores distribuições de dividendos, com incrementos significativos nos quantis mais elevados. Por outro lado, temos que o LPA para as empresas que distribuem mais dividendos apresenta efeito negativo na política das empresas, isto é, nas empresas que mais distribuem dividendos, um aumento nos lucros no período incorre em decréscimo na política de dividendos, o que pode indicar a vontade dos acionistas controladores de utilizarem uma parte dos lucros para outros investimentos.

Sobre os indicadores de liquidez para esse setor, as estimações demonstram que LIQUIC não foi significativa nos quantis .5 e .9 do PAYOUT, enquanto LIQUIG foi significativa a 1% em todos os quantis. Nesse caso, conforme exposto por Silva (2019), as empresas do setor de utilidade pública tendem a utilizar capitais de terceiros como investimento, e os lucros nas

operações como meios de distribuir proventos aos acionistas. Nesse caso, o indicador de liquidez geral exemplifica bem essa questão, visto que os coeficientes positivos destacam que melhores relações de liquidez indicam uma boa saúde financeira da empresa e capacidade de cumprir com suas obrigações com terceiros, também implicando em políticas de dividendos mais robustas. Já em relação a LIQUIC, podemos inferir que uma maior saúde financeira corrente, voltada mais para o curto prazo, é uma importante medida para determinar o percentual de lucro distribuído nos níveis superiores, uma vez que permite uma maior flexibilidade da organização em relação aos provisionamentos para novos investimentos.

Em relação às variáveis macroeconômicas, podemos inferir que apenas o PIB foi significativo para explicar a política de dividendos das empresas de utilidade pública. Nesse caso, em todos os quantis os estimadores foram positivos, sendo que a significância variou de 5% a 1%. Silva (2019) argumenta que a variação no consumo de serviços de água e energia elétrica, em períodos de crescimento do PIB, é maior que o crescimento deste. Assim, temos que um crescimento da renda média do brasileiro significa um aumento não só no consumo de bens e serviços, mas também em energia elétrica e água. Desta forma, temos que esse crescimento leva a uma maior geração de receita nessas empresas, que por sua vez possuem maior capacidade de distribuição de proventos, conforme o esperado.

Por fim, para a variável que indica o pertencimento aos segmentos diferenciados de governanças corporativa (DSEG), podemos ver que esta apresenta significância a 1% e coeficiente positivo para os quantis .25 e .5 de DY e PAYOUT. Ainda, podemos observar que no quantil .9 do DY, o resultado da estimação possui coeficiente negativo e significativo a 1%. Esses resultados apontam que o pertencimento aos níveis diferenciados de governança corporativa tem impacto positivo para as empresas que menos distribuíram dividendos, enquanto em níveis mais elevados de rendimentos esse efeito é negativo.

Nesses níveis mais elevados, possivelmente, os efeitos negativos são resultados do Efeito Clientela, em que existem investidores interessados apenas em receber os dividendos através de ações PN, o que em níveis diferenciados de governança não é permitido. Para os níveis menores de distribuição, os resultados estão de acordo com os trabalhos de Rebouças, Almendra e Vasconcelos (2018), Alves, Guedes e Souza (2018) e Silva (2019), que encontraram indícios de que pertencer aos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3 é um fator que aumenta tanto DY quanto o PAYOUT.

5.3.11. Regressão quantílica para o setor Outros

O último setor analisado foi o de Outros. Esse setor foi composto por 10 companhias e 123 observações. Esse setor foi, em média, o segundo pior em termos de DY, ficando na frente apenas do setor de Tecnologia da Informação. Por outro lado, em termos de PAYOUT, esse é o setor com menor distribuição dos lucros, com aproximadamente 13,6% em média (conforme tabela 05), bem abaixo do mínimo exigido por lei. Ainda, temos uma característica interessante, em que o terceiro quartil é menor do que a média, o que nos indica que nas distribuições das variáveis dependentes existe um indicativo de outliers. Esse fato é corroborado pelos altos indicadores de assimetria e desvio-padrão para as duas variáveis, demonstrando que esse setor possui muitas empresas que não distribuem dividendos e poucas que distribuem elevados valores.

Isso se deve as características do setor, que é marcado por empresas que não se enquadram em nenhuma outra divisão da B3, e, em grande maioria, são holdings, isto é, empresas que possuem participação majoritária em outras organizações e não se encaixam dentro do setor financeiro, sendo responsáveis apenas para o controle de outras empresas e praticamente não possuem liquidez em bolsa. Desta forma, existem poucas empresas que são capazes de distribuir dividendos dentro desse setor. Por fim, vale destacar que esse setor é o único que apresenta mediana 0 para ambas as variáveis, o que indica que pelo menos 50% das observações são de empresas que não distribuíram proventos, e, portanto, os determinantes para a política de dividendos desse setor são válidos apenas para os quantis .75 e .9.

A tabela 19 abaixo apresenta os resultados das estimações:

Tabela 19 - Resultados para o setor Outros

| | DY | | | | PAYOUT | | | |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | 0.25 | .5 | .75 | .9 | 0.25 | .5 | .75 | .9 |
| CONST | -7,32E-01** | 2,67E+00 | 5,26E+00 | -1,75E+02*** | -5,46E-02** | -4,45E-02 | 2,33E+00** | 7,46E+00*** |
| BETA | -2,00E-05 | -1,79E-03 | 7,70E-03*** | 1,37E-02*** | 0,00E+00 | -2,00E-04 | 8,00E-04*** | 2,40E-03*** |
| CONC | 6,00E-04*** | 1,60E-02*** | 1,75E-02*** | 1,81E-01*** | 2,00E-05 | 1,60E-03*** | 6,80E-04 | -1,47E-02*** |
| ALAVANC | 7,00E-04*** | 4,70E-02*** | 3,56E-02*** | 3,77E-02*** | 1,00E-04*** | 1,30E-03*** | 3,50E-04 | 1,00E-04 |
| LNAT | 1,02E-02*** | 2,62E-01*** | 2,35E-01*** | 1,77E+00*** | 8,00E-04*** | 2,94E-02*** | 4,44E-02*** | 8,91E-03 |
| CAPEX | 1,00E-05 | -3,20E-04 | -1,30E-03** | -8,90E-03** | 0,00E+00 | -2,00E-05 | -1,60E-04 | 8,00E-04 |
| ENDIVB | 4,60E-04 | -6,13E-03 | 2,10E-01*** | 5,23E-01*** | 1,00E-05 | -1,40E-03** | 5,80E-03*** | 5,70E-03** |
| ENDIVL | 1,00E-04* | 3,00E-03*** | 6,20E-03*** | 3,21E-02*** | 1,00E-05* | 2,00E-04*** | 7,00E-04*** | 1,50E-03*** |
| ROA | 1,00E-05 | 3,70E-04 | 8,00E-04** | 5,20E-03** | 0,00E+00 | 1,00E-05 | 1,00E-05 | 4,00E-05 |
| ROIC | -2,00E-05 | -3,60E-04 | -3,50E-03*** | -6,20E-03** | 0,00E+00 | -2,00E-05 | -2,00E-04*** | -5,00E-05 |
| ROE | 2,00E-05 | 3,90E-04 | 5,30E-03*** | 9,40E-03*** | 0,00E+00 | 1,00E-05 | 3,00E-04*** | 6,00E-05* |
| LIQUIC | 2,00E-05 | -4,50E-04 | -8,70E-03*** | -2,61E-02*** | 0,00E+00 | -3,00E-05 | -5,00E-04*** | -7,00E-04*** |
| LIQUIG | 4,00E-05 | -1,80E-03** | -4,00E-03*** | -2,20E-02*** | 1,00E-05 | -1,00E-04* | -1,90E-04** | -6,00E-04* |
| LPA | -6,00E-05 | -1,60E-03** | -7,20E-04 | -6,72E-03 | 0,00E+00 | -1,00E-04* | -1,00E-04 | 1,70E-04 |
| CAMBIO | -1,56E-02 | -1,26E-01 | -9,13E-02 | -4,84E+00*** | -1,90E-03* | -1,34E-02 | -2,91E-02 | -3,22E-01*** |
| PIB | 6,36E-02** | -6,05E-01 | -8,31E-01 | 1,62E+00*** | 5,00E-03 | -3,05E-02 | -2,73E-01*** | -6,20E-01*** |
| INCERT | -4,00E-05 | 8,00E-05 | -1,01E-03 | 5,83E-03 | 0,00E+00 | 0,00E+00 | -5,00E-05 | 0,00E+00 |
| CDI | -4,14E-02 | -1,27E-01 | -8,52E-01** | -4,84E+00*** | 1,40E-03 | -9,49E-02 | -4,46E-01** | -1,72E+00** |
| DSEG | -1,33E-02 | 4,57E-01 | 3,61E-01 | 4,85E+00 | -2,40E-03 | 5,03E-02 | 4,48E-02 | 1,25E-01 |

Obs¹: dados significativos a: * 10%; ** 5%; *** 1%.

Obs²: As *dummies* de Tempo e para Payout < 0 foram omitidas por serem utilizadas apenas para controle de efeitos fixos

Fonte: Elaborado pelo autor (2022).

Para a variável que relaciona o risco sistemático medido pelo BETA, podemos observar que esta é positiva e significativa a 1% nos quantis .75 e .9, tanto do DY quanto do PAYOUT. Nesse caso, para as empresas que mais distribuíram proventos no período, a volatilidade dos ativos em relação ao mercado possui um retorno positivo, isto é, um incremento na política de dividendos das empresas. Nesse sentido, podemos destacar que os achados se aproximam do estudo de Brennan (1970), onde foram encontradas evidências de que em um nível maior de risco os investidores podem exigir um maior retorno para seus investimentos, nesse caso, através da remuneração em dividendos.

No que diz respeito à concentração acionária (CONC), temos que esta é positiva e significativa a 1% para todos os quantis de DY e nos quantis .5 e .9 do PAYOUT. Dado que os resultados só são relevantes para os quantis .75 e .9, temos indícios de que a concentração acionária das empresas desse setor tem potencial de aumentar a política de dividendos das companhias, tanto em rendimentos quanto no percentual dos lucros divididos. Considerando que boa parte das empresas desse setor possuem questões relacionadas a alta concentração acionária, por se tratarem de empresas controladoras, esse resultado atua como sinalização de que as empresas que distribuem dividendos nesse setor não possuem problemas de agência, conforme destacam Zhoy, Gao e Zhao (2017), em que a distribuição de proventos ajuda a contornar o problema de expropriação do acionista minoritário.

Em relação as variáveis relacionadas ao endividamento, os resultados indicam que ALAVANC é significativa a 1% e positiva para todos os quantis de DY e nos quantis .25 e .5 do PAYOUT. Já o CAPEX é significativo a 5% e negativo para os quantis .75 e .9 do DY, não sendo relevante para nenhum quantil de PAYOUT. ENDIVB é significativo e positivo para os quantis .75 e .9 tanto para DY quanto para PAYOUT e negativo para o quantil .5 de PAYOUT. Por fim, ENDIVL é significativo a 10% e positivo para o quantil .25 das duas variáveis e positivo e significativo a 1% para os demais quantis das duas variáveis. Dentre as relações encontradas para este setor, temos que apenas o CAPEX implica numa redução da política de dividendos, enquanto os efeitos das outras variáveis de endividamento apresentam um efeito positivo, isto é, em que um aumento de ALAVANC, ENDIVB e ENDIVL afeta positivamente a distribuição de dividendos pelas empresas desse setor.

