

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

JULIANA DA SILVA CLAUDINO

**ASSIMETRIA INFORMACIONAL E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS
EMPRESAS LISTADAS NA B3: UMA ANÁLISE GERAL E ESTRATIFICADA POR
SETOR**

**Juiz de Fora
2026**

JULIANA DA SILVA CLAUDINO

**ASSIMETRIA INFORMACIONAL E A POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS
EMPRESAS LISTADAS NA B3: UMA ANÁLISE GERAL E ESTRATIFICADA POR
SETOR**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis (FACC) da Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF) como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Gestão e Organizações.

Orientadora: Prof. Dra. Flávia Vital Januzzi

**Juiz de Fora
2026**

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

Claudino, Juliana da Silva.

Assimetria informacional e a política de dividendos das empresas listadas na B3: uma análise geral e estratificada por setor : Assimetria informacional e a política de dividendos das empresas listadas na B3: uma análise geral e estratificada por setor / Juliana da Silva Claudino. -- 2026.

120 f.

Orientadora: Flávia Vital Januzzi

Dissertação (mestrado acadêmico) - Universidade Federal de Juiz de Fora, Faculdade de Administração e Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Administração, 2026.

1. Política de Dividendos. 2. Assimetria Informacional. 3. Modelo t-Tobit. 4. Governança Corporativa. 5. Análise Setorial. I. Januzzi, Flávia Vital, orient. II. Título.

Juliana da Silva Claudino

Assimetria informacional e a política de dividendos das empresas listadas na B3: uma análise geral e estratificada por setor

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.

Aprovada em 11 de março de 2026.

BANCA EXAMINADORA

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

Profa. Dra. Eliane da Silva Christo
Universidade Federal de Juiz de Fora

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

Profa. Dra. Thais Alves dos Santos
Universidade Federal do Espírito Santo

Juiz de Fora, 26/02/2026.



Documento assinado eletronicamente por **Flavia Vital Januzzi, Professor(a)**, em 11/03/2026, às 15:32, 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 **Eliane da Silva Christo, Professor(a)**, em 11/03/2026, às 15:47, 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 **Thais Alves dos Santos, Usuário Externo**, em 11/03/2026, às 18:53, 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 11/03/2026, às 20:11, 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-Uffj (www2.uffj.br/SEI) através do ícone Conferência de Documentos, informando o código verificador **2888175** e o código CRC **6C96D5D6**.

AGRADECIMENTOS

À minha mãe, por ser a base de tudo. Agradeço por todo o amor, dedicação e pelos inúmeros sacrifícios realizados ao longo de toda minha trajetória profissional.

Ao meu pai (in memoriam), meu maior exemplo de educador. Embora tenha partido cedo, sua maestria e paixão pelo ensino foram as sementes que floresceram em mim. Saber que hoje sigo seus passos me traz um orgulho imenso e a certeza de que seu apoio, neste momento, seria incondicional.

À minha orientadora, Flávia, pela condução impecável, pela paciência e pelo incentivo constante. Sua compreensão e dedicação foram fundamentais para que este processo se tornasse uma jornada de intenso aprendizado.

Ao meu marido, Giovanne, por ter sido meu porto seguro, minha fortaleza e conforto nos dias mais difíceis, por vibrar com cada pequena conquista e por caminhar ao meu lado em todos os momentos.

Aos meus irmãos, Christiano e João Paulo, que foram os maiores incentivadores para que eu fizesse o mestrado, que nunca mediram esforços para que eu pudesse focar nos meus estudos e atingir meus objetivos.

À minha cunhada Lorena, pelas palavras de coragem que tanto me fortaleceram.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA), pelos ensinamentos que transcendem os inúmeros textos e se tornaram lições de vida.

Aos meus colegas de mestrado, pela parceria e pelos desafios compartilhados. Dividir as angústias e vitórias dessa jornada tornou o caminho mais leve.

Aos meus colegas de trabalho, pela compreensão nas ausências necessárias e pelo apoio constante, permitindo que eu conciliasse minha vida profissional com as exigências acadêmicas.

Finalmente, a todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para mais esta vitória na minha jornada.

Meu muito obrigada!

RESUMO

O presente estudo analisa o impacto da assimetria informacional sobre a política de dividendos das empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), investigando essa relação tanto sob uma perspectiva geral quanto setorial. O problema de pesquisa questiona se a assimetria informacional entre gestores e investidores afeta a política de dividendos no mercado brasileiro, fundamentando-se nas Teorias da Agência, da Sinalização e da *Pecking Order*. Para o alcance dos objetivos, utilizou-se o modelo t-Tobit como metodologia, dada sua adequação para lidar com a censura da variável dependente e a presença de valores extremos na amostra. Os resultados da análise geral confirmam que a assimetria informacional impacta a política de dividendos, evidenciando que a redução da incerteza, mensurada pelo *spread ask-bid*, tende a elevar o pagamento de proventos. Já a análise setorial, principal contribuição deste trabalho, revelou que o impacto dos determinantes varia substancialmente conforme as características operacionais de cada segmento. Nos setores regulados, como Utilidade Pública, o crescimento esperado apresentou efeito positivo, reforçando o papel dos dividendos como sinalizadores de estabilidade, enquanto no setor de Consumo Não Cíclico a política demonstrou maior rigidez, sendo influenciada principalmente pela estrutura de controle. Em setores intensivos em capital, como Bens Industriais e Consumo Cíclico, prevaleceu a lógica da *Pecking Order* e a dependência do fluxo de caixa livre, com a assimetria informacional atuando como fator restritivo. Em contrapartida, nos setores de Materiais e Petróleo e Gás, os dividendos são utilizados para sinalizar perspectivas favoráveis mesmo sob volatilidade. No setor de Saúde, os conflitos de agência associados à propriedade de *insiders* mostraram-se predominantes, enquanto no setor Financeiro prevaleceu a regulação e exposição a mercados internacionais via ADRs (Recibos de Depósito Americanos). O estudo conclui que a transparência e a adesão a segmentos de governança diferenciada são eficazes para permitir políticas de distribuição mais consistentes, especialmente em setores de maior risco. Para reguladores e investidores, os achados destacam que a eficácia dos mecanismos de sinalização e monitoramento depende das especificidades de cada setor econômico.

Palavras-chave: Política de Dividendos. Assimetria Informacional. Modelo t-Tobit. Governança Corporativa. Análise Setorial.

ABSTRACT

The present study analyzes the impact of information asymmetry on the dividend policy of companies listed on B3 (Brazil Stock Exchange), investigating this relationship from both a general and a sectoral perspective. The research problem examines whether information asymmetry between managers and investors affects the dividend policy decisions in the Brazilian market, based on Agency, Signaling, and Pecking Order theories. To achieve the objectives, the t-Tobit model was used as the methodology, given its suitability for dealing with the censorship of the dependent variable and the presence of extreme values in the sample. The results of the general analysis confirm that information asymmetry impacts dividend policy, evidencing that the reduction of uncertainty, measured by the ask-bid spread, tends to increase the payment of proceeds. The sectoral analysis, the main contribution of this work, revealed that the impact of the determinants varies substantially according to the operational characteristics of each segment. In regulated sectors, such as Public Utilities, expected growth had a positive effect, reinforcing the role of dividends as stability signals, while in the Non-Cyclical Consumption sector, the policy demonstrated greater rigidity, being mainly influenced by the control structure. In capital-intensive sectors, such as Industrial Goods and Cyclical Consumption, the Pecking Order logic and the dependence on free cash flow prevailed, with information asymmetry acting as a restrictive factor. In contrast, in the Materials and Oil and Gas sectors, dividends are used to signal favorable perspectives even under volatility. In the Health sector, agency conflicts associated with insider ownership proved to be predominant, while in the Financial sector, regulation and exposure to international markets via ADRs (American Depositary Receipts) prevailed. The study concludes that transparency and adherence to differentiated governance segments are effective in allowing more consistent distribution policies, especially in higher-risk sectors. For regulators and investors, the findings highlight that the effectiveness of signaling and monitoring mechanisms depends on the specificities of each economic sector.

Keywords: Dividend Policy. Information Asymmetry. t-Tobit Model. Corporate Governance. Sectoral Analysis.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figure 1 - Classificação da Pesquisa	56
--	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estudos Internacionais	46
Quadro 2 – Estudos Nacionais.....	54
Quadro 3 - Variáveis utilizadas.....	68
Quadro 4 - Comparativo entre os sinais esperados e sinais encontrados por setor	101

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Processo de seleção da amostra	57
Tabela 2 – Amostra estudada	59
Tabela 3 – Estatísticas descritivas da amostra	72
Tabela 4 – Estatísticas descritivas por setor	73
Tabela 5 – Resultado do Teste de Fischer por Variável	76
Tabela 6 – Teste de Wald	77
Tabela 7 – Resultado do teste de VIF	79
Tabela 8 – Resultado do modelo Tobit para a amostra total.....	81
Tabela 9 - Resultado do modelo Tobit para o setor Saúde	83
Tabela 10 - Resultado do modelo Tobit para o setor Financeiro	85
Tabela 11 - Modelo t-Tobit para o setor Consumo Não Cíclico.....	87
Tabela 12 - Resultado do modelo t-Tobit para o setor Bens industriais	89
Tabela 13 – Resultado do modelo t-Tobit para a setor Utilidade Pública	90
Tabela 14 - Resultado do modelo t-Tobit para a setor Consumo Cíclico	92
Tabela 15 - Resultado do modelo t-Tobit para o setor de Materiais.....	94
Tabela 16 – Resultado do modelo t-Tobit para o setor de Comunicações.....	95
Tabela 17 - Resultado do modelo t-Tobit para o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis....	97
Tabela 18 – Resultado do teste de Breusch-Pagan para o modelo geral	118
Tabela 19 – Resultado do teste de Breusch-Pagan Setor de Saúde	118
Tabela 20 – Resultado do teste de Breusch-Pagan Setor financeiro.....	118
Tabela 21 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Consumo Não Cíclico.....	118
Tabela 22 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Bens Industriais.....	118
Tabela 23 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Utilidade Pública.....	119
Tabela 24 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Consumo Cíclico.....	119
Tabela 25 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Materiais Básicos	119
Tabela 26 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Comunicações.....	119
Tabela 27 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis ...	119

LISTA DE ABREVIACOES E SIGLAS

ACP	Análise de Componentes Principais
ADF	<i>Augmented Dickey-Fuller</i>
ADRs	<i>American Depositary Receipts</i>
AMEX	<i>American Stock Exchange</i>
AT	Ativo Total
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BP	Teste de Breusch-Pagan
CAPES	Coordenao de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CARs	Retornos Anormais Acumulados
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
GH	Glosten-Harris
HFV	Hasbrouk-Foster-Viswanathan
IDIV	ndice de Dividendos
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
JSCP	Juros sobre Capital Próprio
KOSDAQ	<i>Korea Securities Dealers Automated Quotations</i>
KRX	Korea Exchange
LM	<i>Lagrange Multiplier</i>
MQO	Mínimos Quadrados Ordinrios
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
PIN	<i>Probability of Informed Trading</i>
ROI	<i>Return on Investment</i>
SciELO	<i>Scientific Electronic Library Online</i>
SOX	<i>Sarbanes-Oxley Act</i>
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>
VPL	Valor Presente Líquido

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	12
1.1 Relevância do tema.....	14
1.2 Problema de Pesquisa	16
1.3 Objetivos geral e específicos	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	17
2.1 Aspectos Conceituais: Política de dividendos e suas Teorias.....	17
2.1.1 Teoria da Relevância e Irrelevância dos Dividendos.....	21
2.1.2 Teoria dos Efeitos fiscais e tributários.....	25
2.1.3 Teoria do Ciclo de Vida	29
2.1.4 Impacto do setor na Política de Dividendos	31
2.2. Assimetria de informações e suas teorias	33
2.2.1 Teoria da Agência	34
2.2.2 Teoria da Sinalização	36
2.2.3. Teoria de Pecking Order	39
2.3. Estudos sobre assimetria de informações e dividendos.....	40
2.3.1 Estudos internacionais	40
2.3.2 Estudos nacionais	48
3 METODOLOGIA.....	56
3.1 Tipo de Pesquisa	56
3.2 A amostra	57
3.3 Método de Estimação	59
3.4 Variáveis	63
3.4.1 Variável dependente.....	63
3.4.2 Variáveis independentes de controle.....	63
3.4.3 Variável independente principal: a assimetria informacional.....	64
3.5 Equação do Modelo Tobit.....	65
4 RESULTADOS.....	71

4.1 Estatísticas Descritivas	71
4.1.1 Estatísticas descritivas do modelo geral	71
4.1.2 Estatísticas descritivas por setor	72
4.2 Testes de Pré e Pós Estimação aplicados	75
4.2.1 Teste de Pré- Estimação: avaliação da estacionaridade	75
4.2.2 Teste de Pré-Estimação: Avaliação da significância conjunta	77
4.2.3 Teste de Pré-Estimação: Teste de multicolinearidade.....	78
4.2.4 Teste de Pós-Estimação: Teste de heterocedasticidade aplicado aos modelos individuais	79
4.3 Resultados dos modelos: modelo t-Tobit.....	80
4.3.1 Modelo t-Tobit para o setor Saúde	82
4.3.2 Modelo t-Tobit para o setor Financeiro	84
4.3.3 Modelo t-Tobit para o setor de Consumo não Cíclico	86
4.3.4 Modelo t-Tobit para o setor Bens Industriais	88
4.3.5 Modelo t-Tobit para o setor Utilidade Pública	90
4.3.6 Modelo t-Tobit para o setor Consumo Cíclico	91
4.3.7 Modelo t-Tobit para o setor Materiais	93
4.3.8 Modelo t-Tobit para o setor Comunicações.....	95
4.3.9 Modelo Tobit para o setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis.....	96
4.3.10 Modelo Tobit para o setor Tecnologia	98
4.4. Análise comparativa dos determinantes do payout por setor	98
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	102
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	107
APÊNDICE A – RESULTADOS DA TESE DE HETEROCEDASTICIDADE PARA O MODELO TOBIT	118

1 INTRODUÇÃO

A assimetria informacional, conceito amplamente discutido por Akerlof (1970), refere-se à situação em que agentes econômicos possuem diferentes níveis de acesso a informações relevantes para a tomada de decisão. No mercado de capitais, essa disparidade de informações pode ocorrer entre gestores e acionistas, entre empresas e investidores externos, e até mesmo entre credores e tomadores de recursos (Jensen; Meckling, 1976). Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) também definem a assimetria informacional no mercado de ações como a discrepância de informações entre gestores de uma empresa e seus acionistas. Segundo os autores, por já estarem inseridos nas operações diárias da companhia, os administradores podem deter de informações privilegiadas que não são publicamente divulgadas. Por outro lado, as informações disponíveis aos investidores, que geralmente estão limitadas a relatórios financeiros e comunicados oficiais, podem não transmitir a complexidade e os detalhes da real situação interna da companhia, criando uma lacuna informacional e possibilitando que a companhia utilize dessas informações para determinar a melhor estratégia sobre sua política de dividendos.

Desde Miller e Modigliani (1961), o impacto da política de dividendos de uma empresa sobre o preço atual de suas ações é um assunto de grande relevância, não somente para os gestores que definem a política, mas também para os investidores que buscam um portfólio ótimo de ativos e para os agentes do mercado financeiro que buscam entender e avaliar o funcionamento do mercado de capitais. Os autores, assim, definem a política de dividendos, como a forma com a qual os lucros apurados pelo bom desempenho da organização serão devolvidos aos seus acionistas sob a forma de dividendos. Considerando que o pagamento de dividendos pode reduzir o capital interno da empresa, exigindo um maior financiamento externo, torna-se crucial a definição de uma política de dividendos que mantenha o crescimento da companhia sustentável. Neste contexto, segundo Kim, Jung e Cho (2021), duas visões acerca da assimetria informacional sobre a política de dividendos surgem: a teoria da sinalização, fundamentada pela assimetria de informações, que incentivam as empresas a aumentarem seus dividendos para reduzir a assimetria informacional entre os agentes do mercado; e a teoria de *pecking order* indicando que as empresas com elevada assimetria podem ter maiores dificuldades em adquirir capital externo, levando-as a reter o capital interno ao invés de distribuir dividendos.

No mais, de acordo com Mota (2007), os administradores possuem acesso a informações do fluxo de caixa futuro da empresa que não estão disponíveis aos investidores que, por sua

vez, dependem das informações divulgadas pela empresa para analisarem seu desempenho. Nesse contexto, os dividendos transmitem ao mercado informações sobre a situação atual e futura da empresa, e um aumento dos dividendos pode indicar que a empresa está em uma situação financeira positiva, enquanto a redução dos dividendos pode alertar para uma situação desfavorável. Em um mercado onde a informação é crucial para a tomada de decisão, a assimetria informacional se destaca como um fator importante na relação entre empresas e seus acionistas.