No tocante ao tamanho, medido por LNAT, é possível percebermos que este é positivo e significativo a 1% para todos os quantis de ambas as variáveis, exceto no quantil .9 do PAYOUT. Desta forma, há indícios de que o crescimento dos ativos das empresas desse setor impacta significativamente no aumento dos rendimentos em dividendos. Por outro lado, esse

aumento implica em uma maior parcela de distribuição dos lucros até certo ponto, visto que, em empresas situadas no maior quantil de PAYOUT não foi observada significância dessa variável.

Sobre a rentabilidade, as estimações demonstram que ROA é significativo e positivo para os quantis .75 e .9 do DY, ROIC é significativo e negativo para os quantis .75 e .9 de DY e no quantil .75 do PAYOUT, ROE é positivo e significativo nos quantis .75 e .9 das duas variáveis e LPA é significativo e negativo no quantil .5 das duas variáveis. Assim, temos que os indicadores de rentabilidade das empresas desse setor apresentam características distintas. Em relação ao ativo, por exemplo, temos um impacto positivo no rendimento em dividendos, assim como observado sobre o retorno do patrimônio líquido, que também aumenta a distribuição do percentual dos lucros. Por outro lado, retornos sobre o capital investido e os lucros por ação são direcionadores que reduzem a política de dividendos. Essas relações ocorrem, possivelmente, pela estrutura de capital das empresas pertencentes a esse setor. Considerando que muitas empresas possuem poucos ativos e estão voltadas apenas para o controle, as empresas que distribuem dividendos nesse setor possuem outros objetivos e negócios, e, desta forma, é difícil captarmos um padrão em relação ao funcionamento das empresas. Em outras palavras, por não se encaixarem em nenhum outro setor, cada empresa aqui possui uma estrutura diferente, em que não há um padrão, por exemplo, em relação a estrutura de capital, o que dificulta o entendimento da relação desses direcionadores de rentabilidade.

No que se refere as variáveis de liquidez, depreendemos que LIQUIC é significativa a 1% e negativa para os quantis .75 e .9 de ambas as variáveis, e LIQUIG apresenta significância e coeficientes negativos para os quantis .5, .75 e .9 de ambas as variáveis. Os resultados demonstram que a liquidez das empresas é um fator determinante para a redução dos dividendos, uma vez que é possível observarmos consistentemente relações negativas nos quantis elevados que, no caso, determinam as empresas que distribuíram proventos dentro desse setor. Nesse sentido, os resultados encontrados vão contra o esperado, pois, conforme argumentam Viana Júnior e Ponte (2016), entende-se que um aumento nos indicadores de liquidez impacta positivamente a distribuição de dividendos, pois esse resultado indica uma boa saúde financeira da empresa, isto é, uma maior capacidade de cumprir com suas obrigações com terceiros e ainda sim distribuir proventos.

Relativo as variáveis macroeconômicas, podemos observar que CAMBIO possui coeficiente negativo e significância a 1% para o quantil .9 para DY e PAYOUT. Ainda,

observamos que INCERT não possui significância em nenhum quantil para ambas variáveis, CDI apresenta coeficiente negativo e significativo nos quantis .75 e .9, tanto para DY quanto para PAYOUT e PIB apresenta coeficiente e significância positiva para o quantil .9 de DY e coeficiente negativo e significância nos quantis .75 e .9 de PAYOUT. Desta forma, podemos inferir que CAMBIO e CDI possuem um impacto negativo na distribuição de proventos de forma consistente, visto que os coeficientes estimados apresentam sinais iguais para as duas variáveis. Por outro lado, para o PIB, temos que este impacta positivamente os rendimentos, mas reduz o percentual de lucro distribuído. Novamente, por se tratar de empresas que não possuem padrão em seus negócios, é difícil identificarmos um padrão nas relações macroeconômicas com o desempenho dos ativos desse setor, e, portanto, uma análise sobre os efeitos é pouco eficaz nesse sentido.

Por fim, para a variável que indica o pertencimento aos segmentos diferenciados de governanças corporativa (DSEG), a mesma não apresentou significância em nenhum quantil para ambas as variáveis dependentes. Esse resultado, possivelmente, é causado por não haver necessidade de pertencimento aos níveis diferenciados de governança para a maioria das empresas desse setor, pois boa parte delas são voltadas para o controle de outras empresas, onde não é necessário transmitir informações para terceiros, o que poderia comprometer a estratégia dos gestores dessas holdings. Nesse sentido, para essas empresas, é provável que seja mais eficaz adotar mecanismos internos de governança, sem necessariamente ter de divulgar maiores informações de forma pública.

5.4. Considerações Gerais

Considerando que a partir da metodologia proposta para o presente estudo resultou em um volume extenso de resultados, esta subseção tem como objetivo apresentar um resumo dos resultados das estimações. Desta forma, para fins de melhor organização dos resultados e visualização dos modelos de regressão quantílica, as tabelas a seguir estarão organizadas assim: i) sinal da regressão de toda a amostra e divisão por setor para Dividend Yield; ii) sinal da regressão de toda a amostra e divisão por setor para o Dividend Payout. Vale destacar que foram omitidas todas as *dummies* utilizadas para controle de efeitos fixos (tempo, setor e dneg).

Sendo assim, a figura 01 abaixo apresenta os sinais das estimações para o Dividend Yield:

Figura 01 – Sinais das estimações para Dividend Yield

| | Todos | | | | Petróleo | | | | Mat. Básicos | | | | Bens Indust. | | | | Cons. Não. Cic. | | | | Cons. Cic. | | | | Saúde | | | | Tecn. Inform. | | | | Comunicações | | | | Uti. Pública | | | | Outros | | | | | | | |
|---------|-------|-----|-----|----|----------|-----|-----|----|--------------|-----|-----|----|--------------|-----|-----|----|-----------------|-----|-----|----|------------|-----|-----|----|-------|-----|-----|----|---------------|-----|-----|----|--------------|-----|-----|----|--------------|-----|-----|----|--------|-----|-----|----|---|---|---|---|
| | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | | | | |
| CONST | + | + | + | + | + | + | + | + | | | | | + | + | + | + | + | + | + | + | | | | | + | + | + | + | | | | | + | + | + | + | + | + | + | + | - | | | | - | | | |
| BETA | | | - | - | | | + | | | | | | - | | + | | | | - | | | | | | - | - | - | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CONC | - | - | | | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | | | | | - | | + | + | + | + | + | | | | | | | | | | | | | | - | - | - | - | + | + | + | + |
| ALAVANC | | | | | | | + | + | | | | | | | + | + | - | - | - | - | | | | | | | | | | | | | | | | | + | + | + | + | | | | | | | | |
| LNAT | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | | | | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | | | |
| CAPEX | | | | | | | - | | | | | | | | - | | - | | | | | | | | - | - | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ENDIVL | + | | - | - | | | | | | | + | + | | | | | | | | | | | | | | | + | + | - | - | - | - | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ENDIVB | | | | | - | - | - | - | | | | | - | - | - | - | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | + | + | + | + | | | | |
| ROA | + | - | - | - | | | | | | | + | | | | | | + | + | + | | | | | | | | + | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ROIC | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | + | + | + | + | | | | | | | | | | | | | + | + | + | | | | | | | | | |
| ROE | | + | + | + | | | | | | | + | | | | | | | | | | | | | | + | + | + | + | - | - | - | - | | | | | | | | | | | | | | | | |
| LIQUIC | - | | - | - | | | + | | | | | | | | + | | + | + | + | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| LIQUIG | - | | + | + | - | - | | | + | + | + | + | | | - | | + | + | + | + | | | | | + | + | + | + | | | | | + | + | + | + | | | | | | | | | | | | |
| LPA | + | + | + | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CAMBIO | - | - | - | | | | + | | - | - | | | | | + | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| PIB | + | + | + | + | + | + | + | + | - | - | - | - | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | | | |
| INCERT | | | | | | | - | - | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CDI | - | - | - | - | - | - | - | - | | | | | - | - | - | - | | | | | | | | | - | - | - | - | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| DSEG | + | + | + | | | | | | + | | - | | | | | | | | | | | | | | | | | | + | + | + | + | | | | | | | | | | | | | | | | |

Obs (1): Os sinais “+” e “-” representam os sinais das estimações dos direcionadores

Obs (2): Os quantis preenchidos com os sinais representam significância de até 10%.

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

Com base na figura 01, podemos observar que o comportamento das variáveis selecionadas para o estudo são diversas em alguns aspectos. Conforme o esperado, ao longo do estudo pudemos identificar características únicas referentes a cada setor, isto é, dada a estrutura de capital, endividamento e de negócios, ficou claro que cada setor possui suas particularidades perante o mercado acionário brasileiro.

Ainda, vale destacar que o Dividend Yield é um indicador utilizado pelo mercado financeiro, isto é, pelos investidores (tanto institucionais como físicos), e os indicadores utilizados no estudo podem ser calculados de forma individual por qualquer interessado. Nesse sentido, os resultados das estimações e os coeficientes podem ser utilizados como mecanismo de decisão para estratégias de investimento.

Assim, podemos identificar que o risco sistemático, medido por BETA, não foi um bom preditor para a determinação do Dividend Yield para boa parte dos setores na maioria dos quantis. Entretanto, podemos observar que no setor de Saúde este foi significativo nos quantis .25, .5 e .75, o que demonstra que consistentemente o risco sistemático é um redutor dos rendimentos em dividendos. Além disso, podemos observar que no setor de Bens Industriais e Petróleo o risco é um fator positivo, o que vai contra ao esperado pela literatura, pois, historicamente, o risco associado ao negócio e a economia está atrelado ao pagamento de dividendos por parte das empresas. Nesse sentido, uma vez que os resultados positivos estão atrelados aos níveis superiores de distribuição, há indícios que se aproximam ao trabalho de Brennan (2021), onde foram encontradas evidências de que em um nível maior de risco os investidores podem exigir um maior retorno para seus investimentos, nesse caso, através da remuneração em dividendos.

Para a concentração acionária (CONC), podemos perceber que esta possui uma relação positiva ou negativa, a depender do setor. Para os setores com efeitos negativos, isto é, em que a concentração acionária reduz a política de dividendos, observamos que estes são setores intensivos em capital, que possuem empresas com participação estatal e fortemente regulados, além de serem setores voltados para a produção de bens de capital na economia. Podemos identificar que, nestes setores, há uma influência negativa em praticamente todos os quantis, o que demonstra que a concentração acionária é consistentemente um redutor da política de dividendos destes setores. Estes resultados se assemelham aos achados de Holanda e Coelho (2012), Farrukh et al. (2017), em que encontraram evidências de que a concentração acionária reduz a política de dividendos das empresas, seja através da expropriação do acionista minoritário ou pela forte presença estatal como controlador/regulador.

Por outro lado, podemos observar um efeito positivo em setores ligados ao consumo de bens e serviços em geral pela população, como o setor de Consumo Cíclico, Saúde, Tecnologia da Informação e Comunicações. Assim, podemos observar que este efeito é positivo sobretudo nos quantis superiores, o que demonstra que a concentração acionária aumenta a distribuição de dividendos das empresas deste setor. Conforme argumentam Zhou et al. (2016), um aumento da política de dividendos pelas empresas ajuda a reduzir o problema de agência causado pelo confronto entre os acionistas, isto é, distribuir mais dividendos sinaliza aos acionistas minoritários o interesse dos controladores de os remunerarem pelo investimento.

Para a variável relacionada ao tamanho, medida por LNAT, podemos observar que esta é positiva e significativa em todos os quantis para todos os setores, exceto no setor de Saúde. Em geral, conforme identificado na literatura, empresas maiores possuem uma tendência maior a pagar mais dividendos que empresas em processo de crescimento, pois os objetivos das empresas menores estão voltados à expansão e consolidação, enquanto empresas maiores tendem a serem mais estáveis e bem consolidadas no mercado. Diante disto, é esperado que quanto maior a empresa, maior é o volume de dividendos pagos. Os resultados encontrados estão de acordo com os achados de Forti, Peixoto e Alves (2015), Farrukh et al. (2017) e Farooq e Ahmed (2019)

Sobre as variáveis relativas às oportunidades de crescimento e endividamento (ENDB, ENDL, ALAVC e CAPEX), percebemos relações distintas a depender do setor. Por um lado, podemos entender que as oportunidades de crescimento vistas pelas empresas geram um aumento dos gastos, seja através de dívidas ou do uso do caixa da empresa, o que reduz o acúmulo de capital. Desta forma, em ambos os casos, as empresas são mais propensas a acumular capital, como garantia aos acionistas do pagamento das dívidas, empréstimos e investimentos, reduzindo o nível do pagamento de dividendos. Por outro lado, conforme Jensen (1989) afirmou, a relação entre alavancagem e dividendos são mecanismos de controle de agência complementares, isto é, maiores níveis de alavancagem estão associados a um maior pagamento de dividendos como forma de limitação do poder dos gestores sobre os lucros. Além disso, há um padrão interessante, em que ENDB e ENDL não são significativos simultaneamente para cada setor. Esse padrão é interessante pois demonstra que a estrutura de endividamento e de capital das empresas de cada setor funcionam de maneiras diferentes.

Nesse sentido, podemos observar que no setor de Petróleo e Bens Industriais o ENDL foi negativo e significativo em todos os quantis, além de ALAVC apresentar coeficientes positivos para alguns quantis (.5 e .9; .5, .75 e .9 respectivamente). Nesse caso, os dois setores

possuem uma característica em comum: são setores que necessitam de um alto investimento em capital e que demandam tempo para ter retorno. Assim, por esta variável expressar a parcela da dívida que não é coberta pelo caixa das empresas, este fator é determinante para a redução da política de dividendos como forma de controle sobre o capital disponível das empresas. Ainda, possivelmente por propiciarem a expropriação do credor, seja por ser um recurso mais barato ou mesmo gerar benefícios tributários, a alavancagem possui efeito positivo. Estes estão de acordo com o trabalho de Anton (2016), em que o autor encontrou evidências de que alavancagem está relacionada positivamente com o nível de distribuição dos lucros.

Já para ENDB, podemos observar que para os setores de Materiais Básicos e Saúde há efeitos positivos na política de dividendos. Nesse caso, os achados para estes setores são semelhantes ao trabalho de Mahdzan et al. (2016), que encontrou relações parecidas em empresas da Malásia. Além disso, temos um efeito negativo em praticamente todos os quantis do setor de Tecnologia da Informação e Comunicações, o que demonstra que esta variável é consistentemente um redutor da política de dividendos das empresas destes setores. Por fim, para as variáveis ALAVC e CAPEX podemos observar um padrão distinto a depender do setor, o que caracteriza diferenças nas relações entre estruturas de capital investimento/retorno.

No tocante as variáveis de rentabilidade, podemos identificar que para os setores de Materiais Básicos, Consumo Não Cíclico, Consumo Cíclico, Saúde e Utilidade Pública estas variáveis possuíram, em alguma medida, influência positiva na elevação da distribuição de dividendos das empresas. Por outro lado, podemos identificar que no setor de Tecnologia da Informação ROA é positivo nos quantis .75 e .9, enquanto ROE e ROIC apresentam influência negativa na distribuição de dividendos.

Nesse caso é esperado sempre um efeito positivo, uma vez que, conforme argumentam Labhane & Mahakud (2016), empresas com alta rentabilidade estariam dispostas a pagar mais dividendos, uma vez que indicam uma boa eficiência e gestão dos recursos das empresas. Assim, uma possível explicação para achados negativos no setor de Tecnologia da Informação está em duas características comuns ao setor: as baixas margens de retorno devido a necessidade de reinvestimento na própria empresa e a forte correlação do setor ao cenário externo (sobretudo com o mercado norte americano e chinês de tecnologia). Ademais, percebemos que, em geral, quando significativos, as variáveis de rentabilidade demonstram efeitos positivos em boa parte dos quantis para cada setor.

Já em relação as variáveis de liquidez, com exceção do setor de Petróleo que apresentou relações significativas nos quantis .75 e .9 para LIQG, os setores de Materiais Básicos,

Consumo Não Cíclico, Consumo Cíclico, Saúde e Utilidade Pública apresentaram relações significativas e positivas em todos os quantis. Nesse caso, o indicador de liquidez geral representa a relação entre os ativos circulantes e os realizáveis a longo prazo em relação ao seu passivo, o que demonstra a saúde financeira das empresas. Sendo assim, um aumento da liquidez representa melhores condições, o que permite um aumento na política de dividendos das companhias destes setores. Ademais, o setor de Comunicações e Consumo Cíclico foram os únicos a apresentarem relações consistentes com LIQC, que considera apenas as relações entre ativos e passivos, sem levar em conta os lucros a realizar ou a estrutura de endividamento. Assim, pode ser considerado um preditor não tão eficiente para mensurar a rentabilidade política de dividendos das empresas.

Para as variáveis macroeconômicas podemos identificar que CAMBIO possui relações, quando significativas, sobretudo nos quantis superiores das empresas. Ainda, podemos identificar que PIB e CDI são bons indicadores para a política de dividendos das empresas, sendo significativos em praticamente em todos os quantis. Por fim, INCERT apresentou significância apenas nos quantis elevados dos setores de Petróleo, Bens Industriais e Consumo Cíclico.

Nesse sentido, podemos identificar que, em geral, um crescimento no PIB determina um aumento na política de dividendos das empresas brasileiras, uma vez que um deste permite inferirmos que houve um maior consumo, maior produção de bens e serviços, maiores exportações, etc, o que beneficia diretamente as empresas. Entretanto, conforme observado, apenas o setor de Materiais Básicos apresenta relação contrária, com efeito negativo em todos os quantis. De acordo com Cunha (2020), que estudou como o crescimento econômico medido através do PIB se relaciona com a decisão de retenção ou distribuição dos lucros das empresas de capital abertas no Brasil durante os ciclos econômicos, o setor de Materiais Básicos possui uma relação negativa com os ciclos econômicos, em que as empresas desse setor em ciclos de alta preferem reter lucros para provisões futuras, o que corrobora os achados deste estudo.

Por outro lado, um aumento do CDI representa uma retração do nível de atividade econômica, pois representa um freio ao consumo, o aumento dos custos de capital das empresas, reflete nas exportações e importações, reduz a circulação de moeda, além da fuga de capital dos investimentos por pessoas em renda variável para os investimentos em renda fixa. Assim, em períodos de aumento da taxa de juros, uma redução na política de dividendos das empresas é esperada, conforme os achados apresentados na figura 02.

Por fim, para a variável que indica o pertencimento aos segmentos diferenciados de governança corporativa (DSEG), podemos identificar que esta apresenta relações significativas e negativas em boa parte dos quantis dos setores de Consumo Não Cíclico e Comunicações, enquanto apresenta relações significativas em todos os quantis do setor de Tecnologia da Informação. Para o setor de Materiais Básicos e Utilidade Pública esta variável apresenta relação positiva nos quantis inferiores e negativa nos quantis superiores. De acordo com Galvão, Santos e Araújo (2019), existem diversos estudos que buscam mensurar os efeitos das práticas de governança corporativa e seus impactos nas diversas características das firmas, isto é, como a adoção de mecanismos de governança impactam nas decisões de investimento e financiamento, estrutura e valor de mercado. Nesse sentido, não há consenso dentro da literatura sobre os efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos, em que há argumentos a favor, como em Souza et al. (2016) e autores que encontraram relações negativas, como Forti, Peixoto e Alves (2015).

Prosseguindo com uma análise geral sobre os resultados, a Figura 02 abaixo apresenta os sinais das estimações para toda a amostra e por setor para a variável Dividend Payout:

Figura 02 – Sinais das estimações para Dividend Payout

| | Todos | | | | Petróleo | | | | Mat. Básicos | | | | Bens Indust. | | | | Cons. Não. Cic. | | | | Cons. Cic. | | | | Saúde | | | | Tecn. Inform. | | | | Comunicações | | | | Uti. Pública | | | | Outros | | | | | |
|---------|-------|-----|-----|----|----------|-----|-----|----|--------------|-----|-----|----|--------------|-----|-----|----|-----------------|-----|-----|----|------------|-----|-----|----|-------|-----|-----|----|---------------|-----|-----|----|--------------|-----|-----|----|--------------|-----|-----|----|--------|---|---|---|---|---|
| | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | 0.25 | 0.5 | .75 | .9 | | | | | | |
| CONST | | + | + | | + | + | + | | | | + | + | | | + | | + | + | + | | - | | | | | | - | - | + | | + | + | | | - | | - | | | | - | | + | + | | |
| BETA | | | | | | | + | + | | | | + | | | + | | | | | | | | | | | | - | - | | | - | | | | | | | | | | | | + | + | | |
| CONC | - | - | | + | - | - | | | - | - | | | - | - | | | | | + | + | - | - | - | | | | + | + | + | + | + | + | | | - | - | - | - | - | - | | | + | | | |
| ALAVANC | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | + | + | + | + | + | + | | | + | + | | | | | + | + |
| LNAT | + | + | + | + | + | + | | - | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | |
| CAPEX | | | | | - | | - | - | | | | | - | - | | | | | + | + | + | + | + | + | - | - | | | | | + | + | + | | - | - | - | - | - | - | | | | | | |
| ENDIVL | | | | | | | | - | | | | | | | | | | | | | | | + | + | + | + | + | + | - | - | | | | | - | - | | | | | | | - | + | | |
| ENDIVB | | | | | - | - | - | - | | | | | - | - | - | - | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | + | + | + | + | + | + | | |
| ROA | | - | | | | | | - | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | + | | | | | | | | | | + | + | | | | | | |
| ROIC | | | | | | | | + | + | + | | | | | | | + | + | + | + | + | + | | | - | - | - | - | | | | | + | + | + | | | | | | | | | | | |
| ROE | | + | | | | | | + | | | | + | | | | | | | | | | | | + | - | - | - | - | | | | | | | | | | | | | | | + | + | | |
| LIQUIC | | | | | | + | + | | | | | + | + | + | | | + | + | + | + | | | | | | | + | | + | | | | | | + | + | | | | | | | - | - | | |
| LIQUIG | | | + | + | | | | | + | + | + | + | - | - | | | + | + | + | + | | | | | | | | | | | | | + | + | + | + | + | + | + | + | | | - | - | | |
| LPA | | + | + | | | | | + | | | | + | + | + | + | | | | + | + | | | | | | | | | | | | | | | - | - | | | | | | | | | | |
| CAMBIO | - | - | | | | | | + | - | - | | | - | - | | | - | - | - | - | | | | | | | | | | | | | | | + | | | | | | | | | | | |
| PIB | + | + | + | + | + | + | + | | | + | - | - | | | + | | + | + | + | + | | | + | + | | | | | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | + | | | | | | |
| INCERT | | | | | | | | | - | | | | | | | | | | - | - | | | | | | | - | - | - | - | - | - | | | | | | | | | | | | | | |
| CDI | - | - | + | - | | | - | - | - | - | | | | | | | + | - | - | - | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| DSEG | + | + | + | | | | | | | | - | | + | + | + | + | | | | | | | | | + | + | + | + | | | - | - | + | + | | | | | | | | | | | | |

Obs (1): Os sinais “+” e “-” representam os sinais das estimações dos direcionadores

Obs (2): Os quantis preenchidos com os sinais representam significância de até 10%.