Dessa forma, compreender a política de dividendos – isto é, os fatores que levam os agentes a distribuir ou reter lucros – é essencial para o crescimento econômico das empresas no mercado de capitais, considerando os impactos da assimetria informacional sobre essa política e as formas de gerar maior riqueza para os acionistas. Em seu estudo, Lintner (1956) observou que os gestores tendem a ser mais conservadores ao modificar a política de dividendos, preferindo manter uma constância para evitar uma possível reação negativa dos investidores, o que sugere uma resistência pela mudança, que não é afetada proporcionalmente pela variação dos lucros contábeis. Além disso, o autor notou que os gestores se preocupam mais com a constância histórica do pagamento de dividendos do que com a proporção dos lucros distribuídos (*payout ratio*), e destacou a relação entre a política de dividendos e o ciclo de vida das empresas, uma vez que, empresas em estágios iniciais de crescimento, tendem a pagar menos dividendos do que as empresas mais maduras. Como Viana Júnior *et al.* (2002) destacam, uma política ótima de dividendos pode ser definida pelo equilíbrio entre dividendos correntes e crescimento futuro, maximizando o preço das ações. Esse equilíbrio é importante para atender as expectativas dos investidores, uma vez que, além de gerar ganhos através de dividendos, garante recursos para o crescimento da empresa e, conseqüentemente, a valorização futura das ações.

Nesse contexto, Decourt e Procianoy (2012) analisaram como ocorre o processo decisório sobre a distribuição de lucros em empresas brasileiras listadas na B3, com o recorte temporal de novembro de 2008 a janeiro de 2009. Apontou-se como principais formas de remuneração aos acionistas, os dividendos, os juros sobre o capital próprio (JSCP) e a valorização da ação no mercado, ressaltando que a determinação dos dividendos depende da apuração do lucro líquido do exercício e da geração de caixa do período. Além disso, a pesquisa sugere que a escolha pela forma de remuneração aos acionistas afeta diretamente a política de dividendos, indicando a possibilidade de conflitos de agência entre executivos e acionistas.

Por sua vez, Martins e Famá (2012) ao realizarem uma revisão da literatura sobre a política de dividendos no Brasil, constataram que a assimetria de informação é um fator

recorrente nas pesquisas nacionais. Os autores identificaram tendências como: importância da política de dividendos no contexto do mercado brasileiro, existência do problema de agência, resultados divergentes em relação à hipótese da clientela, sinalização e influência da tributação sobre a política de dividendos, e resultados consistentes com os determinantes da política de dividendos. Outra contribuição para o tema, foi a revisão crítica da literatura realizada por Kinyua (2022), na qual analisou-se como a assimetria de informação, que pode ocorrer por meio de seleção adversa, risco moral e divulgação de resultados, impacta as decisões das empresas sobre a distribuição de dividendos. No entanto, pelos resultados encontrados, o autor concluiu que não há uma relação clara entre os fatores estudados, e sugeriu novas pesquisas que buscassem explicar a relação entre esses dois fatores.

A partir do exposto e conforme será observado nas próximas seções e ao longo deste trabalho, diversos estudos trouxeram, ao longo dos anos, contribuições importantes sobre como a assimetria informacional impacta a política de dividendos das empresas de capital aberto. Como destacam Forti, Peixoto e Alves (2015), a política de dividendos é uma das principais decisões financeiras e é fortemente influenciado pelas diferenças entre os setores de atuação. Além disso, embora muitos estudos analisem o mercado de forma geral, Chain et al. (2022) mostram que as diferenças entre setores influenciam diretamente essa relação no Brasil. Com o intuito de trazer a abordagem setorial ao tema, este estudo busca averiguar a relação entre a política de dividendos e a assimetria informacional das empresas listadas na B3, considerando o período de 2008 a 2024, trazendo uma visão tanto geral quanto setorial.

Nas seções seguintes, serão apresentadas a relevância, o problema de pesquisa, bem como o objetivo geral e os objetivos específicos do estudo. Em seguida, a revisão da literatura tratará tanto de estudos internacionais quanto nacionais sobre a assimetria de informações e sua relação com a política de dividendos. Logo em seguida, será apresentada a metodologia aplicada à pesquisa, seguida da discussão dos resultados encontrados e das conclusões finais.

1.1 Relevância do tema

Ross, Westerfield e Jafe (2015) afirmam que o pagamento de dividendos envolve uma das decisões mais importantes a serem tomadas pelos gerentes financeiros, uma vez que, afeta diretamente o valor da empresa e a riqueza dos acionistas. Os autores retratam a complexidade subjacente à política de dividendos ao destacarem diversos fatores, como a capacidade de geração de caixa, oportunidades de investimento, risco empresarial, preferência dos acionistas

e restrições legais e contratuais. Dessa forma, é crucial que a empresa considere atentamente os custos e benefícios que envolvem cada alternativa de pagamento de dividendos.

Além disso, Sobrinho, Tavares e Silva (2021) testaram a relação entre a assimetria informacional e a política de dividendos no mercado de capitais brasileiro, e os resultados indicaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a assimetria informacional e a remuneração aos acionistas, seja por meio de dividendos, JSCP ou ambos. Outro estudo que também trouxe contribuições ao tema foi o de Mota, Moura e Martins (2023), que investigou a reação do mercado ao anúncio do pagamento de dividendos e, desse modo, corroborou com a Teoria da Sinalização, reforçando a hipótese da existência de uma relação entre a assimetria informacional e a política de dividendos no contexto brasileiro. Embora tais estudos confirmem a relevância da assimetria informacional na definição da política de dividendos por meio de uma análise geral do mercado, o estudo de Chain *et al.* (2022), que examinou os determinantes da política de dividendos das empresas listadas na B3, destacou a importância de se considerar também as diferenças setoriais que influenciam essa política no Brasil.

Em termos gerais, a investigação empírica sobre a relação entre assimetria de informações e política de dividendos, constitui um campo amplo de pesquisa, que investiga como e em que medida a qualidade da informação contábil e as práticas de governança corporativa influenciam a política de dividendos das organizações. Autores como Jensen e Meckling (1976), Bhattacharya (1979), Easterbrook (1984), Miller e Rock (1985), La Porta *et al.* (2000), Deshmukh (2003), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), Zare, Moradi e Valipour (2013), Kim, Jung, Cho (2021), Kinyua (2022), Mota, Moura e Martins (2023), Al-Hiyari *et al.* (2024), entre outros, ao longo dos anos trouxeram contribuições importantes a partir de estudos que investigaram como a assimetria de informações pode impactar a política de dividendos.

No entanto, enquanto os autores destacados tem como foco principal a análise da política de dividendos sob a ótica da assimetria informacional, o presente estudo se diferencia ao investigar as diferenças setoriais percebidas nessa relação, buscando suprir uma lacuna na literatura existente, uma vez que considera o setor de atuação das empresas listadas na B3, identificando quais setores são mais ou menos afetados pela assimetria informacional em suas políticas de dividendos, fator ainda não explorado no arcabouço teórico sobre o tema. Outra contribuição relevante desta pesquisa está no suporte à tomada de decisão de investidores de longo prazo, ao evidenciar quais setores são mais sensíveis à assimetria informacional e como isso impacta a política de dividendos. Com essas informações, investidores e analistas podem aprimorar suas estratégias de alocação de recursos, priorizando empresas e segmentos com maior transparência e previsibilidade de distribuição de resultados.

Para gestores corporativos, os achados reforçam a importância de práticas de governança e divulgação de informações como instrumentos que podem influenciar positivamente a percepção do mercado e a política de dividendos. Sob a ótica dos reguladores, como a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e a B3, os resultados evidenciam a relevância de mecanismos que promovam maior transparência e qualidade informacional, reforçando a eficiência do mercado de capitais. Por fim, para a sociedade como um todo, o fortalecimento dessas práticas contribui para um ambiente de investimentos mais confiável, favorecendo a alocação eficiente de recursos.

1.2 Problema de Pesquisa

Com o intuito de analisar o impacto da assimetria informacional sobre as empresas de capital aberto listadas na B3, trata-se a seguinte questão: *a assimetria informacional existente entre gestores e investidores impacta a política de dividendos das empresas listadas na B3, tanto de forma geral quanto setorial?*

1.3 Objetivos geral e específicos

O objetivo geral deste trabalho é analisar se existe impacto da assimetria informacional sobre a política de dividendos das empresas listadas na B3, tanto de forma geral quanto setorial. Como objetivos específicos, tem-se:

- a) Identificar as principais variáveis de assimetria informacional mensuráveis e aplicáveis ao contexto do mercado de capitais brasileiro.
- b) Analisar se a assimetria informacional impacta a política de dividendos das empresas listadas na B3, de forma geral.
- c) Comparar o impacto da assimetria informacional sobre a política de dividendos dos diferentes setores de empresas listadas na B3, buscando identificar quais setores são mais ou menos impactados pela assimetria informacional em suas decisões de dividendos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Com o objetivo de compreender o impacto da assimetria de informações sobre a política de dividendos no mercado de capitais brasileiro, esta seção apresenta o referencial teórico que fundamenta o estudo, destacando as principais teorias e conceitos relacionados ao tema. O referencial teórico abordará, portanto, aspectos conceituais sobre a Política de Dividendos e suas teorias, como a Teoria da Relevância e da Irrelevância dos Dividendos, a Teoria dos Efeitos Fiscais e Tributários, a Teoria do Ciclo de Vida, a Teoria da Agência e Assimetria de Informações, o Impacto do setor sobre a política de dividendos, Teoria da Informação Assimétrica e a Sinalização.

Além disso, será apresentada nesta seção, uma revisão de estudos empíricos internacionais e nacionais, que retratam a abordagem da assimetria informacional sobre a política de dividendos, reportando os principais *papers* encontrados a partir do acesso à portais e repositórios acadêmicos, como SciELO (*Scientific Electronic Library Online*), *Web of Science*, *Google Scholar* e CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior; através da busca pelas palavras-chave “política de dividendos”, “assimetria informacional” e “Teoria da Agência”.

2.1 Aspectos Conceituais: Política de dividendos e suas Teorias

A literatura busca integrar as diferentes abordagens teóricas sobre a política de dividendos, destacando seu papel estratégico nas decisões de investimentos e sua influência sobre o valor de mercado da firma. De modo geral, a política de dividendos pode ser compreendida como o mecanismo por meio do qual as empresas definem a parcela do lucro a ser distribuída aos acionistas e a parcela a ser retida para reinvestimento. Nessa perspectiva, Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) definem a política de dividendos como o mecanismo pelo qual as empresas distribuem uma parcela de seus lucros aos acionistas, e a decisão sobre a proporção do lucro a ser distribuída impacta não apenas a remuneração dos acionistas, mas também as estratégias de investimento e financiamento da empresa, influenciando seu valor percebido e sua trajetória de crescimento. Essa decisão envolve múltiplos condicionantes, como disponibilidade de caixa, estágio do ciclo de vida da empresa e rentabilidade do negócio. Em geral, empresas em fase de crescimento, com maior necessidade de recursos para financiar projetos de expansão, tendem a distribuir menos dividendos, enquanto empresas maduras, com fluxo de caixa mais estável, tendem a adotar políticas de distribuição mais generosas.

No campo das decisões financeiras, a política de dividendos é tradicionalmente tratada como um dos três pilares das finanças corporativas. Segundo Ambrozini e Pimenta Junior (2024), ela constitui a terceira grande decisão das finanças corporativas, juntamente com as decisões de investimento e de financiamento e envolve escolhas relativas ao reinvestimento ou devolução do lucro aos acionistas, à taxa de retenção e de distribuição, às formas de remuneração, como dividendos, JSCP e recompra de ações, e à periodicidade dos pagamentos (mensal, trimestral, semestral, anual etc.), estando essas decisões sujeitas à aprovação da estrutura de governança da empresa. Além de sua dimensão decisória, a literatura também destaca a política de dividendos como elemento diretamente relacionado aos indicadores financeiros e as estratégias corporativas. Almeida, Tavares e Pereira (2015) destacam o papel crucial dessa política nas decisões financeiras, impactando diretamente as estratégias de financiamento e investimento, sendo um fator determinante para o sucesso e a longevidade das organizações.

No que se refere às formas de operacionalização dessa política, diferentes modelos de distribuição de dividendos são discutidos na literatura. Baker e Smith (2006) analisam a complexidade da política de dividendos, mostrando que os gestores podem adotar diferentes estratégias. Na investigação de empresas que seguem uma política residual “pura”, os autores concluíram que a decisão sobre os dividendos é uma consequência direta da política de investimento, baseada no critério do Valor Presente Líquido (VPL). Nessa perspectiva, a empresa prioriza investimentos com VPL positivo e distribui aos acionistas apenas o fluxo de caixa excedente, após financiar todos os projetos considerados desejáveis. Em linha semelhante, Ross, Westerfield e Jafe (2015) apresentam três estratégias principais de distribuição de dividendos: (i) a política de dividendos constante, que oferece um fluxo previsível de rendimentos aos investidores, transmitindo uma imagem de estabilidade; (ii) a política de dividendos residual, que prioriza o reinvestimento dos lucros em projetos com VPL positivo, distribuindo apenas o remanescente; e (iii) a política de *payout* fixo, que distribui uma proporção constante dos lucros, independentemente das flutuações nos resultados, sendo mais adequada para empresas com previsibilidade de crescimento.

Apesar da existência de um amplo campo de pesquisa empírica sobre Política de Dividendos, pouco se sabe sobre como as empresas definem suas políticas, e com isso, várias teorias baseadas na imperfeição do mercado, buscam explicar o porquê as empresas pagam dividendos. Essas explicações retratam os custos de agência, a informação assimétrica e os custos de transação (Deshmukh, 2005). Na tentativa de construir um modelo que buscasse prever o comportamento dos dividendos, Lintner (1956) em seu estudo pioneiro, identificou

uma série de fatores que influenciam a política de dividendos. Entre esses fatores, destacam-se o tamanho da empresa, a flutuação das taxas, a rentabilidade do capital investido, o índice preço/lucro, a liquidez e a estabilidade dos resultados. O autor observou que, para cada fator listado, existiam pelo menos três empresas na amostra que compartilhavam a mesma característica, sugerindo uma possível relação causal entre esses fatores e a política de dividendos adotada.

No plano teórico, parte da literatura de análise de investimentos sustenta que os dividendos são determinantes no valor da ação, o que influencia na tomada de decisão dos investidores que são propensos a uma maior distribuição e contrários a uma redução. Desse modo, considera-se avaliar ações ordinárias, analisando a fração dos lucros pagos em forma de dividendos, através do índice de *payout* (Iquiapaza, Lamounier e Amaral, 2008). A literatura econômica sobre os dividendos no geral, supõe que os gestores são agentes perfeitos dos investidores e com isso buscam explicar o que motiva esses agentes a pagarem dividendos. Em contraste, abordagens baseadas em conflitos de interesse questionam a hipótese de perfeita convergência entre gestores e acionistas. A Teoria da Relevância dos Dividendos, por exemplo, parte do pressuposto de que os agentes são imperfeitos e investiga o grau de alinhamento entre interesses gerenciais e interesses dos acionistas (Iquiapaza, 2008).

Apesar dessas abordagens investigativas seguirem caminhos opostos, qualquer política de dividendos escolhida deve buscar minimizar os custos de capital, os custos de agência e de tributação, sendo os custos de agência um determinante importante da política de dividendos (Easterbrook, 1984). O autor argumenta que o pagamento de dividendos pode funcionar como um mecanismo para reduzir os conflitos de interesse entre gestores e acionistas, uma vez que, ao distribuir dividendos, os gestores reduzem o fluxo de caixa livre disponível, limitando sua capacidade de investir em projetos com VPL negativo ou de se envolver em atividades que beneficiem a si próprios em detrimento dos acionistas. Essa perspectiva reforça a ideia de que a política de dividendos não deve ser analisada isoladamente, mas sim em conjunto com outros aspectos da governança corporativa.

Bueno (2002), analisa o papel dos dividendos como uma estratégia de investimento em ações, podendo ser uma importante fonte de riqueza para os acionistas, e, portanto, devem ser considerados na tomada de decisão dos investidores. O autor utilizou dados do índice Ibovespa como referência do mercado de capitais brasileiro no período de julho de 1994 a dezembro de 1999 e para verificar a relação entre *dividend yields* e as taxas de retorno das ações, classificou os dados em três carteiras: alto *dividend yield*, baixo *dividend yield* e zero *dividend yield*. Os testes estatísticos não apontaram diferenças significativas entre as médias das taxas de retorno

das carteiras, nem entre as carteiras e o Ibovespa. Com isso, não foi possível afirmar que as ações de alto ou baixo ou zero *dividend yield* superaram a taxa de retorno do índice de mercado. Além disso, o autor conclui que não há evidências empíricas que sustentem quaisquer estratégias de investimentos com base no *yield* das ações, seja alto, baixo ou zero.