Fonte: elaborado pelo autor (2022).

Assim como observado para o Dividend Yield, as estimações para o Dividend Payout também demonstraram as diferenças presentes na amostra por setor. Conforme destacado ao longo deste trabalho, os setores possuem características particulares a cada tipo de negócio, com tendências de mercado que tendem a se manter ao longo do tempo. Assim, os resultados para o Dividend Payout demonstram aos acionistas em que medida os indicadores selecionados são capazes de influenciar no quanto cada setor está disposto a disponibilizar, em termos de percentual dos lucros apurados, aos seus acionistas na forma de dividendos.

Com isso, o investidor pode traçar um panorama de quais fatores são influenciadores para a tomada de decisão de aumentar ou reduzir o percentual de distribuição dos lucros como remuneração. Vale destacar que no Brasil existem outras formas de remuneração, como o JSCP, que produz benefícios fiscais as companhias, mas que este estudo não foi capaz de captar as diferenças. Ademais, têm-se a distribuição obrigatória dos dividendos dentro do Brasil, conforme lei, em que as empresas estão sujeitas a algumas condições para não distribuírem seus lucros em determinados períodos.

Sendo assim, com base na figura 02, podemos observar que identificar que o risco sistemático não é um bom preditor para a determinação do nível de distribuição dos lucros da maior parte dos setores. Podemos observar que este é significativo e positivo apenas nos quantis .75 e .9 do setor Petróleo e no quantil .9 do setor de Bens Industriais, enquanto é significativo e negativo nos quantis .5, .75 e .9 do setor de Tecnologia da Informação e .9 do setor de Comunicações. Nesse caso, podemos identificar que o BETA é consistentemente significativo para o aumento do percentual de lucros distribuído no setor de Petróleo e redutor para o setor de Tecnologia da Informação.

A variável CONC, assim como o observado para as estimações de Dividend Yield, apresentou relação positiva ou negativa, a depender do setor. Os setores de Petróleo, Materiais Básicos, Saúde e Utilidade Pública apresentaram relações negativas na maior parte dos quantis, o que, conforme sugerem Alves et al. (2018), ocorre porque os acionistas controladores estão mais preocupados na disposição de recursos para investimentos e para arcar com os compromissos que com a distribuição dos lucros aos acionistas, o que pode reduzir o percentual dos lucros distribuídos. Por outro lado, os setores de Consumo Cíclico e Tecnologia da informação apresentam resultados positivos, o que pode indicar o interesse dos acionistas controladores em reduzir os conflitos de agência proporcionadas pela expropriação dos investidores minoritários através de uma política elevada de distribuição dos lucros.

A partir da figura 03 podemos identificar que o risco sistemático não é um bom preditor para a determinação do nível de distribuição dos lucros da maior parte dos setores. Podemos observar que este é significativo e positivo apenas nos quantis .75 e .9 do setor Petróleo e no quantil .9 do setor de Bens Industriais, enquanto é significativo e negativo nos quantis .5, .75 e .9 do setor de Tecnologia da Informação e .9 do setor de Comunicações. Nesse caso, podemos identificar que o BETA é consistentemente significativo para o aumento do percentual de lucros distribuído no setor de Petróleo e redutor para o setor de Tecnologia da Informação.

A variável CONC, assim como o observado para as estimações de Dividend Yield, apresentou relação positiva ou negativa, a depender do setor. Os setores de Petróleo, Materiais Básicos, Saúde e Utilidade Pública apresentaram relações negativas na maior parte dos quantis, o que, conforme sugerem Alves et al. (2018), ocorre porque os acionistas controladores estão mais preocupados na disposição de recursos para investimentos e para arcar com os compromissos que com a distribuição dos lucros aos acionistas, o que pode reduzir o percentual dos lucros distribuídos. Por outro lado, os setores de Consumo Cíclico e Tecnologia da informação apresentam resultados positivos, o que pode indicar o interesse dos acionistas controladores em reduzir os conflitos de agência proporcionadas pela expropriação dos investidores minoritários através de uma política elevada de distribuição dos lucros.

Para o tamanho do ativo (LNAT) temos que este é significativo e positivo para praticamente todos os quantis de todos os setores, demonstrando que empresas maiores tendem a distribuir maiores percentuais dos lucros apurados em cada período. Os resultados encontrados se assemelham aos achados de Ströher (2015) e Mahdzan et. al (2016).

Em relação as variáveis de endividamento, a partir da figura 03 é possível inferirmos que ALAVC é significativo e positivo nos quantis elevados do setor de Tecnologia da Informação e em todos os quantis de Comunicações. Já o CAPEX possui relações significativas nos setores de Petróleo, Bens Industriais, Consumo Cíclico, Saúde e Tecnologia da Informação, podendo assumir tanto efeitos positivos quanto negativos. Em geral, é esperado um efeito negativo pelo CAPEX pois ao investir na formação de capital a empresa deixa de ter recursos para distribuir. Entretanto, por se tratar do Dividend Payout, variável que mensura o percentual de distribuição e não o valor em si, é possível inferirmos que resultados positivos podem indicar sinalização da gestão das empresas com aumento no payout com perspectiva de ganhos de capital futuro.

Ademais, podemos observar que ENDB e ENDL, assim como observado para o Dividend Yield, não apresenta relações concomitantes, isto é, apenas uma é significativa em

detrimento da outra. Ainda, apenas o setor de Saúde apresentou relação positiva, indo contra ao esperado pela literatura. Em resumo, os indicadores de endividamento são bons preditores para explicar o aumento/redução do percentual de distribuição dos lucros apurados pelas empresas a depender do setor.

No que diz respeito as variáveis de rentabilidade, podemos identificar que o ROA não é um bom parâmetro para determinar o nível de distribuição dos lucros para nenhum setor, exceto de Utilidade Pública. Temos também que o setor de Tecnologia da Informação foi o único a demonstrar relação negativa com as variáveis de rentabilidade. Nesse caso, por se tratar de um setor com baixas margens operacionais, pouca ou nenhuma lucratividade (no curto prazo) e perspectivas de crescimento muito altas (no longo prazo), a tendência é observamos que em períodos de redução na rentabilidade haja uma menor propensão a distribuir maiores margens de lucro. Ademais, os resultados mostram que em alguns setores existem boa gestão dos recursos e eficiência nos investimentos, que permitem aumentar a margem de distribuição dos lucros aos acionistas, sobretudo para as empresas que distribuem taxas elevadas.

A respeito das variáveis de liquidez, temos que o setor de Bens Industriais apresentou relações positivas nos quantis .25 e .5 para o LIQG e negativas para LIQC. Já o setor de Tecnologia da informação apresentou relações negativas nos quantis .25 e .75 para LIQC e positiva no quantil .75 para LIQG. Neste caso não é possível identificarmos algum padrão que associe a relação positiva para um e negativa para outro. No mais, para os demais setores, em geral, as variáveis representam relações significativas em boa parte dos quantis, o que demonstra que empresas com maior liquidez tendem a distribuir maiores percentuais dos lucros, conforme esperado na literatura e nos achados de Cristea e Cristea (2017).

No que tange as variáveis macroeconômicas, podemos observar que CAMBIO reduz, de forma consistente, o percentual de lucros distribuídos pelas empresas do setor de Materiais Básicos, Consumo Não Cíclico e Consumo Cíclico. Já sobre INCERT podemos identificar relações consistentemente negativas apenas nos setores de Consumo Cíclico e Comunicações, em que reduz o percentual de distribuição dos lucros das empresas.

Ademais, PIB apresenta relações significativas e positivas em boa parte dos setores, sobretudo para as empresas que mais distribuem o percentual de seus lucros, o que demonstra que em períodos de crescimento econômico há uma tendência de maiores distribuições. Entretanto, o setor de Materiais Básicos apresenta relações negativas nos quantis .75 e .9, conforme observado anteriormente para o Dividend Yield e, desta forma, corrobora com o argumento de Cunha (2020), em que o setor de Materiais Básicos possui relações inversas com

ciclos de expansão econômica. Ainda, temos que o CDI é significativo e consistentemente negativo para o setor de Materiais Básicos, Bens Industriais e Consumo Cíclico. Nesse caso, a taxa de juros do país determina uma redução do percentual de lucros distribuídos, sobretudo para as empresas que mais distribuem seus lucros em termos percentuais.

Por fim, em relação ao pertencimento a algum nível diferenciado de governança corporativa, temos que o setor de Bens Industriais, Consumo Cíclico, Tecnologia da Informação e Utilidade Pública possuem relações positivas, isto é, em que houve um aumento do percentual de lucros distribuídos em empresas destes setores. Por outro lado, os setores de Consumo Não Cíclico, Saúde e Comunicações tiveram redução no percentual de lucros distribuídos.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo sobre os direcionadores da política de dividendos das empresas é amplamente difundido dentro da literatura científica sobre a temática, em que buscam-se evidenciar a importância de certas características relativas, bem como suas consequências para as empresas e para os investidores em geral. Nesse sentido, determinar como são distribuídos os proventos é um tema de suma importância, pois não se trata apenas de quanto os investidores receberão, mas também sobre quanto do lucro permanecerá nas mãos dos gestores e como eles serão utilizados.

Nesse sentido, o propósito desse estudo foi identificar os direcionadores da política de dividendos das empresas brasileiras listadas em bolsa através do *Dividend Yield*, que relaciona os dividendos pagos e o preço do ativo em bolsa e do *Dividend Payout*, que mede a razão entre os dividendos distribuídos e o lucro por ação das empresas, considerando também essas relações dada a divisão de setores da B3. Dentre as abordagens teóricas do estudo, levou-se em conta a teoria da relevância dos dividendos, a teoria da irrelevância dos dividendos, informação assimétrica, teoria da agência, hipótese dos ciclos de vida das organizações, a teoria dos efeitos fiscais e tributários, efeito clientela e os aspectos específicos da legislação brasileira, em que há mais de uma forma de distribuição de proventos.