Até o final da década de 1950, a visão defendida pelos teóricos e gestores era a de que os investidores preferiam receber dividendos e, assim, as empresas poderiam aumentar ou pelo menos manter o valor de mercado das ações por meio de uma boa política de distribuições de dividendos. Essa abordagem, conhecida como tradicional, defendia que o pagamento e o aumento da distribuição de dividendos poderiam elevar o valor das empresas e de suas ações, uma vez que os investidores preferiam receber dividendos pela segurança que proporcionavam, diante da incerteza associada aos ganhos de capital (Salsa, 2009). Nesse sentido, ao considerar duas empresas com a mesma capacidade econômica e lucros equivalentes, aquela que distribuisse maior parcela dos resultados como dividendos teria cotações mais altas, reforçando a importância do pagamento de dividendos. O que justifica essa teoria é o argumento de que o valor presente dos dividendos futuros para os acionistas tende a ser superior ao dos ganhos de capital futuros (Graham; Dodd, 1951).

A decisão entre reinvestir os lucros ou distribuí-los aos acionistas impacta diretamente o retorno esperado pelos investidores e, conseqüentemente, o custo do capital próprio (Assaf Neto; Lima; Araújo, 2008). Ao reter os lucros, a empresa sinaliza expectativas de crescimento e rentabilidade futura, o que pode influenciar positivamente a valorização das ações. Por outro lado, a distribuição de dividendos representa um retorno imediato para os acionistas, afetando a disponibilidade de recursos para reinvestimento e, potencialmente, o ritmo de crescimento da empresa. Dessa forma, pode-se dizer que a política de dividendos está implicitamente relacionada ao custo de capital próprio, influenciando as decisões de investimento e financiamento das empresas no contexto do mercado brasileiro.

Forti, Peixoto e Alves (2015) analisaram os determinantes dos pagamentos de dividendos em empresas brasileiras listadas na B3 e constataram que o tamanho da empresa, a rentabilidade, o valor de mercado e o crescimento dos lucros são positivamente relacionados com a propensão a pagar dividendos. Por outro lado, empresas com alto endividamento, que investem mais em ativos fixos e que apresentam maior risco, tendem a distribuir menos dividendos. Esses resultados reforçam a ideia de que a política de dividendos sofre influência tanto da capacidade da empresa de gerar lucro quanto por sua necessidade de reter recursos para financiar o crescimento. Além disso, examinaram a influência da governança corporativa sobre os dividendos em empresas brasileiras, constatando que empresas com maior concentração de

propriedade e com CEOs que também atuam como presidentes do conselho de administração tendem a distribuir mais dividendos. Essa relação pode ser explicada pela maior capacidade dos controladores de influenciar as decisões da empresa e de alinhar a política de dividendos aos seus próprios interesses.

Já o estudo realizado por Santos e Galvão (2015), por meio de uma revisão bibliográfica, teve como objetivo revisitar as discussões sobre a política de dividendos e seus fatores determinantes, dando foco ao consenso teórico-empírico sobre o tema entre as pesquisas analisadas. Partiu-se de duas perspectivas para a realização da pesquisa, sendo a primeira em torno da relação entre o pagamento dos dividendos e o valor da empresa, e a segunda sobre os fatores determinantes na decisão de pagar dividendos. Os resultados apontaram para uma ausência de consenso entre os achados das pesquisas levantadas, em decorrência da falta de padronização das técnicas metodológicas e das variáveis estudadas, reforçando a visão dos autores sobre a necessidade do amadurecimento de técnicas metodológicas e da continuidade das pesquisas sobre o assunto.

Nas seções a seguir, aprofunda-se a discussão sobre política de dividendos, explorando diferentes perspectivas teóricas de autores que trouxeram importantes contribuições acadêmicas sobre o tema. Serão retratadas as principais teorias desenvolvidas no decorrer dos anos, que buscam explicar o comportamento da política de dividendos nos mercados de capitais nacional e internacional, contextualizando sua evolução.

2.1.1 Teoria da Relevância e Irrelevância dos Dividendos

Gordon (1959), um dos principais proponentes da relevância dos dividendos, argumentava que os investidores não se preocupam apenas com o valor atual da ação, mas também com o fluxo futuro de dividendos que esperam receber. Para ele, o crescimento dos dividendos em si é mais relevante do que a taxa de crescimento, uma vez que, mesmo com uma taxa de crescimento acelerada partindo de um crescimento menor, o investidor poderá demorar mais para ter o retorno, e mesmo assim, esses dividendos futuros seriam descontados a uma taxa maior, diminuindo seu valor presente. Em outras palavras, quanto maior a incerteza associada aos dividendos futuros, e quanto maior o tempo, maior será o desconto aplicado pelos investidores que preferem um fluxo de caixa mais imediato e previsível, mesmo que menor.

A preferência por dividendos presentes e estáveis é corroborada pelo estudo de Lintner (1956), que observou através de entrevistas com gestores de diversas empresas, uma forte tendência à estabilidade na política de dividendos. Segundo o autor, o mercado tende a

recompensar as empresas que mantêm uma política estável de dividendos, seja mantendo o valor nominal dos dividendos distribuídos por ação ou apresentando um crescimento gradual e constante ao longo do tempo. Os gestores, cientes dessa preferência do mercado, buscam evitar mudanças abruptas nos dividendos, que poderiam ser interpretadas negativamente pelos investidores. Sendo assim, qualquer alteração na política de dividendos deve ser bem justificada, tanto para os administradores, quanto para os acionistas e para o mercado em geral, refletindo uma mudança consistente na capacidade da empresa de gerar lucro e fluxo de caixa. Logo, a maioria dos executivos e diretores reconhecem que os acionistas preferem receber lucros em forma de dividendos, evidenciando a relação direta que existe entre a política de dividendos de uma empresa e a valorização do preço de suas ações, esta hipótese foi originada pelos estudos de Lintner (1956) e Gordon (1959) e é conhecida como a “Teoria do Pássaro-na-mão”. Salsa (2009) descreve os seguintes argumentos que reforçam essa teoria: (i) a decisão pela distribuição de resultados no presente pode influenciar a remuneração aos acionistas no futuro, uma vez que, do ponto de vista dos acionistas, os dividendos no futuro são mais arriscados do que as distribuições presentes; e (ii) os dividendos são considerados como uma fonte de retorno mais segura do que os ganhos de capital. A Teoria do Pássaro-na-mão enfatiza, portanto, a importância da previsibilidade e da segurança na remuneração dos acionistas, aspectos que seriam mais bem atendidos por uma política de dividendos estável e consistente.

Na pesquisa de Ferreira Júnior *et al.* (2010), os fatores determinantes da política de dividendos em empresas brasileiras listadas na B3 foram investigados, buscando evidências que corroborassem com a Teoria da Relevância dos Dividendos. Os autores analisaram a relação entre o índice *payout* e *dividend yield* e outras variáveis, e os resultados indicaram uma relação positiva e significativa entre o índice de pagamento de dividendos e a liquidez corrente, sugerindo que empresas com maior disponibilidade de recursos tendem a distribuir mais dividendos. Dessa forma, a pesquisa oferece suporte à Teoria da Relevância dos Dividendos no contexto brasileiro, demonstrando que a política de dividendos sofre influência de fatores financeiros da empresa, como a liquidez e a estrutura de capital.

Apesar da forte defesa da relevância dos dividendos por autores como Gordon (1959) e Lintner (1956), essa perspectiva foi contestada na década de 1960 com o surgimento da Teoria da Irrelevância dos Dividendos, proposta por Miller e Modigliani (1961), que contradiz a ideia tradicional de que a política de dividendos de uma empresa afeta diretamente seu valor de mercado. Essa teoria, construída sob a hipótese de “mercados de capital perfeitos”, diz que nenhum comprador ou vendedor de títulos possui influência relevante para que suas transações tragam impacto significativo sobre o preço vigente das ações, ou seja, o valor da empresa é

determinado unicamente por sua capacidade de gerar lucros futuros, independentemente de como esses lucros são distribuídos entre dividendos e reinvestimento. Todos os negociantes possuem acesso às mesmas informações sobre a decisão do preço e demais características das ações; não há custos de transação na compra, venda ou emissão dos títulos; e não há diferenças de tributação entre lucros distribuídos e não distribuídos, ou entre dividendos e ganhos de capital. Além disso, em um “comportamento racional”, os investidores sempre irão preferir maiores ganhos, mesmo que esse incremento venha sob a forma de dividendos ou a partir de um aumento no valor de mercado de suas ações. E em um cenário perfeito, o investidor teria a garantia de recebimento dos lucros futuros (Miller; Modigliani, 1961). Sendo assim, segundo a abordagem de dos autores, os dividendos pagos por uma empresa não irão afetar nem o valor de suas ações nem o retorno aos seus acionistas e quanto maior o dividendo a ser pago, menor será o capital a ser recebido pelo investidor, não importando quais decisões serão tomadas pelos gestores, ou seja, o dividendo pago não influencia as decisões da empresa.

Zanon, Araújo e Nunes (2017) abordam a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, que tem como premissa central, que o valor da empresa advém de sua capacidade de gerar lucros por meio de seus investimentos, sendo a forma como esses lucros são distribuídos, seja através de dividendos ou reinvestimentos, irrelevante para o investidor. Os autores explicam ainda que, diante desse cenário, o investidor pode construir seu próprio fluxo de caixa desejado, vendendo ações para obter recursos imediatos, caso a empresa retenha os lucros; ou recomprando ações com os dividendos recebidos, se a empresa optar por distribuí-los. Dessa forma, a política de dividendos torna-se neutra em relação ao valor da empresa, tendo o investidor a possibilidade de negociar livremente suas ações.

Entretanto, em mercados imperfeitos – caracterizados por problemas de agência, assimetria de informações, com custos de transação, corretagem e com diferenças na tributação sobre dividendos e ganhos de capital – a hipótese de irrelevância dos dividendos proposta por Miller e Modigliani pode ser refutada, abrindo espaço para a discussão gerencial sobre o montante de lucros a ser distribuído na forma de dividendos (Lease *et al.*, 2000). Ao concluírem a discussão sobre a política de dividendos, Miller e Modigliani (1961) afirmam que, em um cenário de incerteza, a interpretação da hipótese de irrelevância pode ser equivocada. Isso ocorre porque mudanças na taxa de dividendos costumam ser acompanhadas por variações no preço de mercado das ações, sem que esse fenômeno seja incompatível com a teoria. Para os autores, esse movimento pode refletir o efeito informacional dos dividendos: quando a empresa mantém sua política de distribuição estável, uma alteração na taxa tende a ser interpretada pelos

investidores como um sinal de mudança nas expectativas da administração quanto aos lucros futuros.

Zanon, Araújo e Nunes (2017) também retratam as limitações da Teoria da Irrelevância dos Dividendos ao reconhecerem a discrepância entre o mercado perfeito e as condições reais de mercado. A existência de imperfeições como impostos, custos de transação e assimetria de informação, trazem questionamentos sobre a premissa da irrelevância. Especificamente, a tributação diferenciada entre dividendos e ganhos de capital, a existência de custos para a compra e venda de ações e a possibilidade de gestores possuírem informações privilegiadas sobre o futuro da empresa, distorcem a neutralidade da política de dividendos. Nesses casos, a decisão de distribuir ou reter lucros passa a ter implicações para o valor da empresa, influenciando as decisões dos investidores e, conseqüentemente, o preço das ações. Os autores, portanto, sugerem que a validade da Teoria da Irrelevância dos Dividendos seja condicionada à inexistência dessas imperfeições, ressaltando a importância de considerá-las ao analisar a relação entre a política de dividendos e o valor de mercado.

Black (1976) levanta questionamentos relevantes sobre os fatores que levam as empresas a pagar dividendos e sobre como a política de distribuição influencia as decisões de investimento dos acionistas. Os dividendos podem representar uma das principais formas de remuneração dos investidores que assumem riscos ao compor seus portfólios. Por outro lado, empresas que não distribuem dividendos também podem sinalizar confiança ao mercado, ao direcionar recursos para oportunidades de investimento mais rentáveis, capazes de elevar o valor das ações e gerar vantagens fiscais. Caso o teorema de Miller e Modigliani (1961) esteja correto, a empresa que distribui metade de seus lucros regulares, sob a forma de dividendos, terá o mesmo valor que uma empresa que não paga. No mais, há outras formas de recompensas aos acionistas que não envolvem diretamente o pagamento de dividendos, como a recompra de ações, por exemplo. Black (1976) conclui que, embora a Teoria da Irrelevância dos Dividendos ofereça um importante arcabouço teórico, sua aplicabilidade no mundo real é limitada pelas imperfeições do mercado. A decisão ótima de dividendos, portanto, depende de uma análise específica de cada empresa e de seu contexto, considerando fatores como a estrutura de capital, oportunidades de investimento e as preferências de seus investidores.

O estudo realizado por Zanon, Araújo e Nunes (2017) ainda investigou a influência da política de distribuição de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras listadas na B3, especificamente as que compõem o Ibovespa e o Novo Mercado. Este recorte se justifica, pois, estas empresas possuem maior liquidez e representatividade do mercado acionário brasileiro, além de aderirem a práticas de governança corporativa mais rigorosas estabelecidas

paras empresas do Novo Mercado, minimizando potenciais conflitos de agência relacionados à política de dividendos. O período de análise foi de 2000 a 2017 e por meio de uma regressão com dados em painel, cuja variável dependente foi o *market-to-book* (que representa a relação entre o valor de mercado e o valor contábil da empresa). A variável independente de interesse foi o *payout*, definido como a proporção dos lucros distribuída como dividendos. Além disso, foram incluídas variáveis de controle, como lucro por ação, retorno sobre o patrimônio líquido, tamanho da empresa e alavancagem. Os resultados corroboraram a hipótese da irrelevância dos dividendos, mostrando que não havia uma relação estatisticamente significativa entre o nível de distribuição de lucros e o valor de mercado das empresas analisadas, concluindo que a decisão de pagar mais ou menos dividendos não influencia no nível do *market-to-book*.

Belli, Oliveira e Oliveira (2024), também analisaram a temática por meio de um estudo econométrico. A pesquisa, cuja amostra compreendeu 288 empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2018, através do modelo de regressão logística, testou as hipóteses de que empresas que distribuem dividendos cria valor ao longo prazo, ou o pagamento de dividendo é irrelevante para a criação de valor das empresas. Demais variáveis de controle também foram incluídas, como tamanho da empresa, liquidez corrente, giro do ativo, endividamento e retorno sobre o investimento. Os resultados encontrados corroboraram com a teoria de Modigliani e Miller (1961), uma vez que, o pagamento de dividendos não se mostrou significativamente relacionado à criação de valor nas empresas analisadas, no entanto, o retorno sobre o investimento (ROI) teve um impacto positivo e significativo na criação de valor.

2.1.2 Teoria dos Efeitos fiscais e tributários

As premissas da Teoria da Irrelevância dos dividendos começaram a ser contestadas à medida que a literatura passou a considerar as imperfeições de mercado, como custos de transação, assimetrias informacionais e os efeitos da tributação. Nesse contexto, contribuições como a da Teoria dos Efeitos Fiscais e Tributários, surgem para sustentar a ideia de que a estrutura tributária de uma empresa, pode afetar suas decisões de distribuições de lucros. La Porta *et al.* (2000) destacam como a questão tributária é amplamente discutida nos Estados Unidos, onde a carga tributária incidente sobre os proventos é maior do que sobre os ganhos de capital, gerando ainda mais dificuldade para explicar a política de dividendos das empresas. A visão tradicional da teoria dos efeitos fiscais e tributários reforça essa dificuldade, argumentando que a alta tributação dos dividendos, tanto em nível corporativo quanto pessoal, cria um desincentivo significativo para as empresas distribuírem lucros na forma de dividendos.

Essa perspectiva sugere que, em um cenário de alta tributação, as empresas tenderiam a reter os lucros, em vez de distribuí-los aos acionistas, buscando minimizar o impacto fiscal. Essa preferência pela retenção de lucros em relação a distribuição de dividendos é vista como uma estratégia de maximização da riqueza para os acionistas, dado o contexto tributário desfavorável aos dividendos.

Stiglitz (1983), ao discutir a Teoria dos Efeitos Fiscais no contexto da tributação dos ganhos de capital, argumenta que a decisão dos investidores entre receber dividendos ou obter ganhos de capital não depende apenas da rentabilidade dos investimentos, mas também da carga tributária incidente sobre cada modalidade de remuneração. Quando a tributação sobre dividendos é superior à aplicada aos ganhos de capital, a distribuição pode reduzir o valor da empresa. Nesse contexto, a retenção de lucros e a remuneração dos acionistas por meio de ganhos de capital — tributados a uma alíquota menor ou diferidos no tempo — tendem a constituir alternativa mais vantajosa. Esse aspecto da Teoria dos Efeitos Fiscais ressalta a importância de se considerar o impacto tributário não apenas no curto prazo, mas também a médio e longo prazo. Buscando estratégias que procuram minimizar a carga tributária, o código tributário americano torna ainda mais complexa a análise dos efeitos da tributação sobre os ganhos de capital, uma vez que considera não apenas as alíquotas nominais, mas também as regras específicas de cada instrumento financeiro e das particularidades de cada investidor. Já no Brasil, a última mudança realizada na legislação tributária sobre a distribuição de dividendos e ganhos de capital determinou que após 1996 os dividendos distribuídos teriam alíquotas menores do que os ganhos de capital, trazendo impactos sobre sua política de dividendos, conforme o art. 9º da Lei nº 9.249/1995 (Iquiapaza; Lamounier; Amaral, 2008).