Através de uma revisão teórica que abarcou diversos autores e estudos para diferentes mercados, inclusive dentro do Brasil, foi possível identificar que a conclusão sobre os direcionadores da política de dividendos das empresas não possui um consenso geral, isto é, dentro da literatura sobre a temática não existe um consenso sobre quais direcionadores são mais relevantes e qual o impacto destes sobre a política de dividendos das companhias. Dentro das justificativas encontradas para tal falta de consenso, está o uso períodos amostrais diferentes, do número de empresas consideradas, uso de diferentes métodos econométricos e a escolha por segmentos diferentes. O trabalho aqui proposto, procurou, portanto, trazer mais luz a essa discussão analisando as variáveis *Dividend Yield* e *Dividend Payout* em diferentes quantis e em distintos contextos setoriais.

Através de um modelo de dados em painel, a amostra utilizada contou com 537 empresas com dados anuais entre 1996 e 2020. O período estudado se justifica pois em 1995 foi instituído o Plano Real, que proporcionou uma estabilização da hiperinflação presente no país, além da instituição da forma de remuneração aos acionistas através dos Juros Sobre Capital Próprio. Todos os dados coletados foram retirados da plataforma Economática® e o tratamento e análise dos dados foram feitas através do software estatístico R.

Para a análise dos dados, o presente estudo utilizou-se de uma análise preliminar das estatísticas descritivas das variáveis dependentes, afim de identificar possíveis diferenças entre os setores. Posteriormente, foi testada a correlação entre as variáveis selecionadas e o teste VIF para detectar a presença de multicolinearidade na amostra. Após esse processo, iniciou-se o processo de estimação através do método econométrico de Regressão Quantílica. Esse método produz um mapeamento completo do impacto gerado sobre as variáveis dependentes (*Dividend Yield* e *Dividend Payout*) através de uma distribuição condicionada. Neste caso, dado que os potenciais direcionadores da distribuição de dividendos mapeados na literatura podem apresentar impacto positivo ou negativo, os modelos estimados através desse método são mais consistentes, pois observa a resposta de cada quantil em relação ao conjunto de potenciais direcionadores avaliados. Além disso, o método utiliza a mediana condicional como medida de tendência central, o que torna a regressão mais robusta em resposta aos outliers, muito presente em estudos que buscam identificar os direcionadores da política de dividendos.

A análise inicial, feita através das estatísticas descritivas, apontam que a média de *Dividend Yield* para toda a amostra foi de aproximadamente 3,143% e a média de *Dividend Payout* foi de 29,7%. Em relação ao último, temos que as empresas durante o período estudado distribuíram mais que o mínimo exigido obrigatoriamente por lei, de 25%. Além disso, para a análise das estatísticas descritivas por setor, os resultados apontam que os setores de Utilidade Pública, Comunicações e Materiais básicos foram os setores que obtiveram maiores rendimentos através do *Dividend Yield*, enquanto que os setores Tecnologia da Informação, Outros e Saúde obtiveram os piores resultados. Em relação ao *Dividend Payout*, temos que os setores de Utilidade Pública, Comunicações e Saúde foram os que mais distribuíram lucros, enquanto os setores de Outros, Consumo Cíclico e Bens Industriais obtiveram os menores valores. Assim, podemos identificar que os setores que mais distribuem dividendos no Brasil são os de Utilidade Pública e Comunicações, enquanto o setor Outros pode ser caracterizado com o pior distribuidor de proventos.

Em relação as estimações feitas para toda a amostra, foram utilizadas *dummies* setoriais para o controle de efeitos relacionados a cada setor uma dummy relativa a períodos com *Dividend Payout* negativo, isto é, que distribuiu parte dos seus lucros mesmo quando houve prejuízo no período, onde só é possível em casos específicos, como na presença de reserva de lucros legais, reversão de provisionamentos previstos anteriormente ou dividendos declarados que ainda não foram distribuídos. Dentro dos principais resultados encontrados, temos que: i) o tamanho do ativo é significativo, positivo e crescente para todos os quantis de ambas as

variáveis, o que demonstra que quanto maior a empresa maior os rendimentos em dividendos e o percentual de lucro distribuído; ii) o lucro por ação é positivo e significativo para todos os quantis de DY, o que demonstra que empresas mais lucrativas no período tendem a aumentar sua rentabilidade através de dividendos; iii) PIB, câmbio e CDI são significativas para explicar a política de dividendos das empresas; iv) o pertencimento aos níveis diferenciados de governança corporativa impactam positivamente as empresas que distribuem menos dividendos e negativamente as empresas que distribuem mais dividendos; e v) as variáveis relacionadas a rentabilidade e endividamento não apresentaram bom desempenho para explicar a política de dividendos das empresas.

Já para os resultados relativos a cada setor, foi utilizada *dummies* para cada ano para controle dos efeitos do tempo e uma dummy para controle do Dividend Payout negativo. Os principais resultados apontam que: i) em geral, o tamanho do ativo é positivo, crescente e significativo para a maioria dos quantis considerando ambas as variáveis dependentes; ii) as variáveis macroeconômicas PIB, CDI e CAMBIO apresentam bom desempenho para explicar a política de dividendos das empresas, sendo o sinal dos coeficientes em boa parte de acordo com o previsto pela literatura; iii) as características de controle relacionadas ao endividamento, liquidez, risco e rentabilidade apresentam relações diferentes para cada setor, o que demonstra que dada a divisão da B3, os setores possuem suas particularidades que impactam na decisão de distribuir proventos; iv) características relacionadas ao controle acionário e pertencimento aos segmentos diferenciados de governança corporativa indicam a presença de efeito clientela e de sinalização na política de dividendos das empresas a depender do setor de atuação.

Com isso, o presente estudo alcançou seu objetivo ao demonstrar que as diferentes variáveis mapeadas na literatura sobre a temática possuem impactos diferentes tanto no *Dividend Yield* quanto no *Dividend Payout*, sobretudo nos quantis superiores, isto é, nas empresas que mais distribuem proventos.

Ainda, cabe ressaltar que os resultados encontrados contribuem com o aprofundamento das discussões sobre a política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras através de diferentes perspectivas.

Em primeiro lugar, o uso de uma metodologia pouco explorada dentro da literatura sobre a temática permite trazer um olhar diferenciado, em que foi possível observamos em como os potenciais direcionadores para a política de dividendos das empresas se relacionam entre os diferentes setores de atuação da B3.

Em segundo lugar, através de uma investigação do porquê certos direcionadores impactam determinados setores, foi possível identificarmos algumas características comuns, como a presença da ciclicidade para os setores que dependem de *commodities*, estrutura de capital e endividamento são comuns as empresas que são intensivas em capital e a influência que as variáveis macroeconômicas possuem na política de dividendos das empresas.

Além disso, o presente trabalho buscou o embasamento em outros trabalhos semelhantes, para que os resultados encontrados fossem respaldados de forma significativa, isto é, para dar credibilidade ao uso da metodologia da regressão quantílica e obter resultados válidos dentro da literatura.

Por fim, os resultados encontrados neste estudo proporcionam novas informações ao mercado de capitais, pois foi possível analisar como os direcionadores da política de dividendos se relacionam com cada setor de atuação da B3, recorte este que é pouco explorada dentro do contexto brasileiro sobre dividendos.

Como limitação do presente estudo, temos o uso das mesmas variáveis para identificar os direcionadores da política de dividendos para todos os setores, e, neste caso, foi demonstrado que estes possuem particularidades e características.

Por fim, para sugestão de pesquisas futuras, recomenda-se o aprofundamento na investigação do porquê certas variáveis se relacionam com determinados setores e outras não, e qual a influência dessas características nas empresas desses setores. Ainda, sugere-se um estudo similar para o setor financeiro em si, considerando suas particularidades específicas para realização das estimações.

REFERENCIAS

- ACHARYA, V. V.; VISWANATHAN, S. Leverage, Moral Hazard, and Liquidity. *The Journal of Finance*, v. 66, n. 1, p. 99–138, 1 fev. 2011. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2010.01627.x>>. Acesso em: 6 jul. 2021.
- ADAM, H.; BUCKMAN, T.; SETORDZI, I. Impact of Dividend Policy on Share Price A Case of Listed Firms on the Ghana Stock Exchange. *The International Journal of Business Management and Technology*, v. 4, n. 5, p. 51–61, 2020. Disponível em: <www.theijbmt.com>. Acesso em: 6 jul. 2021.
- AGGARWAL, R. Exchange rates and stock prices: A study of U.S. capital markets under floating exchange rates. *Akron Business and Economics Review*, v. 22, n. 2, p. 7-12, 1981.
- AIVAZIAN, V.; BOOTH, L.; CLEARY, S. Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms? *Journal of Financial Research*, v. 26, n. 3, p. 371–387, 1 set. 2003. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/1475-6803.00064>>. Acesso em: 6 jul. 2021.
- AKERLOF, G. A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488–500, 1970.
- ALBARRACÍN GOMEZ, G. H. Clientela em dividendos no mercado acionário brasileiro para o período de 2001 - 2013. 2015. 1–47 f. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2015. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/127252>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- ALEXANDER, C. Market risk analysis. Volume III, Pricing, hedging and trading financial instruments. [S.l.]: John Wiley & Sons, 2008. Disponível em: <<https://www.wiley.com/en-ie/Market+Risk+Analysis%2C+Volume+III%2C+Pricing%2C+Hedging+and+Trading+Financial+Instruments-p-9780470997895>>. Acesso em: 21 jan. 2022.
- ALLEN, F. et al. Payout policy. *Handbook of the Economics of Finance*. [S.l.]: Elsevier, 2003. v. 1, Part 1. p. 337–429. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:finchp:1-07>>. Acesso em: 6 jul. 2021.
- ALLEN, F.; BERNARDO, A. E.; WELCH, I. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 6, p. 2499–2536, 1 dez. 2000. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/0022-1082.00298>>. Acesso em: 6 jul. 2021.
- ALLI, K. L.; KHAN, A. Q.; RAMIREZ, G. G. Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis. *Financial Review*, v. 28, n. 4, p. 523–547, 1 nov. 1993. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6288.1993.tb01361.x>>. Acesso em: 6 jul. 2021.
- AL-MALKAWI, H.-A. N.; RAFFERTY, M.; PILLAI, R. Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*, n. 9, 2010. Disponível em: <<http://www.eurojournals.com>>. Acesso em: 6 jul. 2021.
- ALMEIDA, L. A. G.; PEREIRA, E. T.; TAVARES, F. O. Determinantes da Política de Dividendos: evidência de Portugal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 17, n. 54, p. 701–719, 1 jan. 2015. Disponível em:

<<http://www.scielo.br/j/rbgn/a/RbZp5Kb3wfpwtrQv7xt4NkH/?lang=pt>>. Acesso em: 6 jul. 2021.