Segundo Pinheiro (2001), ao adquirir uma ação, o investidor espera sua valorização, de modo a poder vendê-la futuramente por um preço superior ao de aquisição. Esse lucro, obtido com a diferença entre o valor de aquisição da ação e o valor de sua venda, é denominado ganho de capital, sendo essa operação tributada no Brasil à alíquota de 15%. Em 1995, os JSCP foram incorporados à legislação tributária brasileira como uma alternativa de remuneração aos acionistas. A partir disso, o termo proventos passou a designar a remuneração direta paga aos acionistas, seja por meio de dividendos, seja por meio de JSCP. Essa remuneração, limitada à taxa de juros de longo prazo, é reconhecida como despesa financeira e pode chegar até 50% do lucro líquido, sendo dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda e contribuição social devidos pela empresa. Dessa forma, pode-se afirmar que, para a empresa, tende a ser mais vantajoso remunerar seus acionistas por meio de JSCP do que via dividendos, em razão do

benefício tributário associado à dedutibilidade dessa despesa (Iquiapaza; Lamounier; Amaral, 2008).

Contudo, com as alterações recentes introduzidas pela Lei nº 15.270/2025, esse cenário passa a incorporar novos elementos. Enquanto os dividendos deixam de ser integralmente isentos, passando a sofrer incidência de imposto de renda sobre valores mais elevados, os JSCP permanecem sujeitos à tributação na fonte. Essa mudança altera o trade-off para o investidor, que passa a avaliar não apenas a isenção parcial dos dividendos, mas também a incidência tributária comparativa entre os diferentes instrumentos de remuneração.

Segundo Loss e Sarlo Neto (2003), enquanto a teoria do “pássaro na mão” prioriza o recebimento imediato de recursos pelos acionistas, a Teoria dos Efeitos Fiscais destaca o impacto negativo da tributação sobre os dividendos na riqueza total do acionista, uma vez que, em um cenário de maior tributação sobre os dividendos, um maior nível de *payout*, acarretará uma menor valorização da ação, refutando a ideia de que, quanto maiores os dividendos, mais seguros estarão os acionistas. Além disso, a chamada “Teoria dos Efeitos Fiscais” entra em controvérsia com a “Teoria da Irrelevância dos Dividendos”, proposta por Miller e Modigliani (1961). Ao partirem do pressuposto de mercados perfeitos, os autores tratam a tributação como uma imperfeição de mercado e, portanto, um fator que deve ser abstraído da análise – o que contrasta diretamente com a abordagem que atribui aos impostos papel central nas decisões sobre distribuição de dividendos.

Em mercados nos quais há diferenças entre a tributação incidente sobre dividendos e sobre ganhos de capital, o chamado efeito clientela sustenta que os investidores tendem a buscar a alocação de recursos que maximize o retorno líquido após impostos. Assim, quando a carga tributária sobre dividendos é superior àquela aplicada aos ganhos de capital, os investidores tendem a preferir empresas que adotem políticas de menor distribuição de dividendos (Zanon, Araújo e Nunes, 2017). No mesmo sentido, Elton e Gruber (1970) argumentam que quando os dividendos são mais tributados que os ganhos de capital, surge um impacto direto sobre a riqueza dos acionistas em comparação ao valor das ações, caracterizando o efeito tributário.

Procianoy e Verdi (2003) investigaram a influência do efeito clientela no mercado de capitais brasileiro ao examinar o comportamento dos preços das ações nas datas de pagamento de dividendos. O estudo analisou dados de 192 empresas listadas na B3 entre 1989 e 1993 – período marcado por mudanças relevantes na tributação de dividendos e de ganhos de capital – e aplicou a metodologia proposta por Elton e Gruber (1970), segundo a qual o ajuste no preço da ação na data ex-dividendo tende a refletir a diferença entre o valor do dividendo distribuído e o imposto incidente para o investidor. Por meio de estudo de eventos, testou-se a existência

de retornos anormais, calculando os retornos anormais acumulados (CARs). Os resultados encontrados corroboraram com a hipótese de existência do efeito clientela no mercado brasileiro ao apontarem que as ações negociadas com direito ao recebimento de dividendos apresentaram retorno anormal positivo na data ex, indicando que os investidores atribuíam um valor maior ao recebimento de dividendos. Além disso, o nível do retorno anormal variou conforme a classe das ações e o setor da economia, reforçando a existência de diferentes grupos de investidores com preferências distintas em relação à tributação de dividendos e ganhos de capital.

Já Brito, Lima e Silva (2009) averiguaram se o crescimento da remuneração direta aos acionistas no Brasil se deve a fatores como as características das empresas ou as mudanças na estrutura tributária. A pesquisa analisou dados de 245 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, no período entre 1990 e 2003. Além disso, os autores analisaram os indicadores de lucratividade, investimentos, valor da firma, tamanho, endividamento, distribuição de lucros e JSCP. Foram realizadas regressões através do modelo logit para verificar a influência das características das empresas e da estrutura tributária sobre o pagamento de proventos. Constatou-se que as empresas que distribuíram lucros, através de dividendos ou JSCP foram mais lucrativas, com maior valor de mercado e menores níveis de endividamento. No entanto, essas características não apresentaram mudanças significativas ao longo dos anos, concluindo-se que não influenciam o aumento da remuneração direta ao acionista. Os resultados também mostraram que a maior probabilidade de as empresas distribuírem lucros aos acionistas está associada a uma menor tributação e que a redução das alíquotas de impostos sobre a remuneração direta aos acionistas no Brasil intensificou o uso desse método.

Por sua vez Procianny e Verdi (2009) analisaram o efeito clientela e a hipótese da sinalização no mercado de capitais brasileiro entre 1996 e 2000, observando a variação da tributação sobre os dividendos e os ganhos de capital, bem como o comportamento do preço das ações em torno da data ex-dividendos. Através de uma amostra de 394 ações de empresas listadas na B3, foi aplicado o modelo de Elton e Gruber (1970) para o cálculo do preço teórico da ação no primeiro dia ex-dividendos, considerando os diferentes regimes de tributação. Além disso, foram realizadas regressões múltiplas para identificar quais variáveis, como *yield*, tamanho da empresa e lucratividade, seriam determinantes sobre a política de dividendos. Os resultados mostraram que, em 39% dos casos, o preço da ação no primeiro dia ex-dividendo foi superior ao do último dia *cum-dividend*. Além disso, observou-se que os resultados não se mostraram consistentes com a hipótese de clientela, uma vez que os preços das ações se mostraram maior do que o esperado mesmo para os dividendos pré-anunciados. Em

contrapartida, os resultados encontrados foram consistentes à hipótese de sinalização, ao verificarem um volume de contratos positivamente anormal em torno da data não antecipada de dividendo.

Dando ênfase à alteração na legislação fiscal brasileira ocorrida em 1996, quando a taxa sobre os dividendos foi eliminada e os JSCP foram instituídos no Brasil, os autores Paiva e Lima (2002) investigaram a influência da tributação e dos JSCP na política de dividendos das companhias brasileiras, partindo da hipótese de que a mudança tributária intensificou tanto a distribuição de lucros quanto a remuneração aos acionistas sob a forma de JSCP frente à redução da carga tributária aos investidores e às empresas. Através dos dados de 71 empresas listadas na B3 no período de 1995 a 1998 que atenderam aos critérios de seleção, como a disponibilidade de informações contábeis e fiscais, os autores aplicaram testes estatísticos paramétricos e não paramétricos para comparar a política de dividendos nos períodos antes e depois da mudança na legislação. Os resultados não sustentaram a hipótese de que a isenção tributária dos dividendos aumentaria o índice de *payout*. No então, ao analisarem o comportamento dos JSCP, percebeu-se que essa forma de remuneração aos acionistas tem se intensificado ao longo dos anos, acompanhada de uma tendência no aumento do *payout* e do valor dos dividendos.

Ainda como uma evolução da teoria dos Efeitos fiscais e tributários, surge a teoria do ciclo de vida, que buscou incorporar o nível de maturidade da empresa na equação de distribuição de dividendos. Essa discussão é apresentada no tópico seguinte.

2.1.3 Teoria do Ciclo de Vida

Buscando compreender as diferentes decisões de *payout* ao longo do tempo, a Teoria do Ciclo de Vida das empresas surge como uma abordagem para explicar a política de dividendos, relacionando o estágio de desenvolvimento da empresa com sua capacidade para distribuir lucros. Nesse contexto, Senchack Jr. e Lee (1980) descrevem a Teoria do Ciclo de Vida através de três estágios: (i) fase inicial – marcada por rápido crescimento e atrativas oportunidades de investimento, na qual a empresa apresenta baixo custo de capital próprio interno e tende a reter a maior parte dos lucros para financiar o crescimento, pagando pouco ou nenhum dividendo; (ii) fase de crescimento estável – na qual, à medida em que a empresa atinge a maturidade, o crescimento vai desacelerando e, com o aumento no custo de capital próprio interno em relação ao retorno sobre o investimento, passa a ser necessário o financiamento externo mesmo que em menor escala, assim, a empresa começa a pagar dividendos, mas ainda retém parte significativa

dos lucros; e (iii) fase em que o crescimento da empresa diminui ou se torna negativo – há redução no investimento e o custo de capital próprio interno excede o retorno sobre o investimento, o financiamento externo é evitado e, com isso, a empresa paga a maior parte dos lucros através de dividendos. Dessa forma, a Teoria do Ciclo de Vida oferece uma perspectiva dinâmica da política de dividendos, vinculando as decisões de *payout* às oportunidades de investimento e ao custo de capital ao longo das diferentes fases de desenvolvimento da empresa.

Para Miller e Friesen (1984), as empresas atravessam diferentes fases de desenvolvimento ao longo de seu ciclo de vida, cada uma marcada por características e necessidades organizacionais específicas. Os autores defendem que identificar corretamente a fase em que a organização se encontra é fundamental para compreender suas demandas e orientar a formulação de estratégias. A análise de cada etapa do ciclo de vida organizacional requer a consideração conjunta de fatores internos e externos, como a estrutura organizacional, os processos decisórios, as estratégias adotadas e o contexto ambiental em que a empresa está inserida. Além disso, a progressão entre as fases não é precisamente definida, uma vez que, enquanto a maturidade pode representar declínio para algumas organizações, para outras pode configurar um momento de renovação ou mesmo de retomada do crescimento.

Neste contexto, Salsa (2009) investigou a influência do ciclo de vida empresarial e de diversos determinantes financeiros na política de dividendos das empresas, retratando que a distribuição dos dividendos constitui uma decisão financeira fundamental, ligada às políticas de investimento e financiamento, sendo objeto de estudo de teorias como a da agência, da informação assimétrica, dos sinais e dos efeitos fiscais. O estudo testou a hipótese de que empresas em diferentes estágios do ciclo de vida apresentariam políticas de dividendos distintas, analisando especificamente se as empresas em fase de maturidade distribuiriam maiores dividendos. A pesquisa empírica, conduzida com empresas de seis países europeus (Alemanha, Dinamarca, Finlândia, Itália, Reino Unido e Suécia), investigou a relevância de determinantes financeiros, como rentabilidade, tamanho, risco, número de investidores, dentre outros. Os resultados refutaram a hipótese central relacionada ao ciclo de vida, demonstrando que a maturidade empresarial não incorre necessariamente em maiores dividendos. No entanto, foi confirmada a influência de outros determinantes financeiros sobre o nível de dividendos, identificando semelhanças e diferenças entre os países analisados quanto ao padrão de distribuição dos dividendos e seus determinantes.

2.1.4 Impacto do setor na Política de Dividendos

Ao investigar os fatores que afetam as decisões das empresas sobre sua distribuição de lucros, cabe compreender de que forma o setor de atuação ao qual essa empresa pertence pode influenciar sua política de dividendos. Forti, Peixoto e Alves (2015) apontam que a política de dividendos difere significativamente entre empresas e setores e, junto com as políticas de investimento e financiamento, configura uma das três áreas mais importantes no que se refere ao processo de tomada de decisões nas finanças corporativas. No estudo desenvolvido por Fonteles *et al.* (2012) sobre as empresas participantes do Índice de Dividendos (IDIV), identificou-se que o setor de atuação é um dos principais fatores capazes de explicar uma política de dividendos mais elevada, com destaque para o setor de utilidade pública, no qual as empresas distribuidoras de energia elétrica estiveram entre as que mais distribuíram dividendos no período analisado. Ainda, Lintner (1956) considera que a perspectiva de crescimento do setor de atuação em conjunto com a perspectiva de crescimento e lucratividade da própria empresa são fatores importantes na definição da política de dividendos.

Segundo Decourt e Procionoy (2012), o setor de atuação também deve ser considerado como um influenciador na percepção dos gestores quanto à sua política de dividendos, uma vez que diferentes setores apresentam características distintas, como o próprio perfil do acionista, as oportunidades de investimento, o nível de risco, o custo de capital, entre outros fatores relevantes. Embora o estudo de La Porta *et al.* (2000) não se baseie diretamente em uma análise setorial, os autores utilizaram indicadores ajustados por setor para capturar diferenças estruturais que poderiam distorcer os resultados, reconhecendo que diferentes setores podem apresentar distintos padrões de crescimento e maturidade, o que influencia as decisões relacionadas à política de dividendos.

Analisando os determinantes da política de dividendos no mercado acionário brasileiro, Chain e Januzzi (2022) também encontraram resultados conclusivos ao considerarem o setor de atuação em suas análises. Nas estimações realizadas de forma setorial, observou-se que variáveis como tamanho, concentração acionária e características macroeconômicas foram mais relevantes. Além disso, outros fatores analisados, como endividamento, rentabilidade, liquidez e governança corporativa, apresentaram relações distintas que variaram entre os setores analisados, reforçando que cada setor possui diferenças em relação à necessidade de financiamento, à estrutura de capital e ao endividamento, além de outros aspectos que interferem de forma direta sobre a política de dividendos.

Ao aplicar a Teoria da Relevância dos Dividendos ao contexto brasileiro, Viana Junior *et al.* (2017) investigaram a relação entre a política de dividendos e o valor de mercado das empresas listadas na B3. Embora os resultados iniciais não tenham demonstrado uma relação significativa entre o índice de *payout* e o valor de mercado de todas as empresas da amostra, a análise setorial revelou resultados consistentes. Ao segmentar a amostra por setores econômicos, o estudo evidenciou uma relação positiva e significativa entre o *payout* e o valor de mercado em setores específicos, como o setor de Utilidade Pública e o setor de Consumo Não Cíclico. Isso sugere que a relevância dos dividendos pode variar de acordo com as características do setor em que a empresa opera. No setor de Utilidade Pública, por exemplo, a regulação governamental e a relativa estabilidade dos lucros podem tornar os dividendos um sinal mais confiável de desempenho da empresa. Já no setor de Consumo Não Cíclico, a demanda consistente por produtos e serviços pode proporcionar maior previsibilidade dos fluxos de caixa e, conseqüentemente, maior capacidade de manutenção de uma política estável de distribuição de dividendos. Esses resultados reforçam a ideia de que a relevância dos dividendos é um fator que deve ser analisado considerando as particularidades de cada empresa e do seu contexto de atuação. A complexidade da relação entre dividendos e valor de mercado ressalta a importância de se considerar fatores específicos de cada setor e empresa, para além das variáveis financeiras tradicionalmente utilizadas em estudos sobre o tema.

Sousa da Silva *et al.* (2017) também incluíram em sua pesquisa a análise setorial para investigar a relação entre governança corporativa e política de dividendos. Os resultados da pesquisa revelaram que setores como telecomunicações, bens industriais, consumo cíclico e construção e transporte, estão relacionados a um determinado nível de reputação e/ou distribuição de lucro, o que sugere que o setor pode ser um fator relevante que influencia a relação entre a política de dividendos e a percepção de valor pelos stakeholders. Esses achados reforçam a visão de Silva (2004), que enfatiza a importância de incorporar, aos modelos de análise, variáveis setoriais capazes de controlar as características específicas de cada segmento da economia. Isso se justifica pelo fato de que diferentes setores industriais podem apresentar estágios distintos de maturidade e crescimento, além de particularidades que influenciam significativamente fatores como a avaliação das empresas, a estrutura de capital e as políticas de dividendos.