AL-NAJJAR, B. Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. *Studies in Economics and Finance*, v. 26, n. 3, p. 182–197, 31 jul. 2009.

AL-NAJJAR, B.; KILINCARSLAN, E. Revisiting Firm-Specific Determinants of Dividend Policy: Evidence from Turkey — University of Huddersfield Research Portal. *Economic Issues*, v. 23, n. 1, p. 3–34, 2018. Disponível em: <<https://pure.hud.ac.uk/en/publications/revisiting-firm-specific-determinants-of-dividend-policy-evidence>>. Acesso em: 6 jul. 2021.

AMBROZINI, M. A. Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão. 2012. Biblioteca Digital de Teses e Dissertações da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2012. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96132/tde-15122011-163251/>>. Acesso em: 6 jul. 2021.

ANDRE LUIZ CARVALHAL DA SILVA. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *RAUSP Management Journal*, v. 39, n. 4, p. 348–361, 2004. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/16821/governanca-corporativa--valor--alavancagem-e-po--->>. Acesso em: 21 jan. 2022.

ANG, J. S.; CICCONE, S. J. Dividend Irrelevance Theory. *Dividends and Dividend Policy*. [S.l.]: John Wiley & Sons, Ltd, 2011. p. 95–113. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/9781118258408.ch6>>. Acesso em: 6 jul. 2021.

ANIL, K. AND KAPOOR, S. Determinants of Dividend Payout Ratios—A Study of Indian Information Technology Sector. *International Research Journal of Finance and Economics*, v.450, p.63-73, 2008.

ANTHONY, J. H.; RAMESH, K. Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, v. 15, n. 2–3, p. 203–227, 1992. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jaecon:v:15:y:1992:i:2-3:p:203-227>>. Acesso em: 6 jul. 2021.

ASSAF NETO, A. *Finanças Corporativas e Valor*. [S.l.]: Atlas, 2003. Disponível em: <<https://www.estantevirtual.com.br/livros/alexandre-assaf-neto/financas-corporativas-e-valor/683394464>>. Acesso em: 6 jul. 2021.

ASSAF NETO, A., AMBROZINI, M. A., & LIMA, F. G. *Dividendos: teoria e prática*. Ribeirão preto: inside books, 2007.

BACHMANN, R. K. B.; AZEVEDO, S. U. DE; CLEMENTE, A. Regularidade no pagamento de dividendos e governança corporativa: estudo em companhias de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, v. 2, n. 2, p. 68–79, 25 ago. 2012. Disponível em: <<https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/61>>. Acesso em: 6 jul. 2021.

BAKER, H. K.; POWELL, G. E.; VEIT, E. T. Revisiting managerial perspectives on dividend policy. *Journal of Economics and Finance*, v. 26, n. 3, p. 267–283, 2002.

BENTON E. GUP; PANKAJ AGRRAWAL. The Product Life Cycle: A Paradigm for Understanding Financial Management . . ." by Benton E. Gup and Pankaj Agrrawal. *Journal of Financial Practice and Education*, p. 41–48, 1996. Disponível em: <https://digitalcommons.library.umaine.edu/finance_facpub/5/>. Acesso em: 16 ago. 2021.

BERNARDELLI, V. L.; BERNARDELLI, G.A. Análise sobre a Relação do Mercado Acionário com as Variáveis Macroeconômicas no Período de 2004 a 2014. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, v. 4, n. 1, p. 4–17, 27 abr. 2016.

BERNARDO, H. P.; IKEDA, R. H. O Enigma Dos Dividendos e o Risco Sistemático. *Revista Universo Contábil*, v. 9, n. 1, p. 104–120, 31 mar. 2013. Disponível em: <<https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/2617>>. Acesso em: 6 jul. 2021.

BLACK, F. The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, v. 2, n. 2, p. 5–8, 31 jan. 1976. Disponível em: <<https://jpm.pm-research.com/content/2/2/5>>. Acesso em: 6 jul. 2021.

BLANCHARD, O. J. Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators. *OECD Economics Department Working Papers*, v. 79, 1 abr. 1990. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/p/oec/ecoaaa/79-en.html>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

Bolsa de Valores Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Segmentos de Listagem. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem. Acesso em: mar, 2021.

BORGES, E. F.; VIEIRA, E. T.; SILVA, C. A. T. Sinalização no contexto contábil: práticas de screening na contratação de serviços profissionais. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, v. 16, n. 1, p. 97–114, 10 out. 2011. Disponível em: <<https://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/rcmccuerj/article/view/5481>>. Acesso em: 6 jul. 2021.

BOZOS, K.; NIKOLOPOULOS, K.; RAMGANDHI, G. Dividend signaling under economic adversity: Evidence from the London Stock Exchange. *International Review of Financial Analysis*, v. 20, n. 5, p. 364–374, out. 2011.

BRASIL. Presidência da República. Lei nº6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília: Diário Oficial da União. Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm

Brasil. Presidência da República. Lei nº11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Brasília: Diário Oficial da União. Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm

BRASIL. Presidência da República. Lei nº8.981, de 20 de janeiro de 1995. Altera A Legislação Tributária Federal e Dá Outras Providências. Brasília: Diário Oficial da União. Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8981.htm

BRASIL. Presidência da República. Lei nº9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera A Legislação do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas, Bem Como da Contribuição Social

Sobre O Lucro Líquido, e Dá Outras Providências. Brasília: Diário Oficial da União. Presidência da República. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm

BRASIL. Presidência da República. Lei nº9.532, de 10 de dezembro de 1997. Altera A Legislação Tributária Federal e Dá Outras Providências. Brasília: Diário Oficial da União. Presidência da República. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19532.htm

BRASIL. Presidência da República; Lei nº10.303, de 31 de outubro de 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. Presidência da República. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. Princípios de Finanças Corporativas . 12. ed. [S.l: s.n.], 2018.

BRENNAN, M. J. Taxes, Market Valuation And Corporate Financial Policy. <https://doi.org/10.1086/NTJ41792223>, v. 23, n. 4, p. 417–427, 12 mar. 2021. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/NTJ41792223>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

BROCKMAN, P. et al. Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. *Journal of Banking & Finance*, v. 35, n. 7, p. 1610–1625, 2011. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jbfina:v:35:y:2011:i:7:p:1610-1625>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

BROWN, J. R.; LIANG, N.; WEISBENNER, S. Executive Financial Incentives and Payout Policy: Firm Responses to the 2003 Dividend Tax Cut. *The Journal of Finance*, v. 62, n. 4, p. 1935–1965, 1 ago. 2007. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2007.01261.x>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. *Microeconometrics*. 5. ed. [S.l.]: Cambridge University Press, 2005.

CLARKE, F. L.; DEAN, G. W.; OLIVER, K. G. (KYLE G. Corporate collapse : regulatory, accounting, and ethical failure. [S.l.]: Cambridge University Press, 1997.

COSTA, C. C. DE M. et al. Fatores associados à eficiência na alocação de recursos públicos à luz do modelo de regressão quantílica. *Revista de Administração Pública*, v. 49, n. 5, p. 1319–1347, 1 set. 2015. Disponível em: <<http://www.scielo.br/j/rap/a/C7mj5xF8PsLfwT4fcXBFYQF/abstract/?lang=pt>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

CRISÓSTOMO, V. L.; FREIRE, F. DE S. The Influence of Ownership Concentration on Firm Resource Allocations to Employee Relations, External Social Actions, and Environmental Action. *RBGN - Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 17, n. 55, p. 987–1006, 25 set. 2015. Disponível em: <<https://rbgn.fecap.br/RBGN/article/view/2026>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

CRISTEA, C.; CRISTEA, M. Determinants of corporate dividend policy: evidence from romanian listed companies. *MATEC Web of Conferences*, v. 126, p. 04009, 9 out. 2017. Disponível em: <https://www.matec-conferences.org/articles/mateconf/abs/2017/40/mateconf_imtoradea2017_04009/mateconf_imtoradea2017_04009.html>. Acesso em: 16 ago. 2021.

DALMÁCIO, F. Z.; CORRAR, L. J. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 1, n. 1, p. 17–30, 1 dez. 2007. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/34694>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

DANG, H. N. et al. Impact of dividend policy on corporate value: Experiment in Vietnam. *International Journal of Finance & Economics*, 2020. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/ijfe.2095>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; SKINNER, D. J. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, v. 72, n. 3, p. 425–456, 2004. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:72:y:2004:i:3:p:425-456>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; STULZ, R. M. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, v. 81, n. 2, p. 227–254, 2006. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:81:y:2006:i:2:p:227-254>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

DECOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 10, n. 4, p. 461–498, 2012. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/9474/o-processo-decisorio-sobre-a-distribuicao-de-lucros-das-empresas-listadas-na-bm-fbovespa--survey-com-cfos>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

DENIS, D. J.; OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, v. 89, n. 1, p. 62–82, 2008. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:89:y:2008:i:1:p:62-82>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

DENIS, D.; STEPANYAN, G. Factors Influencing Dividends. *Dividends and Dividend Policy*, p. 55–69, 29 nov. 2011. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/9781118258408.ch4>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

DEWASIRI, N. J. et al. Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market. *Managerial Finance*, v. 45, n. 3, p. 413–429, 8 abr. 2019. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/eme/mfipps/mf-09-2017-0331.html>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

DICKEY, D. A.; FULLER, W. A. Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, v. 74, n. 366, p. 431, jun. 1979.

- DICKINSON, V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, v. 86, n. 6, p. 1969–1994, nov. 2011. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/i40068515?refreqid=excelsior%3Aad4ff5fa22603f5f922bf31b21c04320>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- DRAKE, K. D. (2015). Does firm lifecycle inform the relation between book-tax differences and earnings persistence? [SSRN Scholarly Paper No. ID 2547778]. Rochester, NY: Social Science Research Network
- ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, v. 52, n. 1, p. 68–74, fev. 1970. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:tpr:restat:v:52:y:1970:i:1:p:68-74>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics Or Lower Propensity To Pay? *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 14, n. 1, p. 67–79, 1 mar. 2001. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00321.x>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- FAROOQ, O.; AHMED, N. Dividend policy and political uncertainty: Evidence from the US presidential elections. *Research in International Business and Finance*, v. 48, p. 201–209, 1 abr. 2019.
- FARRAR, D. E.; SELWYN, L. L.; MYERS, S. C. Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National tax journal*, v. 20, n. 4, p. 444–454, 1967.
- FARRUKH, K. et al. Impact of dividend policy on shareholders wealth and firm performance in Pakistan. *Cogent Business and Management*, v. 4, n. 1, 22 nov. 2017.
- FERREIRA, J., NAKAMURA, W., MARTIN, D., e BASTOS, D. Evidências Empíricas Dos Fatores Determinantes Das Políticas De Dividendos Das Firms Listadas Na Bovespa. *FACEF Pesquisa - Desenvolvimento e Gestão*, v. 13, n. 2, 2010. Disponível em: <<http://periodicos.unifacel.com.br/index.php/facefpesquisa/article/view/241>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- FIORATI, A. R. DOS S. Dividendos e juros sobre capital próprio: sinalização de lucratividade futura? estudo no mercado brasileiro 1999/2004. *ANPAD*, 22 jan. 2007. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2051>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- FONTELES, I. V., PEIXOTO JÚNIOR, C. A., VASCONCELOS, A. C. e DE LUCA, M. M. Política De Dividendos Das Empresas Participantes Do Índice Dividendos Da BM&FBOVESPA | *Contabilidade Vista & Revista*. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 23, n. 3, p. 173–204, 2013. Disponível em: <<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/1720>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- FORTI, C., PEIXOTO, F., e ALVES, D. Determinant factors of dividend payments in Brazil. *Revista Contabilidade e Finanças*, v. 26, n. 68, p. 167–180, 1 maio 2015. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/enanpad2003-fin-1222.pdf>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- FRANK H. EASTERBROOK. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, v. 74, n. 4, p. 650–659, set. 1984. Disponível em:

<<https://www.jstor.org/stable/i331302?refreqid=excelsior%3Aa05e3269c63a708b71d64ca30262ebe3>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

GABRIEL ANTON, S. THE IMPACT OF DIVIDEND POLICY ON FIRM VALUE. A PANEL DATA ANALYSIS OF ROMANIAN LISTED FIRMS. *Journal of Public Administration, Finance and Law*, n. 10, p. 107–112, 2016.