Segundo Azevedo (2025), a política de dividendos pode impactar positivamente o mercado ao contribuir para a redução da volatilidade das ações e, conseqüentemente, para o aumento da estabilidade e da confiança por parte das empresas, especialmente em períodos de crise. No entanto, o contexto econômico e o setor de atuação ao qual a empresa pertence

exercem influência significativa, de modo que a relação entre dividendos e desempenho financeiro da organização nem sempre é direta.

2.2. Assimetria de informações e suas teorias

A assimetria de informações é um dos principais fatores que explicam as ineficiências observadas nos mercados financeiros. De acordo com Belo e Brasil (2006), esse conceito descreve situações em que determinados agentes econômicos dispõem de mais informações do que outros, como ocorre, por exemplo, quando um tomador de empréstimo conhece sua própria capacidade de pagamento muito melhor do que a parte que concede o crédito. Conseqüentemente, a assimetria informacional gera problemas como a seleção adversa, na qual a parte com menor nível de informação tende a escolher alternativas menos favoráveis em razão da insuficiência de conhecimento; e o risco moral, em que o agente mais bem informado pode adotar comportamentos imprudentes, assumindo riscos excessivos ao transferir, total ou parcialmente, os custos potenciais para a outra parte envolvida. No contexto do mercado de capitais, essa assimetria pode levar a decisões de investimento distorcidas e ineficientes, comprometendo a alocação ótima de recursos. Considera-se um mercado eficiente, quando não há assimetria informacional entre os agentes. Nesse cenário, os investidores possuem informações suficientes para a tomada de decisões, e conseqüentemente, os ativos são precificados corretamente.

A importância do tema ganhou destaque na década de 1980, quando o autor Baskin (1988) buscou investigar as falhas de mercado relacionadas à informação. A discrepância de informações entre gestores e investidores, quando os dados contábeis ainda não eram divulgados publicamente ou de forma confiável, abriu portas para a análise dos impactos da assimetria de informação sobre as diversas práticas financeiras (Baskin, 1988). Dessa forma, a assimetria informacional – quando alguns têm acesso privilegiado a dados relevantes para decisões, em relação a outros – limitou a utilização dos mercados financeiros. Além disso, a demanda por grandes volumes de capital para financiar empreendimentos de grande porte levou à dissociação entre a propriedade e o controle das empresas, originando os chamados problemas de agência. Para captar recursos de investidores de diferentes regiões, tornou-se essencial reduzir o risco de seleção adversa, protegendo os investidores menos informados de potenciais desvantagens nas negociações. Portanto, o estudo de Baskin (1988) utiliza uma abordagem histórica para analisar a evolução das práticas financeiras e a forma como as instituições se adaptaram para reduzir os problemas causados pela assimetria de informação.

2.2.1 Teoria da Agência

Desenvolvida inicialmente por Jensen e Meckling (1976), a Teoria da Agência introduz a ideia de que os dividendos podem ser utilizados como mecanismo de mitigação de conflitos entre acionistas e gestores, reduzindo os custos de monitoramento e alinhando interesses em situações caracterizadas por assimetria de informações. Segundo os autores, a teoria da agência retrata a relação estabelecida por meio de contrato, onde o principal contrata o agente para gerir a empresa e tomar as decisões que atendam a seus interesses. Porém, não é possível garantir que o agente sempre tomará decisões ótimas do ponto de vista do principal, o que gera custos de monitoramento devido a possíveis divergências entre as ações do agente e os interesses do principal. Esses custos, conhecidos como “custos de agência”, incluem as despesas de monitoramento do principal, despesas de garantia do agente e a perda residual.

Easterbrook (1984) ao discutir a teoria da agência no contexto dos dividendos, destaca que os custos de agência se manifestam em duas dimensões principais: os custos de monitoramento das ações dos gestores e os custos associados à aversão ao risco por eles demonstrada. O autor ressalta que a remuneração dos gestores está fortemente vinculada à performance e ao valor da empresa, o que tende a induzi-los à adoção de decisões mais conservadoras, como forma de evitar riscos. Essa postura, contudo, pode entrar em conflito com os interesses dos acionistas, que, em geral, apresentam maior tolerância ao risco na busca por retornos mais elevados. O autor ainda sugere que a política de distribuição de dividendos pode influenciar essa dinâmica, uma vez que, ao destinar uma parcela maior dos lucros aos acionistas, a empresa reduz o volume de recursos retidos e limita a capacidade dos gestores de investir em projetos mais arriscados. Com isso, diminui-se sua exposição ao risco e a possibilidade de perdas significativas que poderiam afetar sua remuneração atrelada ao desempenho. Essa restrição imposta pela política de dividendos, embora atenda à preferência dos gestores por menor risco, pode prejudicar o crescimento da empresa no longo prazo e, conseqüentemente, os retornos potenciais dos acionistas.

Dessa forma, é possível perceber diferenças entre os perfis de risco do agente e do principal. Enquanto os agentes tendem a ser menos tolerantes ao risco e, conseqüentemente, adotam decisões mais conservadoras, o principal costuma ser mais propenso a assumir riscos em suas escolhas. Por isso, os agentes tendem a concentrar suas ações em resultados de curto prazo, mesmo que isso implique renunciar a investimentos com maior potencial de retorno, porém mais arriscados e cujos resultados se materializam apenas no longo prazo. Assim, a assimetria de informação e os diferentes horizontes temporais reforçam a importância de

mecanismos de governança corporativa, como a política de dividendos, para alinhar os interesses de principais e agentes e mitigar os custos de agência (Iquiapaza; Lamounier; Amaral, 2008).

Com o objetivo de evidenciar a política de dividendos como um mecanismo de sinalização da rentabilidade futura dos investimentos, Bhattacharya (1979) propôs um modelo teórico, partindo do pressuposto de que os ativos das empresas geram um fluxo de caixa contínuo, enquanto os acionistas consideram um único horizonte de investimento. Nesse contexto, os gestores possuem informações privilegiadas sobre os retornos esperados dos projetos, as quais não são conhecidos pelos acionistas. Ao se comprometer com o pagamento de dividendos no futuro, a empresa sinaliza seus investimentos em projetos capazes de gerar fluxo de caixa suficiente para cumprir com suas obrigações e distribuir os lucros previstos. Em contextos nos quais se observa assimetria de informações entre gestores e investidores, a empresa pode incorrer em subinvestimento, isto é, deixar de realizar projetos viáveis em determinadas circunstâncias, especialmente quando não dispõe de capital suficiente para financiá-los. Esse comportamento pode gerar perdas *ex ante* no valor da firma e está associado ao problema de seleção adversa, que ocorre quando investidores e administradores não possuem o mesmo nível de informação sobre a qualidade dos projetos. Como consequência, os investidores tendem a exigir um prêmio de risco ou maior retorno na oferta de ações e/ou empréstimos, ou ainda a pagar preços menores pelos títulos no mercado. Essa análise pode levar a empresa a buscar a minimização dos custos de transação e de emissão de novas ações para captação de recursos no mercado, destinando aos acionistas, na forma de dividendos, os valores que não serão utilizados em investimentos (Iquiapaza; Lamounier; Amaral, 2008).

Myers e Majluf (1984), ao investigarem as decisões de financiamento e investimento corporativo sob o contexto de assimetria informacional, concluíram que as empresas se baseiam na premissa de que o custo de financiamento aumenta à medida que se eleva o grau de assimetria de informações. Nesse cenário, a emissão de novas ações torna-se menos atrativa devido à percepção de risco por parte dos investidores, que incorporam esse risco ao preço dos papéis, elevando o custo efetivo de capital para a empresa. Em contrapartida, o endividamento tende a se mostrar uma alternativa mais vantajosa, pois reduz o impacto da assimetria informacional. Nessa perspectiva, a Teoria de *pecking order* de financiamento sustenta que a política de dividendos é relevante para explicar as decisões de financiamento e distribuição de resultados, e que o *payout ratio* é inversamente proporcional ao nível de investimento e à alavancagem financeira. Além disso, os gestores podem preferir a retenção de lucros em vez da distribuição

aos acionistas, a fim de evitar avaliações desfavoráveis pelo mercado, o que tende a resultar em menores níveis de pagamento de dividendos.

Trazendo evidências empíricas para o contexto brasileiro, Martins e Paulo (2014) complementaram a perspectiva teórica em questão, investigando a relação entre a assimetria de informação na negociação de ações e as características econômico-financeiras e de governança corporativa no mercado acionário brasileiro. O estudo buscou identificar se as empresas com características específicas – como maior liquidez, maior tamanho e maior concentração de propriedade – sofrem impactos de informações privilegiadas em suas negociações. Os dados utilizados na pesquisa correspondem às informações sobre as empresas listadas na B3 no período de 2001 a 2002. Por meio de um modelo de regressão Probit, que incorporou variáveis representativas das características econômico-financeiras – como retorno, liquidez, tamanho, volatilidade e endividamento – e variáveis de governança corporativa (concentração de propriedade e composição acionária, por exemplo), os resultados da pesquisa corroboraram a hipótese de que o mercado acionário sofre influência da assimetria de informação. Além disso, constatou-se que empresas com maior liquidez, maior tamanho e maior concentração acionária apresentaram maior probabilidade de negociação com informação privilegiada.

Nesse sentido, Santos (2022) destaca que embora o acesso à informação traga importantes contribuições para o mercado de capitais, a assimetria pode trazer consequências negativas e prejudicar a progressão econômica e social. Dependendo do contexto em que o mercado está inserido, esses efeitos podem se manifestar de diferentes formas, como problemas de agência, seleção adversa, risco moral e sinalização. Os achados recentes do estudo de Reis, Lamounier e Bressan (2025) corroboram a Teoria da Agência e contribuem com a tomada de decisão no mercado de capitais. Embora os resultados tenham indicado que o volume de pagamento de dividendos não possui relação direta com a melhora na qualidade dos lucros das empresas, foi possível perceber que o pagamento regular de dividendos pode colaborar para a mitigação de problemas de agência, aumentando a confiabilidade na divulgação das informações contábeis.

2.2.2 Teoria da Sinalização

Diante dos efeitos negativos associados à assimetria informacional, diversos autores se debruçaram sobre a investigação de mecanismos capazes de mitigar esse problema. Entre os mecanismos mais discutidos na literatura, destaca-se a Teoria da Sinalização por meio dos dividendos. O estudo de Miller e Rock (1985) parte da premissa de que existe assimetria

informacional entre gestores e mercado, sendo que os primeiros detêm conhecimento mais aprofundado sobre as perspectivas futuras da empresa e dispõem de mais informações sobre sua situação econômico-financeira do que os investidores externos e os próprios acionistas. Os autores utilizam a Teoria da Sinalização para explicar como os dividendos podem ser empregados pelos gestores como instrumento de transmissão de informações ao mercado sobre o valor da empresa. Argumentam que, após o reinvestimento de parte dos lucros, o pagamento de dividendos pode funcionar como um sinal da real situação e das perspectivas da firma, contribuindo para reduzir a incerteza informacional e, potencialmente, elevar a riqueza dos acionistas. Ao optar pela distribuição de dividendos, a empresa pode sinalizar confiança ao indicar capacidade de gerar fluxos de caixa futuros suficientes tanto para sustentar os pagamentos aos acionistas quanto para financiar projetos de investimento rentáveis. Por outro lado, a decisão de reter lucros pode ser interpretada pelo mercado como indício de possíveis dificuldades futuras ou da existência de oportunidades internas de investimento mais atrativas do que a própria distribuição de dividendos. Em um cenário de assimetria de informação, o pagamento de dividendos se torna mais relevante do que em mercados onde todos têm acesso às mesmas informações. Assim, quanto maior a assimetria de informação, maior tende a ser o nível de dividendos pagos.

Loss e Sarlo Neto (2003) reforçam que a política de dividendos está inserida em um contexto de conflito entre o principal (acionistas) e o agente (administradores). Como os administradores detêm o poder de decisão sobre a política de dividendos, a assimetria de informação entre esses dois grupos cria um ambiente propício para o uso dessa política como mecanismo de sinalização ao mercado, que, em geral, é cercado de incertezas quanto aos motivos que levam à restrição do pagamento de dividendos.

Seguindo a linha de investigação, Neto, Galli e Decourt (2011) analisaram a relação entre a política de dividendos, a Teoria da Sinalização e as reações do mercado, buscando examinar como os investidores interpretam as notícias sobre o pagamento de dividendos e como o mercado reage às essas informações, considerando diferentes níveis de volatilidade. Utilizando dados de ações de empresas que integravam o Ibovespa entre janeiro de 1998 e abril de 2006, os autores calcularam os retornos anormais e os retornos anormais acumulados para distintas janelas de tempo em torno da data de anúncio de dividendos. Os resultados corroboraram com a Teoria da Sinalização, ao indicarem que os investidores reagem de forma distinta aos anúncios de diferentes tipos de proventos, além de ser influenciada pela volatilidade do mercado. Além disso, os autores destacam que a teoria da sinalização procura evidências de como a distribuição de lucros influencia os preços das ações, levando em consideração o papel

do administrador na alocação dos recursos. Os investimentos em projetos que geram novas receitas, por exemplo, demonstram o compromisso do administrador em garantir a sustentabilidade financeira da organização a longo prazo. Com isso, investidores aguardam o pagamento de dividendos, como forma de sinalização da saúde financeira da empresa.

McMenamin (1999) também contribui para a discussão ao afirmar que mudanças na política de dividendos podem afetar significativamente o preço das ações, pois variações na distribuição – seja por aumento, seja por redução – impactam diretamente as expectativas dos investidores. A elevação dos dividendos tende a ser interpretada como um sinal positivo, com potencial de valorização dos papéis; por outro lado, sua redução costuma ser percebida de forma negativa, indicando incerteza quanto ao desempenho futuro da empresa. Assim, a política de dividendos produz efeitos sobre a rentabilidade e as decisões de investimento.

Em busca de evidências empíricas sobre a hipótese da sinalização, Decourt, Procianoy e Pietro Neto (2007) investigaram se alterações no índice de *payout* de empresas listadas na B3 poderiam sinalizar mudanças futuras nos lucros. Os autores analisaram a variação do lucro líquido no ano anterior e no posterior à distribuição de proventos, comparando-a com as variações no *payout*. Por meio do teste qui-quadrado, verificou-se se as diferenças nos lucros estavam associadas às mudanças nesse indicador. Os resultados mostraram que aumentos no *payout* não sinalizam lucros futuros, enquanto reduções indicaram a possibilidade de resultados mais elevados no período subsequente.

Segundo Mougoué e Rao (2003), desde a formulação da hipótese de irrelevância dos dividendos por Miller e Modigliani (1961), o debate sobre o papel informacional dos dividendos tem ganhado destaque na literatura. Embora essa abordagem parta da suposição de mercados perfeitos, os próprios autores observaram que o preço das ações reage a anúncios de mudanças na distribuição de dividendos, o que sugere a presença de assimetria informacional. Com base nisso, Mougoué e Rao (2003) aplicaram testes de cointegração e de causalidade para examinar a relação temporal entre dividendos e lucros, avançando na literatura ao buscar evidências empíricas em favor da hipótese da sinalização. Adicionalmente, propuseram uma abordagem temporal que permite compreensão mais aprofundada da dinâmica entre essas variáveis e de suas implicações para a política de dividendos.

O estudo desenvolvido por Ballarini *et al.* (2025) analisou o efeito da reapresentação das demonstrações contábeis sobre o nível de distribuição de dividendos das empresas listadas na B3 entre 2010 e 2020. Os resultados indicaram que a reapresentação das demonstrações tende a aumentar a assimetria informacional, a qual é mitigada pelo aumento das distribuições

de dividendos, como forma de resgatar a confiança dos investidores, corroborando a Teoria da Sinalização.

Por fim, Bruni *et al.* (2003), testaram a hipótese de eficiência do mercado, verificando a existência de CARs nos preços das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (atualmente B3), relacionados a anúncios de distribuição de dividendos e/ou JSCP no ano de 2002. Os dados utilizados na pesquisa foram de empresas listadas na B3 entre 2001 e 2002, e a metodologia aplicada foi o estudo de eventos, com uma janela de 120 dias em torno da data do anúncio. Para fins de comparação das diferentes políticas de dividendos adotadas, a amostra foi dividida em ações que apresentaram *dividend yield* acima da mediana e ações que apresentaram *dividend yield* abaixo da mediana. Os resultados encontrados corroboraram com a hipótese de eficiência de mercado, já que não identificaram retornos anormais em torno da data do anúncio dos dividendos. No entanto, percebeu-se forte presença de retornos cumulativos anormais positivos, principalmente na amostra de ações com *dividend yield* superior à média, reforçando a relevância da política de dividendos no mercado acionário brasileiro, dado que as ações com maior *dividend yield* também apresentarem maiores rentabilidades.

2.2.3. Teoria de Pecking Order

Segundo Stewart Myers (1984), a teoria da pecking order descreve o comportamento das empresas na escolha de suas fontes de financiamento, estabelecendo uma hierarquia de preferências. Com isso, as firmas tendem a preferir o uso de recursos internos, como os lucros retidos, por apresentarem menor custo e menor exposição à informação assimétrica. E quando se torna necessário o financiamento externo, recorrem à dívida, em detrimento à emissão de ações. Como os lucros retidos constituem a principal fonte de financiamento, as empresas tendem a manter dividendos mais estáveis e, quando necessário, reduzem os dividendos para preservar recursos internos e evitar o financiamento externo. Assim, os dividendos não são definidos por uma meta rígida, mas ajustados gradualmente às oportunidades de investimento, funcionando como um mecanismo para mitigar problemas de subinvestimento e reduzir a dependência de financiamento externo.

Dessa forma, Kim, Jung e Cho (2021) salientam que empresas com elevada assimetria de informação enfrentam maior dificuldade para captar capital externo por meio da emissão de ações. Além disso, essas empresas tendem a reter recursos internos, o que as torna mais relutantes em distribuir dividendos.

Deshmukh (2005) investiga a relação contraditória entre a teoria de pecking order e a teoria da sinalização. Enquanto na teoria de pecking order as empresas que enfrentam limitações financeiras e alta assimetria de informação tendem a reter lucros, evitando o pagamento de dividendo, a teoria da sinalização argumenta que essas mesmas empresas tendem a distribuir dividendos como um mecanismo de demonstrar credibilidade e confiança ao mercado e, assim, melhorar sua capacidade de captar recursos no futuro. De acordo com Nakamura et al. (2007), a teoria de pecking order propõe uma hierarquia nas fontes de financiamento, estabelecendo uma ordem de preferência. Primeiro, as empresas priorizam a utilização de recursos gerados internamente; em seguida, recorrem à captação de recursos por meio de novas dívidas; e, por fim, utilizam a emissão de novas ações como alternativa de financiamento.

2.3. Estudos sobre assimetria de informações e dividendos

Dada a relevância da assimetria informacional na definição da política de dividendos, destaca-se a importância de investigar essa relação sob diferentes contextos econômicos e institucionais no cenário internacional. Dessa forma, os estudos analisados nesta seção foram selecionados considerando as metodologias aplicadas, sua abrangência temporal e mercados com diferentes níveis de desenvolvimento. A seguir, apresentam-se os principais achados nacionais e internacionais dessas pesquisas, com destaque para suas abordagens teóricas.

2.3.1 Estudos internacionais

Dando início à análise empírica internacional, Garrett e Priestley (2000) avaliaram o comportamento dos dividendos e sua capacidade de sinalizar informações privadas sobre o valor da empresa aos acionistas no mercado de ações dos EUA. A pesquisa utilizou dados do período de 1937 a 1997 e trouxe como contribuição inovadora um novo método de cálculo dos ganhos permanentes, por meio do filtro de Kalman, que extrai o componente permanente dos ganhos observados e o incorpora ao modelo comportamental de dividendos. Foram realizados testes de cointegração para analisar a relação de longo prazo entre dividendos, preços das ações e ganhos permanentes. Além disso, os autores investigaram se mudanças inesperadas nos dividendos sinalizam informações sobre os ganhos permanentes futuros. Os resultados apontaram que, embora de forma lenta e incompleta, os dividendos se ajustam às mudanças nos ganhos permanentes, sugerindo que os gestores evitam cortar dividendos, mesmo sob redução dos ganhos permanentes. Identificou-se também evidências da teoria da sinalização, segundo a

qual mudanças inesperadas nos dividendos podem fornecer informações relevantes sobre mudanças futuras nos ganhos permanentes. Dessa forma, o estudo corroborou com a visão comportamental da política de dividendos e com a teoria da sinalização por dividendos.

Deshmukh (2005) analisou o efeito da assimetria informacional na política de dividendos, através das abordagens da teoria da ordem hierárquica (*pecking order theory*) e da teoria da sinalização, partindo da premissa de que a assimetria de informação pode influenciar na decisão das empresas sobre o pagamento de dividendos. Os dados utilizados para a pesquisa foram de empresas industriais americanas listadas na NYSE (*New York Stock Exchange*) e AMEX (*American Stock Exchange*), no período de 1986 a 1999. Como variável da assimetria informacional, foi considerado o número de analistas que acompanhavam as ações da empresa, assumindo-se que um maior número de analistas indicaria menor assimetria de informação. Para a política de dividendos, foi calculado o *dividend yield*. Como algumas empresas da amostra apresentaram valores zero para o *dividend yield*, indicando que não distribuíam dividendos, optou-se pelo modelo Tobit para analisar a relação entre assimetria de informação e *dividend yield*. Além disso, foram testadas variáveis de controle que podem impactar a política de dividendos, como oportunidades de crescimento, fluxo de caixa, custos de dívida e tamanho da empresa. Os resultados corroboraram a teoria do *pecking order*, ao identificarem uma relação positiva e significativa entre o número de analistas e o *dividend yield*, sugerindo que empresas com menor assimetria de informação tendem a pagar dividendos mais altos. No entanto, os resultados não sustentaram a teoria da sinalização, a qual prevê que empresas com maior assimetria de informação distribuam maiores dividendos como sinal positivo para o mercado.

Trazendo uma perspectiva sobre a sinalização em mercados emergentes, Zare, Moradi e Valipour (2013) desenvolveram um estudo sobre a relevância da política de dividendos e da assimetria informacional através da perspectiva da sinalização, no mercado de capitais do Teerã. Utilizando modelos de regressão aplicados a 88 empresas listadas na Bolsa de Valores do Teerã entre 2003 e 2010, foram consideradas como variáveis de controle o tamanho da empresa, alavancagem financeira, oportunidades de crescimento e retorno sobre ativos. A pesquisa mostrou que um aumento nos dividendos estava associado a uma maior assimetria de informações, uma vez que os investidores enxergam o aumento na divisão dos lucros como um sinal de incerteza no mercado. Segundo os autores, uma maior distribuição dos lucros pode sinalizar dificuldades das empresas em reinvestir esses recursos em projetos com retornos atrativos, levando os investidores a perceberem maior risco e, conseqüentemente, aumentarem sua percepção de assimetria informacional, alinhando-se à Teoria da Sinalização.

Na China, Lin, Chen e Tsai (2017) examinaram a relação entre a assimetria informacional e a política de dividendos no mercado de capitais chinês, investigando se a estrutura de propriedade e a estrutura acionária possuem efeitos moderadores sobre essa relação, investigando empresas chinesas listadas nas bolsas de Xangai e Shenzhen nos períodos de 2003 a 2012. A assimetria informacional foi calculada com base na dispersão das previsões dos lucros, enquanto a política de dividendos foi mensurada pela proporção dos lucros distribuídos como dividendos (*dividend payout ratio*). Através de modelos de regressão multivariada, foram testadas as hipóteses para verificar a influência das demais variáveis de interesse, como tamanho da empresa, crescimento e alavancagem financeira. Os resultados indicaram que as empresas com maior concentração de propriedade tendem a apresentar menor assimetria informacional e maior pagamento de dividendos. Além disso, foi identificada uma relação negativa entre a assimetria informacional e os dividendos, concluindo que as empresas chinesas com maior assimetria de informação, tendem a pagar menos dividendos.

Já Ernestin, Murhadi e Sutejo (2020) examinaram o efeito da assimetria informacional na política de dividendos de 465 empresas não financeiras na Bolsa de Valores da Indonésia entre 2013 e 2017. Foram utilizados modelos de regressão para analisar a relação entre a assimetria de informações e a política de dividendos, através de variáveis como tamanho da empresa, alavancagem financeira, rentabilidade e estrutura de ativos. Nos resultados, verificou-se que a assimetria de informações apresentou um impacto negativo e significativo na política de dividendos, sugerindo que empresas com maior assimetria tendem a distribuir menos dividendos. Além disso, os resultados apontaram para uma tendência de as empresas reterem lucros como forma de sinalizar informações positivas ao mercado, em um cenário de alta assimetria informacional. Não foram encontradas evidências de que variáveis como oportunidade de crescimento, risco da empresa e estrutura de propriedade influenciassem uma política de alto pagamento de dividendos.

Harakeh, Matar e Sayour (2019) buscaram examinar a relação entre assimetria informacional e política de dividendos, considerando como uma variação exógena no nível de assimetria informacional, a promulgação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) ocorrida nos EUA em 2002. A SOX foi criada com o objetivo de aumentar a transparência e a governança corporativa entre empresas, contribuindo assim para a redução da assimetria informacional entre gestores e investidores. Comparando empresas americanas, classificadas como grupo de tratamento, em relação as empresas do Reino Unido, utilizadas como grupo de controle, os resultados indicaram que após a promulgação da SOX, houve uma redução significativa da assimetria informacional entre as empresas dos EUA em relação às empresas britânicas. Além disso,

observou-se um aumento no pagamento de dividendos pelas empresas americanas em relação às britânicas, corroborando com a teoria da agência e a teoria da ordem hierárquica.

Já o estudo de Agarwal e Chakravarty (2023) investigou se a adoção obrigatória das Normas Internacionais de Relatórios Financeiros (IFRS), ao aumentar a transparência e reduzir a assimetria informacional, influenciou as oportunidades de crescimento das empresas e, conseqüentemente, a política de dividendos. Foram utilizados dados de empresas de 45 países que adotaram as IFRS obrigatoriamente no período de 2002 e 2017 e considerado como grupo de controle as empresas de países que não adotaram as IFRS. Por meio do modelo de diferenças em diferenças, os autores compararam as variações na política de dividendos das empresas que adotaram as IFRS antes e após a implementação com as empresas do grupo de controle. Os resultados indicaram que a adoção obrigatória das IFRS provocou uma redução na assimetria informacional e a um aumento no pagamento de dividendos, principalmente nas empresas com baixas oportunidades de crescimento. No entanto, após a adoção das IFRS, empresas com altas oportunidades de crescimento não apresentaram mudanças significativas na política de dividendos, sugerindo que outros fatores além da assimetria informacional podem influenciar as decisões de distribuição de dividendos.

O estudo realizado por Kim, Jung e Cho (2021) analisou a relação entre a assimetria de informação e a política de dividendos em um mercado emergente, a Coreia, através de uma amostra de 1.238 empresas listadas na Bolsa da Coreia (KRX - *Korea Exchange*) e na KOSDAQ (*Korea Securities Dealers Automated Quotations*), no período de 2002 a 2010. Utilizando os modelos Glisten–Harris (GH) e Hasbrouk–Foster–Viswanathan (HFV), o estudo teve como variável dependente o *dividend yield*, e demais variáveis categóricas, de informação assimétrica e de controle. Os resultados demonstraram que as empresas coreanas possuem uma relação negativa entre a assimetria informacional e o *dividend yield*, ou seja, empresas com maior assimetria de informação tendem a pagar menos dividendos, tendo em vista a dificuldade das empresas com alto risco sistemático, restrições financeiras ou baixa liquidez de ações, em adquirirem capital externo. Tal relação negativa corrobora com a *Pecking Order Theory* (Teoria de Ordem Hierárquica), segundo a qual empresas com acesso limitado a capital externo, tendem a preferir pelos dividendos. Por outro lado, os resultados se mostraram conflitantes com a Teoria da Sinalização, que prevê uma relação positiva entre a assimetria de informações e a política de dividendos. Além disso, a pesquisa também analisou o efeito da assimetria informacional em diferentes grupos de empresas, classificadas de acordo com seu beta e liquidez e os resultados apontaram que a relação negativa entre assimetria informacional e *dividend yield* é mais visível

em empresas com alto beta e baixa liquidez, sugerindo que a assimetria de informação tem maior impacto nas decisões de financiamento e dividendos dessas empresas.

Na pesquisa de Kinyua (2022) foi realizada uma revisão bibliográfica sobre o efeito da assimetria informacional, analisada sob três aspectos principais: seleção adversa, risco moral e divulgação de lucros. Para analisar a política de dividendos, foram consideradas variáveis como, dividendos por ação, rentabilidade, crescimento e tamanho da empresa. Os dados foram retirados de uma ampla gama de literatura empírica, incluindo artigos, publicações e estudos conceituais, com foco em trabalhos que empregaram análises descritivas e quantitativas. Para a pesquisa, o autor considerou estudos sobre diferentes contextos de mercado, como mercados desenvolvidos e emergentes, além de diversas abordagens teóricas, como a teoria da agência, a teoria da sinalização e a teoria da ordem hierárquica (*pecking order theory*). Algumas pesquisas corroboraram com a teoria do *pecking order* ao indicarem que as empresas com maior assimetria informacional pagam menores dividendos, já que preferem reter lucros para evitar custos de financiamento externo. No entanto, outros achados se mostraram alinhados com a teoria da sinalização, ao observarem uma relação positiva, reforçando que as empresas com maior assimetria informacional podem aumentar os dividendos distribuídos como forma de sinalização, reduzindo a incerteza dos investidores. Ainda assim, o autor reforça a necessidade de mais pesquisas que explorem outras variáveis que possam influenciar a política de dividendos, como características da estrutura de propriedade e governança corporativa.

Al-Hiyari *et al.* (2024) buscaram examinar se as melhores práticas de governança corporativa e, conseqüentemente, uma menor assimetria informacional traria impactos sobre a política de dividendos das empresas, já que a maior transparência e confiabilidade nas informações podem reduzir a assimetria de informações entre gestores e investidores. Para a pesquisa foram utilizados dados de empresas listadas na bolsa de valores dos Emirados Árabes Unidos, no período de 2009 a 2021. Como variável para a governança corporativa foi calculado um índice considerando informações como a composição do conselho, a independência dos auditores e os direitos dos acionistas. Já para a assimetria informacional foi calculado o *spread* entre o preço de compra e o preço de venda das ações, enquanto o pagamento de dividendos foi avaliado pelo *dividend payout ratio*. Através do modelo de regressão Tobit analisou-se também variáveis de controle, como tamanho da empresa, rentabilidade, oportunidades de crescimento e alavancagem financeira. Identificou-se que a qualidade da governança corporativa impacta positivamente o pagamento de dividendos ao contrário da assimetria informacional, ideias que corroboram com a hipótese de que uma melhor governança corporativa, ao reduzir a assimetria de informações, pode acarretar um maior pagamento de dividendos.

O Quadro 1 sintetiza os principais estudos internacionais analisados nesta pesquisa, fornecendo um esboço geral das abordagens teóricas e metodológicas. Para cada estudo, apresenta-se os autores, a metodologia utilizada, a variável resposta investigada, o período analisado, o país em que foram utilizados os dados, o número de empresas estudadas e as principais teorias que fundamentaram a pesquisa.

O presente estudo contribui para a literatura ao aprofundar a compreensão da relação entre assimetria informacional e política de dividendos no contexto das empresas listadas na B3, utilizando múltiplas variáveis capazes de capturar diferentes dimensões desse fenômeno, como governança corporativa, internacionalização via ADR e microestrutura de mercado. Diferentemente de estudos anteriores, que analisam a assimetria informacional de forma agregada, esta pesquisa evidencia que os efeitos sobre o payout variam conforme a proxy utilizada e, sobretudo, entre setores econômicos. Os resultados mostram que, embora algumas evidências deem suporte à teoria de sinalização ou à teoria de pecking order, a análise destaca especialmente a importância das práticas de governança corporativa e do ambiente informacional na determinação da política de distribuição de dividendos.

Quadro 1 – Estudos Internacionais

Autor	Metodologia	Variável dependente	Período	País	Principais achados/conclusões	Teorias suportadas
Garrett & Priestley (2000)	Aplicação do filtro de Kalman, modelos de regressão múltipla e análise de cointegração.	Dividendos	1877-1997	EUA	Dividendos ajustam-se lentamente aos ganhos permanentes; mudanças inesperadas sinalizam ganhos futuros	Teoria da sinalização
Deshmukh (2005)	Tobit	<i>Dividend yield</i>	1988-1992	EUA	Empresas com menor assimetria (mais analistas) pagam mais dividendos	<i>Pecking order theory</i>
Zare, Moradi & Valipour (2013)	Dados em painel	<i>Profit division policy</i> (Proporção dos lucros distribuídos)	2003-2010	Irã	Aumento dos dividendos associado a maior percepção de risco e incerteza	Teoria da sinalização
Lin, Chen & Tsai (2017)	Probit com dados em painel	Distribuição de dividendos	2003-2012	China	Maior concentração de propriedade reduz assimetria e aumenta dividendos	Governança; <i>Pecking order theory</i>
Ernestin, Murhadi & Sutejo (2020)	Dados em painel com efeitos fixos	<i>Dividend Payout Ratio</i> (Distribuição de dividendos)	2013-2017	Indonésia	Assimetria reduz dividendos; empresas retêm lucros como sinal positivo	<i>Pecking order theory</i> (com nuances de sinalização)
Harakeh, Matar e Sayour (2020)	Diferença-em-diferenças, regressão OLS	Dividendos	1997-2007	EUA e Reino Unido	Redução da assimetria (SOX) aumentou pagamento de dividendos	Teoria da agência, <i>pecking order theory</i>

Quadro 01 (Continuação)

Autor	Metodologia	Variável dependente	Período	País	Principais achados/conclusões	Teorias suportadas
Kim, Jung e Cho (2021)	Glosten–Harris (GH), Hasbrouk–Foster–Viswanathan (HFV)	<i>Dividend yield</i>	2002-2010	Coreia do Sul	Assimetria reduz dividend yield, sobretudo em empresas com alto risco e baixa liquidez	<i>Pecking order theory</i>
Kinyua (2022)	Revisão crítica de literatura	Dividend policy	Não informado	Não informado	Evidências mistas na literatura (positivas e negativas)	Teoria da sinalização, pecking order theory
Agarwal & Chakraverty (2023)	Diferença em diferenças- Logit e OLS	Distribuição de dividendos	2001-2017	45 países	IFRS reduziu assimetria e aumentou dividendos (principalmente em empresas com baixo crescimento)	<i>Pecking order theory</i>
Al-Hiyari et al. (2024)	Tobit	Nível de pagamento de dividendos (dividendos em relação ao valor contábil dos ativos)	2009-2021	Emirados Árabes Unidos	Melhor governança reduz assimetria e aumenta dividendos	Teoria da agência

Fonte: Elaborado pela Autora (2026)

2.3.2 Estudos nacionais

Assim como evidenciado nos estudos internacionais, é fundamental observar como a relação entre assimetria informacional e política de dividendos se manifesta no contexto brasileiro, caracterizado por empresas com níveis mais elevados de assimetria informacional e diferentes padrões de governança corporativa. As pesquisas encontradas contribuem para avaliar a aplicabilidade de teorias como a da sinalização, da agência e do ciclo de vida. A seguir, apresentam-se os principais achados desses estudos, suas abordagens teóricas e contribuições.