GABRIEL, F., ASSAF NETO, A., E CORRAR, L. J. O impacto do fim da correção monetária no retorno sobre o patrimônio líquido dos bancos no Brasil. *RAUSP Management Journal*, v. 40, n. 1, p. 44–54, 2005. Disponível em:

<<http://www.spell.org.br/documentos/ver/16828/o-impacto-do-fim-da-correcao-monetaria-no-retorno-sobre-o-patrimonio-liquido-dos-bancos-no-brasil>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

GESKE, R.; ROLL, R. The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and Inflation. *The Journal of Finance*, v. 38, n. 1, p. 33, mar. 1983.

GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira*. 10. Ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

GOMES, P. H. DA C. P. N.; TAKAMATSU, R. T.; MACHADO, E. A. Determinantes Da Política De Remuneração Do Capital Próprio: Dividendos Versus Juros Sobre Capital Próprio. *REUNIR Revista de Administração Contabilidade e Sustentabilidade*, v. 5, n. 2, p. 62–84, 7 ago. 2015. Disponível em:

<<https://reunir.revistas.ufcg.edu.br/index.php/uacc/article/view/278>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

GÓMEZ, G. H. A. Clientela em dividendos no mercado acionário brasileiro para o período de 2001 - 2013. 2015. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2015

GORDON, M. J. Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, v. 41, n. 2, p. 105, maio 1959.

GORDON, M. J. OPTIMAL INVESTMENT AND FINANCING POLICY*. *The Journal of Finance*, v. 18, n. 2, p. 264–272, 1 maio 1963. Disponível em:

<<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

GOYAL, A.; MUCKLEY, C. Cash dividends and investor protection in Asia. *International Review of Financial Analysis*, v. 29, p. 31–43, set. 2013.

GROPPO, G. DE S. Causalidade das variáveis macroeconômicas sobre o Ibovespa. 2005. Biblioteca Digital de Teses e Dissertações da Universidade de São Paulo, Piracicaba, 2005. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/11/11132/tde-06012005-165535/>>. Acesso em: 18 out. 2021.

GRULLON, G.; MICHAELY, R.; SWAMINATHAN, B. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, v. 75, n. 3, p. 387–424, jul. 2002.

GUJARATI, D. *Basic Econometrics*. Fourth Edition, McGraw-Hill, 2003.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. *Econometria básica*. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011. 924 p.

GUZMÁN RAJA, I. Factores explicativos del reparto de dividendos a cuenta en las empresas españolas. *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*, n. 9, p. 1–24,

2004. Disponível em:

<<https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=906454&info=resumen&idioma=ENG>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

HARADA, K.; NGUYEN, P. Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*, v. 37, n. 4, p. 362–379, 15 mar. 2011.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na BOVESPA. 2002. 1–102 f. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002. Disponível em: <http://bdtd.ibict.br/vufind/Record/URGS_bdb58f91bf664602fa63e60b477039b5>. Acesso em: 21 jan. 2022.

HO, H. Dividend policies in Australia and Japan. *International Advances in Economic Research*, v. 9, n. 2, p. 91–100, 2003. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/226806869_Dividend_policies_in_Australia_and_Japan>. Acesso em: 21 jan. 2022.

HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, v. 52, n. 4, p. 448–463, 1 jul. 2012. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rae/article/view/30471>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

HOLT, R. W. P. Investment and dividends under irreversibility and financial constraints. *Journal of Economic Dynamics and Control*, v. 27, n. 3, p. 467–502, 2003. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/eee/dyncon/v27y2003i3p467-502.html>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br> Acesso em: 12 fev. 2021.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 1, n. 1, p. 1–15, 2008. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/14484/assimetria-de-informacoes-e-pagamento-de-divide--->>. Acesso em: 16 ago. 2021.

JAGANNATHAN, M.; STEPHENS, C. P.; WEISBACH, M. S. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, v. 57, n. 3, p. 355–384, 2000. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:57:y:2000:i:3:p:355-384>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323–29, 1986. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:aea:aecrev:v:76:y:1986:i:2:p:323-29>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1 out. 1976.

JOHNSON, S. A.; LIN, J. C.; ROY SONG, K. Dividend policy, signaling, and discounts on closed-end funds. *Journal of Financial Economics*, v. 81, n. 3, p. 539–562, set. 2006.

- JUNIOR, D. B. C. V., MARQUES, D. B., DOMINGOS, S. R. M., E PONTE, V. M. R. A. Influência da Política de Dividendos sobre o Valor de Mercado: Evidências em Empresas Brasileiras. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 20, n. 2, p. 175–194, 22 ago. 2017.
- KANIA, S.; BACON, D. W. What Factors Motivate The Corporate Dividend Decision. *ASBBS E-Journal*, v. 1, n. 1, p. 97–107, 2005.
- KAVESKI, I. D. S., CARPES, A. M. S., MORAES, T. M., E ZITTEI, M. V. M. (2016). Fatores determinantes do pagamento de dividendos de empresas brasileiras listadas em bolsa. *Anais do Congresso Anpcont, Ribeirão Preto, SP, Brasil*, 10.
- KAVESKI, I. D. S., CARPES, A. M. S., MORAES, T. M., E ZITTEI, M. V. M. (2016). Fatores determinantes do pagamento de dividendos de empresas brasileiras listadas em bolsa. *Anais do Congresso Anpcont, Ribeirão Preto, SP, Brasil*, 10.
- KHAN, T. Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data*. *The Economic Journal*, v. 116, n. 510, p. 172–189, 1 mar. 2006. Disponível em: <<https://www.onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1468-0297.2006.01082.x>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- KOENKER, R. W.; BASSETT, G. W. Regression Quantiles. *Econometrica*, v. 46, n. 1, p. 33–50, 1978. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:ecm:emetrp:v:46:y:1978:i:1:p:33-50>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- KORKEAMAKI, T.; LILJEBLOM, E.; PASTERNAK, D. Tax reform and payout policy: Do shareholder clienteles or payout policy adjust? *Journal of Corporate Finance*, v. 16, n. 4, p. 572–587, 2010. Disponível em: <[http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929-1199\(09\)00088-1](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929-1199(09)00088-1)>. Acesso em: 21 jan. 2022.
- LA PORTA, R., SILANES, F. L., SHLEIFER, A., VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1–2, p. 3–27, 2000. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:58:y:2000:i:1-2:p:3-27>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- LABHANE, N. B.; MAHAKUD, J. Determinants of Dividend Policy of Indian Companies: A Panel Data Analysis. *SAGE Journals*, v. 20, n. 1, p. 36–55, 26 abr. 2016. Disponível em: <<https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0971890716637698>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- LAGIOIA, U. C. T. Fundamentos Do Mercado De Capitais. 3. ed. [S.l.]: Atlas, 2011. Disponível em: <<https://www.travessa.com.br/fundamentos-do-mercado-de-capitais-3-ed-2011/artigo/83df3bea-5129-4c25-99d9-08bb41685e39>>. Acesso em: 16 ago. 2021.
- LEVINE, D.M.; BERENSON, M.L. e STEPHAN, D. Estatística: teoria e aplicações usando o Microsoft Excel em português. 5. ed. [S.l.]: LTC, 2008.
- LIMA, A. S. DE, CARVALHO, E. V. A. DE, PAULO, E., E GIRÃO, L. F. A. P. Estágios do Ciclo de Vida e Qualidade das Informações Contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 19, n. 3, p. 398–418, jun. 2015.
- LINTNER, J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes on JSTOR. *The American Economic Review*, v. 46, n. 2, p. 97–113, 1956. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1910664>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

LONCAN, T. R.; CALDEIRA, J. F. Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 25, n. 64, p. 46–59, 1 abr. 2014. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/80749>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

LOPES, A. B. A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o Modelo de Ohlson aplicado à Bovespa. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

LOPES, A.B. A relevância da informação contábil para o mercado de capital: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa. 20 jun. 2020. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-02062020-174635/>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

LOPES, A.B.; MARTINS, E. Teoria da contabilidade: uma nova abordagem. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

LOSS, L.; NETO, A. S. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias Brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 17, n. 40, p. 52–66, 1 abr. 2006. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34177>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

LOSS, L.; NETO, A. S. Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 14, n. spe, p. 39–53, 1 out. 2003. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34106>>. Acesso em: 16 ago. 2021.

MAHDZAN, N. S.; ZAINUDIN, R.; SHAHRI, N. K. Interindustry dividend policy determinants in the context of an emerging market. <http://www.tandfonline.com/action/authorSubmission?journalCode=rero20&page=instructions>, v. 29, n. 1, p. 250–262, 1 jan. 2016. Disponível em: <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/1331677X.2016.1169704>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

MALACRIDA, J. M. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidencição das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 17, n. spe, p. 65–79, 1 ago. 2006. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34196>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

MARIONI, L.S, VALE, V.A, PEROBELLI, F.S., FREGUGLIA, R.S. Uma aplicação de regressão quantílica para dados em painel do PIB e do PRONAF. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, v. 54, n. 2, p. 221–242, 28 maio 2016. Disponível em: <<http://www.revistasober.org/journal/resr/article/doi/10.1590/1234.56781806-947900540202>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

MARQUES, V. A., ALVES, R. F. C., AMARAL, H. F., E SOUZA, A. A. DE. Relação entre Níveis de Governança, Política de Dividendos, Endividamento e Valor das Empresas Brasileiras. *Revista Evidencição Contábil & Finanças*, v. 3, n. 2, p. 4–26, 31 ago. 2015. MARQUES, B. dos S.; PERPÉTUO, A. A. G.; ROCHA, D. M. Análise bibliométrica sobre os estudos de dividendos no Brasil. *Research, Society and Development*, [S. l.], v. 9, n. 8, p. e463985658, 2020. DOI: 10.33448/rsd-v9i8.5658. Disponível em: <https://rsdjournal.org/index.php/rsd/article/view/5658>. Acesso em: 8 mar. 2022.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Revista de Administração de Empresas*, v. 52, n. 1, p. 24–39, 2012. Disponível em: <<http://www.scielo.br/j/rae/a/YNDM7kFd4vzTGF563SP6NZj/?lang=pt>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

MARTINS, G. DE A.; THEÓPHILO, C. R. Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTUCHELI, C.T., RIBEIRO, J.E.; SILVA, E.A., SOUZA, A.A., PINHEIRO, J.L. Política de Dividendos e Períodos de Recessão: Evidências no Mercado de Capitais Brasileiro. *Contabilidade Gestão e Governança*, v. 24, n. 1, p. 37–54, 26 abr. 2021. Disponível em: <<https://www.revistacgg.org/contabil/article/view/2338>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, v. 40, n. 4, p. 1031–1051, 1 set. 1985. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411–433, 1961. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2351143?refreqid=excelsior%3A6589cb266b8889385e460c4d0fe6c05a>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

MOTA, D. C. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. 2007. 1–71 f. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2311>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187–221, 1 jun. 1984.