Loss e Neto (2003), por meio de uma revisão bibliográfica de estudos empíricos, tanto nacionais quanto internacionais, investigaram a relação entre dividendos e o valor da empresa considerando as três principais teorias sobre dividendos: a Hipótese da Sinalização, a Hipótese do Agenciamento e a Hipótese da Preferência Tributária e o Efeito Clientela. Os resultados da pesquisa indicaram uma tendência favorável às duas primeiras abordagens, uma vez que, no caso da Hipótese da Sinalização, embora os resultados não tenham sido conclusivos, observou-se que os administradores acreditam no impacto da sinalização dos dividendos sobre as perspectivas futuras da organização. Na abordagem sobre a Hipótese do Agenciamento, os resultados também não foram conclusivos, porém a ideia de que os dividendos são usados para mitigarem os problemas relacionados aos conflitos de agência, ainda prevalece entre os autores. Já sobre a Hipótese da Preferência Tributária e o Efeito Clientela, estudos revelaram uma base enfraquecida ao efeito clientela, se comparado às teorias da sinalização e do agenciamento. Ao mencionar sobre a influência do ambiente sobre a política de dividendos, encontrou-se evidências de que nos países que não possuem tanto acesso às informações e a recursos, os acionistas podem preferir ou não pelos dividendos.

Trazendo uma abordagem quantitativa, Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) buscaram avaliar o efeito da assimetria de informações, dos custos de agência e da estrutura de propriedade, sobre a determinação do pagamento de proventos de 178 empresas listadas na B3 no período de 2000 a 2004. Os autores aplicaram o modelo de regressão para dados censurados (Tobit), tendo como variável independente o índice de *payout*, e como demais variáveis de análise a assimetria de informações, o crescimento observado, o crescimento esperado, a propriedade dos *insiders*, o tamanho da empresa, o fluxo de Caixa, o endividamento ou participação de terceiros, o estresse financeiro, o setor de atuação e o tipo de controlador. Para indicar uma maior ou menor presença de assimetria de informações, considerou-se a listagem das empresas que emitiram ADR's e/ou que compõem o índice de governança corporativa nos níveis 1, 2 e Novo Mercado da B3. Os resultados convergiram com a Hipótese de Sinalização,

ao apresentarem uma relação negativa entre o pagamento de dividendos e a emissão de ADR's, o que sugere que empresas com menor assimetria de informações tendem a pagar mais dividendos, como forma de sinalizar aos investidores sua solidez financeira.

Já o estudo realizado por Neves (2011) teve como objetivo determinar em que medida a assimetria de informações afeta a política de dividendos e se essa relação é compatível com o previsto na teoria da sinalização. Considerando uma amostra de 377 empresas listadas na B3 entre 2000 e 2009, Neves utilizou os modelos Logit (para dados com efeito fixo) e Tobit (para dados censurados). Para avaliar a política de dividendos, o autor usou as variáveis: Dividendo por Ativo, “*Dividend Payer*”, Decisão Inicial de Pagamento e Aumento de Dividendos. O ambiente informacional das empresas foi medido por meio das medidas: erros de previsão do lucro por ação e dispersão das previsões; e como medidas de controle, foram usadas as variáveis: tamanho, potencial de crescimento, rentabilidade e risco. Os resultados encontrados, apesar de não se mostrarem definitivos e totalmente conclusivos, apresentaram indícios de serem consistentes com a Teoria da Sinalização, por demonstrarem que empresas com maior assimetria de informação podem ter uma política de dividendos mais agressiva.

Complementando essa perspectiva, Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) testaram os efeitos gerados pela criação de segmentos da B3 que abrangem empresas com práticas diferenciadas de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1), sobre a assimetria de informação no mercado acionário, tendo como variável central a política de dividendos. Analisando 345 empresas no período de 2000 a 2008, o mercado acionário foi dividido em dois segmentos: de um lado, as empresas pertencentes aos segmentos de governança corporativa; e de outro lado, as empresas do mercado tradicional. Através de um estudo de eventos e do cálculo dos retornos anormais dos dois segmentos tratados, apontou-se que as empresas que aderiram aos mercados com graus diferenciados de governança corporativa, apresentaram menor assimetria informacional e, conseqüentemente, uma política de distribuição de dividendos mais flexível do que as empresas do mercado tradicional.

Com foco nas empresas integrantes IDIV da B3, Fonteles *et al.* (2012) analisaram a política de dividendos das empresas, buscando entender os fatores que influenciaram dividendos mais altos. Utilizou-se dados de 35 empresas que compunham o IDIV em julho de 2010 e, através do método quantitativo denominado Análise de Componentes Principais (ACP), buscou-se identificar os principais fatores condicionantes da política de dividendos. Os resultados apontaram que a maioria das empresas do IDIV pertencia aos setores de Utilidade Pública e Financeiro, e ao segmento de empresas com práticas diferenciadas de governança corporativa – o Novo Mercado – apresentando maior transparência na divulgação de suas

informações e maior concentração acionária. Além disso, a ACP classificou quatro componentes principais que explicam a alta política de dividendos: concentração (segmento de listagem e concentração do controle acionário), rentabilidade (fluxo de caixa e tamanho da empresa), prosperidade (lucro distribuído e crescimento) e setor de atuação. Os resultados foram conclusivos e corroboraram com a Teoria da Sinalização, uma vez que as empresas estudadas enviam sinal positivo ao mercado ao planejar e pagar dividendos elevados.

No ano seguinte, Ribeiro et al. (2013) buscaram identificar uma possível associação entre práticas de governança corporativa e a política de dividendos no Brasil. Através de um modelo de análise multivariado aplicado sobre empresas listadas na B3 em 2011, buscou-se encontrar uma associação entre a rentabilidade do dividendo e a classe da ação das empresas, dependendo do seu nível de governança corporativa. O estudo trouxe como variável dependente a rentabilidade do dividendo (*Div Yield*), e como variáveis independentes o nível de governança corporativa (*Cod Gov2*) e a classe das ações (*Codclas*). Os resultados demonstraram que as empresas que estão inseridas em um dos níveis de governança corporativa da B3 distribuem maiores dividendos do que as demais empresas, corroborando a hipótese de que há uma associação entre práticas de governança corporativa e políticas de dividendos.

Martins e Paulo (2014) investigaram se a assimetria informacional presente nas negociações de ações estava relacionada às características econômico-financeiras e à governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. A partir das informações de empresas listadas na B3 entre 2010 e 2012, analisaram se variáveis como desempenho, liquidez, tamanho, estrutura de capital e governança corporativa estavam associadas à assimetria de informações. Foi aplicado o modelo de estimação da probabilidade de negociação com informação privilegiada (PIN) para o mercado brasileiro, que apresentou um valor de 25,5% no período analisado. Os resultados também apontaram para uma relação positiva entre a PIN e o retorno das ações, indicando que investidores com informação privilegiada obtêm retornos anormais. Em relação à governança, considerou-se o número de membros no conselho de administração, e observou-se que empresas com maior número de membros apresentaram uma PIN menor.

Por outro lado, Kronbauer et al. (2014) realizaram uma revisão bibliográfica em periódicos brasileiros entre 2007 e 2012 com o objetivo de identificar as principais abordagens teóricas sobre a política de dividendos. Os dados foram extraídos de 17 artigos selecionados de 12 periódicos nacionais do campo de finanças e administração e foi realizada uma análise de conteúdo dos estudos, categorizando-os por ano de publicação, periódico, tema, objetivo, método de pesquisa e aspectos relacionados à política de dividendos. Conforme os resultados, as teorias que mais fundamentaram as discussões foram a teoria do “Pássaro na Mão” e a teoria

da Sinalização e a maioria dos estudos quantitativos encontrados tiveram como foco a relação entre dividendos e valor da empresa.

Sousa da Silva *et al.* (2017) investigaram se a reputação corporativa de empresas com boas práticas de governança estava relacionada à política de dividendos, sinalizando maior solidez financeira e transparência aos investidores. Foram coletados dados de 99 empresas listadas na B3 em 2013, que compõem o ranking de reputação corporativa e governança elaborado pela Merco Brasil em parceria com o Instituto Brasileiro de Opinião Pública e Estatística. Por meio de análises descritiva e de correlação, as empresas foram categorizadas conforme os níveis de reputação e de controle acionário. Os resultados sugeriram que a reputação corporativa está positivamente associada à política de distribuição de dividendos. Além disso, identificou-se que empresas com controle familiar distribuem mais dividendos em relação às demais; empresas de setores como bens industriais, construção e transporte distribuíram menos dividendos, enquanto empresas do setor de telecomunicações apresentaram maior distribuição.

Analisando a reação do mercado aos anúncios de dividendos, o estudo realizado por Silva Filho (2018) buscou verificar se a existência de CARs nos períodos de anúncio de dividendos estariam relacionados com a volatilidade idiossincrática das empresas. A partir da metodologia de estudo de eventos, os dados foram compostos por 40 ações ordinárias de empresas não financeiras negociadas na B3 entre fevereiro de 1998 e junho de 2017, excluindo da amostra, anúncios iniciais, omissões e variações negativas de dividendos. Os CARs foram calculados pela soma dos retornos anormais em uma janela de evento de dois dias (-1, +1), e através de regressões buscou-se analisar a relação entre CARs, variáveis de assimetria informacional (volatilidade, valor de mercado e *spread* de negociação) e variáveis de controle, relacionadas ao pagamento de dividendos, como o *dividend yield*, e ao desempenho operacional das empresas, como o fluxo de caixa operacional. Os resultados indicaram que o mercado reage à informação do anúncio de dividendos, uma vez que, as médias dos CARs apresentaram tanto variações positivas quanto negativas para os dividendos. Já a volatilidade idiossincrática, considerada como *proxy* para assimetria de informação, apresentou relação negativa com os CARs e redução um ano após os anúncios, sustentando a hipótese de que a sinalização contribui para a redução da assimetria informacional.

Seguindo uma abordagem semelhante, Oliveira et al. (2019) investigaram a hipótese de eficiência informacional, verificando se o anúncio da distribuição de dividendos e JSCP impacta positivamente o preço das ações. A amostra foi composta por 35 empresas listadas no índice IBrX-50, no período de janeiro de 2015 a setembro de 2016. Aplicando a metodologia de estudo

de eventos, com uma janela de 90 dias, calcularam-se os retornos anormais. Os resultados indicaram que, em 80% dos eventos, o mercado apresentou reação positiva ao anúncio da distribuição de proventos, corroborando a hipótese de eficiência informacional, e foram detectados retornos anormais positivos e estatisticamente significativos, principalmente entre o 21º e o 60º dia após o anúncio. Com base nesses resultados, os autores concluíram que o mercado absorve a informação contida nos anúncios de distribuição de dividendos e JSCP, e os preços das ações são ajustados de forma a refletir o valor intrínseco das empresas.

Considerando o efeito moderador da estrutura de propriedade, Sobrinho, Tavares e Silva (2021) analisaram sua interação com a assimetria informacional e a política de distribuição de dividendos no mercado de capitais brasileiro, aplicando a metodologia de dados em painel em empresas listadas na B3 entre 1996 e 2018. Conforme os resultados encontrados, a hipótese de que a assimetria de informações afeta positivamente a remuneração ao acionista, não foi rejeitada. Por outro lado, os resultados foram inconsistentes ao afirmar que a estrutura de propriedade modera a relação entre a assimetria de informação e a remuneração ao acionista.

Chain e Januzzi (2022) desenvolveram um estudo com o objetivo de identificar os determinantes da política de dividendos das empresas brasileiras listadas na B3, considerando a influência do setor de atuação. Dentre as variáveis dependentes utilizadas no modelo de regressão quantílica, empregou-se uma variável *dummy* para indicar se a empresa pertence a algum dos níveis de governança corporativa, a fim de demonstrar que empresas com níveis diferenciados na qualidade das informações podem apresentar relação positiva ou negativa com o nível de distribuição de dividendos. Os resultados apontaram que a variável Governança Corporativa apresentou efeitos positivos em empresas com menor distribuição de dividendos e, à medida que se incluíam empresas com maiores níveis de distribuição, essa relação tornava-se negativa, indicando um ponto máximo de influência.

Em estudo recente, Mota, Moura e Martins (2023), partindo do pressuposto de que o anúncio de proventos (dividendos e juros sobre o capital próprio) pode sinalizar informações sobre o desempenho futuro da empresa, buscaram investigar se o anúncio de proventos gera retornos anormais nas ações, confirmando quais teorias – entre a Teoria da Sinalização e a Teoria do Fluxo de Caixa Livre – oferecem uma melhor explicação para esse fenômeno. A amostra compreendeu dados de 53 empresas listadas na B3 entre 1997 e 2017, totalizando 750 anúncios analisados por meio da técnica de estudo de eventos, na qual foram calculados os CARs em torno da data do anúncio de dividendos, considerando uma janela de eventos de onze dias (-5,+5). Além disso, foram utilizadas variáveis explicativas para mensurar as teorias do Fluxo de Caixa Livre e da Sinalização, como o índice *payout* e a expectativa de lucratividade

futura. Variáveis de controle também foram incluídas para testar efeitos sobre a política de dividendos, como tamanho da empresa, índice *market-to-book*, endividamento e risco. Os resultados do estudo mostraram-se consistentes com a Teoria da Sinalização, identificando retornos anormais positivos e significativos em torno da data do anúncio de dividendos, o que sugere que o mercado reage positivamente a esses anúncios. Quanto à hipótese do Fluxo de Caixa Livre, não foram encontrados resultados que a sustentassem.

Por fim, o estudo de Chain et al. (2024) teve como objetivo investigar se a política de dividendos pode contribuir para a redução da volatilidade dos preços dos ativos listados no mercado de ações brasileiro. Foram utilizados dados de 277 empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2022, incluindo variáveis como *dividend yield*, rentabilidade do ativo, endividamento líquido, alavancagem, liquidez corrente, controle acionário e tamanho da empresa. O método de estimação empregado foi o modelo *Pooled*, de Efeitos Fixos e de Efeitos Aleatórios, e a hipótese testada foi se existe relação significativa e negativa entre a política de dividendos da empresa e a volatilidade dos preços de suas ações. Os resultados indicaram que a distribuição de dividendos reduz a volatilidade dos ativos, assim como variáveis relacionadas ao tamanho e à rentabilidade, sugerindo que empresas mais rentáveis e maduras são menos voláteis frente às variações de preços, o que corrobora a teoria do ciclo de vida e da sinalização. Por outro lado, variáveis de endividamento se mostraram determinantes para o aumento da volatilidade, reforçando a ideia de que a alavancagem pode impactar os fluxos de caixa futuros das empresas. Em síntese, os resultados reforçam estudos teóricos que evidenciam a relevância informacional da política de dividendos, em consonância com a Teoria da Sinalização.

O quadro 2 sintetiza os principais estudos nacionais analisados nesta pesquisa, fornecendo um esboço geral das abordagens teóricas e metodológicas. Para cada estudo, apresenta-se os autores, a metodologia utilizada, a variável resposta investigada, o período analisado, o país em que foram utilizados os dados, o número de empresas estudadas e as principais teorias que fundamentaram a pesquisa.