NADEEM, N.; BASHIR, A.; USMAN, M. Determinants of Dividend Policy of Banks: Evidence from Pakistan. *The Pakistan Journal of Social*, v. Special Issue, n. June, p. 19–27, jun. 2018.

NGUYEN, T., NGUYEN, H., TRAN, Q E LE, Q. Dividend policy and share price volatility: empirical evidence from Vietnam. *Vietnam Accounting*, v. 6, n. 2, p. 67–78, 2020. Disponível em: <www.GrowingScience.com/ac/ac.html>. Acesso em: 21 jan. 2022.

NURCHAQIQI, R.; SURYARINI, T. The Effect of Leverage and Liquidity on Cash Dividend Policy with Profitability as Moderator Moderating. *Accounting Analysis Journal*, v. 7, n. 1, p. 10–16, 30 jul. 2018. Disponível em: <<https://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/aaj/article/view/18631>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

OHLSON, J. A.; KIM, S. Linear Valuation without OLS: The Theil-Sen Estimation Approach. *Review of Accounting Studies*, v. 20, n. 1, p. 395–435, 2014. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2276927>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

OLIVEIRA, G., TABAK, B., DE LARA RESENDE, J., CAJUEIRO, D. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras: uma abordagem em regressão quantílica. [S.d.]. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

- OLIVEIRA, L. O. G. DE. Análise empírica da relação entre mercado acionário e variáveis macroeconômicas: de 1972 a 2003. 2006. Florianópolis, SC, 2006. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/103158>>. Acesso em: 21 jan. 2022.
- OMRAN, M.; POINTON, J. Dividend Policy, Trading Characteristics And Share Prices: Empirical Evidence From Egyptian Firms. <http://dx.doi.org/10.1142/S0219024904002384>, v. 7, n. 2, p. 121–133, 21 nov. 2011.
- PATRA, T.; POSHAKWALE, S.; OW-YONG, K. Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, v. 22, n. 13, p. 1079–1087, jul. 2012. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:taf:apfie:v:22:y:2012:i:13:p:1079-1087>>. Acesso em: 21 jan. 2022.
- PEIXOTO, W. AND JUCÁ, M. Brazilian Companies' Dividend Payout in a Political Uncertainty Scenario. *Open Journal of Business and Management*, v. 9, n. 4, p. 1585–1602, 9 jun. 2021. Disponível em: <<http://www.scirp.org/journal/PaperInformation.aspx?PaperID=110339>>. Acesso em: 21 jan. 2022.
- Pimenta Junior, T.; Hironobu, R.H. Variáveis Macroeconômicas e o Ibovespa: um estudo da relação de causalidade. *REAd - Revista Eletrônica de Administração*, v. 14, n. 2, p. 296–315, 2008. Disponível em: <<https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=401137460003>>. Acesso em: 21 jan. 2022.
- PROCIANOY, J. L. A política de dividendos e o preço das ações. In: VARGA, G; LEAL, R. P. C. (Orgs). *Gestão de investimentos e fundos*. Rio de Janeiro: Financial, 2006. p. 39-164.
- PROCIANOY, J. L.; POLI, B. T. C. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. *Revista de Administração de Empresas*, v. 33, n. 4, p. 06–15, ago. 1993. Disponível em: <<http://www.scielo.br/j/rae/a/cSnBpjmrdLLNkHnhqTcQZjg/abstract/?lang=pt>>. Acesso em: 21 jan. 2022.
- RABELO, G., PONTE, V., VIANA JUNIOR, D., DOMINGOS, S. The dividend distribution as a future performance indicator in companies listed on bm&fbovespa. *Revista Universo Contábil*, v. 13, n. 3, p. 162–182, 30 set. 2017.
- RIBEIRO, A. Determinantes da política de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas no Euronext Lisbon. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, v. 9, n. 1–2, p. 15–25, 12 jan. 2010. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbpg/article/view/78828>>. Acesso em: 21 jan. 2022.
- ROCHA, F. (2014). Determinantes da estrutura de capital e o nível de endividamento nas empresas de capital aberto: um estudo comparativo entre Argentina, Brasil e Estados Unidos. (Tese de Doutorado). Acesso em: 25 nov. 2021. <http://hdl.handle.net/1843/BUOS-9MBKJ5>:
- ROMEIRO GUEDES, Y.; LUCAS SOUZA, J.; BORGES ALVES, F. I. A. Fatores determinantes da política de dividendos em empresas do setor de materiais básicos brasileiro. *Contribuciones a las Ciencias Sociales*, n. agosto, 9 ago. 2019. Disponível em: <<https://www.eumed.net/rev/cccss/2019/08/politica-dividendos-empresas.html>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

SAITO, R.; DA SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 2, p. 79–86, 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/j/rae/a/nYsfxxRCTy9S6zMq375ChNM/?lang=pt>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

SANTANA, L. 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 (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2006

SANTOS, R. F. C. (2008). Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto.

SCHERER, L. M.; MARTINS, E. Manutenção de capital e distribuição de dividendos. *Revista da FAE*, v. 6, n. 2, p. 65–83, 2003. Disponível em: <<https://revistafae.fae.edu/revistafae/article/view/465>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

SEONEN, L. A; AGGARWAL, R. Financial prices as determinants of changes in currency values. Paper Presented at the 25th Annual Meetings of Eastern, (1989).

SEONEN, L. A; AGGARWAL, R. Financial prices as determinants of changes in currency values. Paper Presented at the 25th Annual Meetings of Eastern, (1989).

SETIA-ATMAJA, L.; TANEWSKI, G. A.; SKULLY, M. The Role of Dividends, Debt and Board Structure in the Governance of Family Controlled Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 36, n. 7–8, p. 863–898, 1 set. 2009. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1468-5957.2009.02151.x>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

SHARIF, I.; ALÌ, A.; JAN, F. A. EFFECT OF DIVIDEND POLICY ON STOCK PRICES. *Business & Management Studies: An International Journal*, v. 3, n. 1, p. 56–87, 31 jul. 2015. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/320465329_Effect_of_Dividend_Policy_on_Stock_Prices>. Acesso em: 21 jan. 2022.

SHENG, H. H.; SAITO, R. Liquidez das debêntures no mercado brasileiro. *Revista de Administração*, v. 43, n. 2, p. 176–185, 1 jun. 2008. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rausp/article/view/44475>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

SILVA, A.; DANTAS, J. Impacto da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeiras no brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*: <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v5n4p43-63>, v5, p. 43-63, 2015.

SILVA, E. N. DA; PORTO JÚNIOR, S. DA S. Sistema financeiro e crescimento econômico: uma aplicação de regressão quantílica. *Economia Aplicada*, v. 10, n. 3, p. 425–442, set. 2006. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/26441199_Sistema_financeiro_e_crescimento_economico_uma_aplicacao_de_regressao_quantilica>. Acesso em: 21 jan. 2022.

SILVA, R. L. M., NARDI, P. C. C., e TONANI, R. A relevância do dividendo adicional proposto. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 13, n. 29, p. 179–202, 26 ago. 2016.

Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/2175-8069.2016v13n29p179>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

SOBRINHO, W. B. R.; RODRIGUES, H. S.; NETO, A. S. Dividendos e accruals discricionários: um estudo sobre a relação entre a política de distribuição de dividendos e a qualidade dos lucros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 11, n. 24, p. 03–24, 11 dez. 2014. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/2175-8069.2014v11n24p3>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

SOUZA, D. H. DE O., PEIXOTO, F. M., DOS SANTOS, M. A. Efeitos Da Governança Corporativa Na Distribuição De Dividendos: Um Estudo Em Empresas Brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 9, n. 1, p. 058–079, 30 abr. 2016.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, v. 59, n. 4, p. 635–674, dez. 2005. Disponível em: <<http://www.scielo.br/j/rbe/a/GbgCL7rd8qttHkvxhBtsBmm/abstract/?lang=pt>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

STIGLITZ, J. E. Some Aspects of the Taxation of Capital Gains. *Journal of Public Economics*, v. 21, p. 257–294, 1983. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/RePEc:nbr:1094>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

STRÖHER, J. R. Análise da política de dividendos: uma aplicação de regressão quantílica. 2015. 1–77 f. Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2015. Disponível em: <<http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/3853>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

TOMAZ, N. C. B. Relação Entre a Distribuição de Dividendos e o Preço da Ação das Empresas Listadas na B3. 2017. 1–45 f. UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA, João Pessoa, 2017. Disponível em: <<https://repositorio.ufpb.br/jspui/bitstream/123456789/1902/1/NCBT01092017.pdf>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

VALADARES, S.M. e LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. *Abante, Santiago*, v.3, n.1, p.29-56, 2000.

VANCIN, D., PROCIANOY, J. L. Dividendos: A vontade de pagar, ou não, das empresas brasileiras de capital aberto. In: XIV Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 2014, Anais[...]. Recife: SBF, 2014

VIANA JUNIOR, D.; PONTE, V. Dividend Policy: A Comparative Study Between Brazilian And American Companies. *Revista Universo Contábil*, p. 25–44, 31 mar. 2016.

WEBER, R. DE A. Política de dividendos no setor bancário brasileiro. 2008. 1–104 f. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/15018>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data: Second Edition* | Amazon.com.br. 2. ed. [S.l.]: MIT Press, 2010. Disponível em: <<https://mitpress.mit.edu/books/econometric-analysis-cross-section-and-panel-data-second-edition>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

XU, N. R. Procyclicality of the comovement between dividend growth and consumption growth. *Journal of Financial Economics*, v. 139, n. 1, p. 288–312, 1 jan. 2021.

ZAGONEL, T. Política de dividendos, tributação e governança corporativa no Brasil. 2013. 1–84 f. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Escola de Administração, Porto Alegre, 2013. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/72819>>. Acesso em: 21 jan. 2022.

ZANON, A. R. M.; DE ARAÚJO, C. G.; NUNES, A. Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, v.7, n. 3, p.326-339, 2017.

ZHOU, K. Z.; GAO, G. Y.; ZHAO, H. State Ownership and Firm Innovation in China: An Integrated View of Institutional and Efficiency Logics:

<https://doi.org/10.1177/0001839216674457>, v. 62, n. 2, p. 375–404, 10 out. 2016.

Disponível em: <<https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0001839216674457>>. Acesso em: 21 jan. 2022.