Quadro 2 – Estudos Nacionais

Autor	Metodologia	Variável dependente	Período	País	Principais achados/conclusões	Teorias suportadas
Loss e Sarlo Neto (2003)	Revisão bibliográfica	Não identificado	Não identificado	Brasil	Evidências favorecem sinalização e agência; efeito clientela pouco robusto; ambiente informacional influencia preferências por dividendos	Teoria da sinalização, teoria da agência
Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008)	Tobit	<i>Payout</i>	2000-2004	Brasil	Empresas com menor assimetria (ADR/governança) pagam mais dividendos	Teoria da sinalização
Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012)	Estudo de Eventos	Retorno anormal acumulado	2000-2008	Brasil	Melhor governança reduz assimetria e torna política de dividendos mais flexível	Teoria da agência
Ribeiro <i>et al.</i> (2013)	Regressão Multivariada	<i>Dividend Yield</i>	2011	Brasil	Empresas com melhores práticas de governança distribuem mais dividendos	Teoria da agência
Fonteles <i>et al.</i> (2012)	ACP	Empresas que compõem o IDIV	2010	Brasil	Empresas com alta governança, concentração e rentabilidade pagam mais dividendos; sinalizam solidez	Teoria da sinalização
Kronbauer <i>et al.</i> (2014)	Análise de conteúdo	Não informado	2010-2011	Brasil	Predominância das teorias do “Pássaro na Mão” e Sinalização na literatura nacional	Teoria da Sinalização
Sousa da Silva <i>et al.</i> (2017)	Análise descritiva e correlação	Reputação Corporativa	2013	Brasil	Reputação corporativa e controle familiar aumentam dividendos; variação por setor	Teoria da sinalização

Quadro 02 (continuação)

Autor	Metodologia	Variável dependente	Período	País	Principais achados/conclusões	Teorias suportadas
Silva Filho (2018)	Estudo de Eventos	CARs, Volatilidade Idiossincrática	1998-2017	Brasil	Anúncios de dividendos geram reação do mercado; reduzem assimetria informacional	Teoria da sinalização
Oliveira <i>et al.</i> (2019)	Estudo de Eventos	Retorno anormal acumulado e retorno anormal	2015-2016	Brasil	Mercado reage positivamente aos anúncios de dividendos/JSCP; presença de retornos anormais	Teoria da sinalização, teoria de eficiência de mercado
Sobrinho, Tavares e Silva (2021)	Dados em painel com efeitos fixos	<i>Dividend Yield</i> e JSCP	1996-2018	Brasil	Assimetria afeta positivamente a remuneração; estrutura de propriedade com resultados inconclusivos	Teoria da sinalização
Chain e Januzzi (2022)	Regressão Quantílica	<i>Dividend Yield</i>	1996-2020	Brasil	Governança tem efeito não linear sobre dividendos (positivo em baixos níveis e negativo em altos)	Governança
Mota, Moura e Martins (2023)	Estudo de eventos	CARs	1997-2017	Brasil	Anúncios de dividendos geram retornos anormais positivos; sem suporte ao fluxo de caixa livre	Teoria da sinalização
Chain <i>et al.</i> (2024)	Dados em Painel	<i>Pooled</i> , Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios	2010-2022	Brasil	Dividendos reduzem volatilidade; empresas mais maduras e rentáveis são menos voláteis	Teoria do ciclo da vida, teoria da sinalização

Fonte: Elaborado pela Autora (2026)

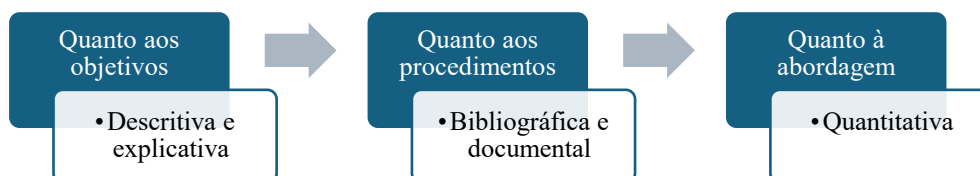
3 METODOLOGIA

Esta seção apresenta a metodologia empregada neste estudo, explicitando as etapas que orientam a coleta e a análise dos dados. São descritos a classificação da pesquisa, a amostra selecionada, os métodos de estimação adotados para assegurar a robustez dos resultados, as variáveis analisadas e a especificação do modelo Tobit.

3.1 Tipo de Pesquisa

Com o intuito de responder às questões apresentadas nesta pesquisa, cujo objetivo é compreender o impacto da assimetria de informações sobre a política de dividendos no mercado de capitais brasileiro, sob uma perspectiva geral e setorial, o presente estudo foi classificado, quanto aos seus objetivos, como pesquisa descritiva – por buscar descrever características de um grupo ou identificar relações entre variáveis – e explicativa, por buscar aprofundar-se no fenômeno, identificando fatores que o explicam (Gil, 2002). Quanto aos procedimentos, trata-se de pesquisa bibliográfica, que, conforme Gil (2002), se desenvolve a partir de contribuições científicas já elaboradas, e pesquisa documental, baseada em materiais que podem incorporar informações relevantes de acordo com os objetos da investigação. Além disso, busca-se explicar um problema a partir de referenciais teóricos publicados – no caso deste estudo, as teorias que explicam a política de dividendos – e por meio da análise de contribuições culturais ou científicas existentes no passado sobre determinado assunto, tema ou problema (Cervo; Bervian, 2002). Quanto à abordagem, a pesquisa foi classificada como quantitativa, pautando-se na medição das relações entre variáveis, na aplicação de técnicas estatísticas e na coleta e tratamento dos dados (Zanella, 2006), conforme sintetizado na Figura 1.

Figure 1 - Classificação da Pesquisa



Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

3.2 A amostra

Nesta seção, apresenta-se a amostra utilizada na pesquisa, bem como o processo de filtragem dos dados, os critérios de inclusão e exclusão adotados, o tamanho, as características relevantes e o período de análise definido. Inicialmente, os dados foram obtidos a partir de uma amostra não aleatória composta por 610 empresas brasileiras de capital aberto de diversos setores, com informações disponíveis a partir de 2006, período inicial de cobertura da base do site Com Dinheiro, utilizada nesta pesquisa. A partir dessa amostra inicial, foram aplicados critérios de filtragem com o objetivo de garantir a consistência e a completude dos dados. Primeiramente, foram excluídas 285 empresas que apresentavam menos de quatro anos de negociação na bolsa, resultando em uma amostra de 325 empresas, assegurando uma série temporal mínima capaz de capturar padrões mais estáveis nas políticas de dividendos. Em seguida, foram excluídas 89 empresas devido à indisponibilidade de dados de receita líquida, reduzindo a amostra para 236 empresas. Por fim, foram removidas 7 empresas por ausência de informações relativas ao tipo de acionista controlador, resultando em uma amostra final composta por 229 empresas, conforme mostra a tabela 1. Os dados foram extraídos das contas do balanço patrimonial, do demonstrativo do resultado do exercício e de informações de negociação de ações, disponíveis no site Com Dinheiro. Já os dados específicos sobre assimetria informacional foram coletados nos sites Investing.com, Yahoo Finance, Nasdaq e NYSE.

Tabela 1 - Processo de seleção da amostra

Etapa	Filtro aplicado	Nº de empresas
1	Amostra inicial	610
2	(-) Empresas com menos de 4 anos de negociação na bolsa	-285
3	(=) Amostra após filtro	325
4	(-) Empresas sem dados de receita líquida	-89
5	(=) Amostra após filtro	236
6	(-) Empresas sem dados do tipo de acionista controlador	-7
7	(=) Amostra final	229

Fonte: Elaborado pela Autora (2026)

Todas as empresas analisadas adotam obrigatoriamente as IFRS (*International Financial Reporting Standards*) para a elaboração das demonstrações financeiras consolidadas, em conformidade com as exigências da CVM e do Conselho Federal de Contabilidade (CFC), para as empresas listadas na B3.

Foi aplicado o seguinte processo de filtragem dos dados: como data de análise, considerou-se a data de coleta; a data das demonstrações financeiras correspondeu ao encerramento do exercício, ou seja, o último dia do ano fiscal de cada empresa, refletindo seu desempenho econômico-financeiro ao final do período contábil. Utilizaram-se os dados acumulados ao longo dos 12 meses anteriores à data da demonstração contábil. Para a análise, optou-se pelas demonstrações do controlador, desconsiderando os efeitos de subsidiárias e demais entidades que possam dificultar a avaliação individual do desempenho da empresa controladora, garantindo maior precisão e confiabilidade dos dados.

A necessidade de dados completos e consistentes levou à exclusão de diversas empresas da amostra inicial, principalmente aquelas que não possuíam todos os dados para o período, apresentando lacunas significativas em suas séries históricas. Chegou-se, assim, à amostra final de 229 empresas para o período de 2007 a 2024, com dados anuais totalizando 3.919 observações, distribuídas entre os setores conforme a Tabela 2. Para a escolha do período, considerou-se a série histórica que reunia o maior número de empresas com dados representativos, suficientes para compor as variáveis que serão analisadas nas seções seguintes. Vale ressaltar que os dados não foram corrigidos por índice de inflação, sendo apresentados em valores nominais.

A classificação setorial utilizada para a amostra foi a da própria B3, que agrupa as empresas listadas em setores específicos, como utilidade pública, consumo cíclico, financeiro, bens industriais, materiais básicos, saúde, consumo não cíclico, petróleo, gás e biocombustíveis, comunicações e tecnologia da informação. Essa classificação foi adotada para garantir consistência com a segmentação do mercado de capitais brasileiro, permitindo uma análise setorial mais precisa.

Tabela 2 – Amostra estudada

Setor	Quantidade de Empresas	
	n°	%
Consumo Cíclico	61	27%
Financeiro	29	13%
Bens Industriais	35	15%
Materiais Básicos	23	10%
Utilidade Pública	24	10%
Saúde	17	7%
Consumo não cíclico	17	7%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	7	4%
Comunicações	6	3%
Tecnologia da Informação	10	4%
Total	229	100%

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

3.3 Método de Estimação

Segundo Rozeff (1982), abordagens teóricas ganharam destaque nos estudos sobre a política de dividendos. A primeira, proposta por Lintner (1956), sugere que as empresas trabalham com um índice de *payout* predefinido, que não necessariamente acompanha os lucros gerados pela empresa, mas está ligado a fatores internos da organização, os quais podem não ser totalmente transparentes. Dessa forma, a empresa busca estabelecer um padrão de distribuição de dividendos baseado em um objetivo de longo prazo, considerando a evolução dos dividendos distribuídos ao longo do tempo, o que dificulta a aplicação do modelo quando se considera a existência de fatores constantes no tempo.

Dessa forma, o presente estudo utilizou como método de estimação o modelo de regressão com dados em painel que, segundo Gujarati (2006), oferece uma abordagem robusta para a análise econométrica ao combinar diversas observações ao longo do tempo, agregando tanto fatores de corte transversal quanto de séries temporais. Tal abordagem traz uma série de benefícios frente aos demais modelos, uma vez que fornece informações mais completas e diversificadas, reduzindo a colinearidade entre as variáveis e aumentando os graus de liberdade e a eficiência dos modelos. Além disso, permite analisar as mudanças em um horizonte temporal e capturar a evolução dos fenômenos, controlando a heterogeneidade não observada entre as entidades, a partir da inclusão de variáveis específicas para cada indivíduo, evitando, assim,

vieses nas estimativas. Os testes econométricos e a estimação dos modelos foram realizados com o uso do software estatístico R.

Baltagi (2008) traz uma lista de benefícios para o uso do modelo de Dados em Pannel, como a capacidade de controlar a heterogeneidade individual, o fornecimento de informações mais detalhadas com maior variabilidade, a redução da colinearidade entre as variáveis, com mais graus de liberdade e maior eficiência. O modelo também se mostra mais eficaz ao estudar a dinâmica de ajustes e ao identificar e medir efeitos não detectados em dados puramente seccionais ou temporais, permitindo construir e testar modelos mais complexos. Além disso, viabiliza maior precisão ao se medir dados de indivíduos de forma mais micro, do que no nível macro.

Com isso, o modelo busca entender a relação entre variáveis, examinando a relação de dependência da variável dependente (ou variável resposta) em relação a uma ou mais variáveis (as variáveis independentes), a partir da equação:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad (1)$$

Onde:

i é observação estudada;

t representa o período de tempo;

Y_{it} é a i -ésima observação da variável dependente no ponto t do tempo;

$X_{1it}, X_{2it}, \dots, X_{kit}$ são as i -ésimas observações das k variáveis dependentes no ponto t do tempo;

α é o intercepto, que representa o valor de Y quando todas as variáveis independentes assumem o valor zero;

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ são os coeficientes da regressão, que medem o efeito marginal de cada variável independente sobre a variável dependente, considerando todas as demais variáveis constantes;

u_{it} é o termo de erro aleatório que captura demais fatores que influenciam Y_{it} , mas que não aparecem de forma explícita no modelo, e pode ser estimado como:

$$u_{it} = \mu_i + v_{it} \quad (2)$$

Onde:

μ_i é o efeito individual específico não observável e v_{it} representa os erros restantes.

O modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) surgiu como uma importante contribuição ao modelo de Regressão Linear Múltipla, ao propor a solução para a estimação de parâmetros desconhecidos em um modelo com diversas variáveis independentes, além de

estimar os valores dos coeficientes β 's que buscam minimizar a soma dos quadrados das diferenças entre os valores observados da variável dependente e os resíduos (Gujarati, 2006). Contudo, segundo Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), o modelo de Mínimos Quadrados Múltiplos somente seria válido caso a variável dependente não assumisse valor zero, o que não ocorre no contexto dos dividendos, já que a amostra contempla empresas que apresentam índice de *payout* igual a zero, ou seja, que não pagam dividendos em determinados períodos. Dessa forma, os autores propuseram, como alternativa mais eficiente, a utilização do modelo Tobit, adequado quando a variável dependente possui distribuição limitada a um valor mínimo – neste caso, zero.

Conforme Tobin (1958) aponta, é comum encontrar, em pesquisas econômicas, variáveis que apresentam valores concentrados em limites inferiores ou superiores. Ao estimar estatisticamente hipóteses sobre a relação entre uma variável limitada e as demais variáveis explicativas, deve-se considerar que parte significativa das observações está concentrada nesses limites, o que pode influenciar tanto a probabilidade de ocorrência no limite quanto fora dele. Caso o objetivo fosse apenas explicar o valor da variável, sem considerar a concentração de observações em determinado limite, a regressão múltipla seria um modelo estatístico apropriado. Contudo, ao se levar em conta essa concentração, torna-se necessário utilizar um modelo capaz de captar tais nuances, como o modelo Tobit.

Liu, Moon e Schorfheide (2023) abordaram o desafio de prever variáveis com observações censuradas por meio de dados em painel com grande número de unidades e curto horizonte temporal. Buscando um método capaz de prever com precisão as taxas de inadimplência de empréstimos bancários, os autores utilizaram o modelo Tobit em painel dinâmico, incorporando interceptos heterogêneos ao modelo, a fim de captar a individualidade de cada banco, bem como a volatilidade específica de suas operações. Conforme os resultados indicaram, a heterocedasticidade incorporada ao modelo foi fundamental para a precisão das previsões, e a modelagem de dados em painel com efeitos aleatórios, conjuntamente com a heterocedasticidade, apresentou-se como a especificação preditiva mais adequada.

Além de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), outros autores, como Deshmukh (2005), Mota (2007), Neves (2011) e, mais recentemente, Al-Hiyari *et al.* (2024), também empregaram a metodologia Tobit para analisar o impacto da assimetria de informações sobre a política de dividendos. Esses estudos reconhecem a adequação do modelo Tobit ao trabalharem com dados censurados, como ocorre na distribuição de dividendos, reforçando sua relevância e pertinência ao contexto da presente pesquisa.

Dessa forma, a seguinte equação foi utilizada por Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), inspirada no modelo de Rozzeff (1982), para a estimação do modelo que busca relacionar as variáveis de interesse:

$$P_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 \Delta R_{it} + \lambda_2 Q_{it} + \lambda_3 \beta_{it} + \lambda_4 \pi_{it} + \lambda_5 E_{it} + \lambda_6 T_{it} + u_{it} \quad (3)$$

Em que:

P se refere ao índice de *payout* da empresa *i* no tempo *t*;

λ_n representam as constantes;

ΔR se refere a taxa de crescimento da receita líquida da empresa *i* no tempo *t* e

Q à expectativa de crescimento futuro do lucro líquido da empresa *i* no tempo *t*, ambos representando os custos de transação;

β do CAPM (*capital asset pricing model*) da empresa *i* no tempo *t*;

π se refere a proporção de propriedade dos *insiders* da empresa *i* no tempo *t* e **E** ao endividamento da empresa *i* no tempo *t* que significa a dispersão da propriedade ou participação de terceiros; ambos representando os custos de agência;

T se refere a variável tamanho da empresa *i* no tempo *t*, representando o efeito de escala;

u é o termo de erro aleatório não correlacionado da empresa *i* no tempo *t*, com média zero e variável constante.

Para captar o efeito da assimetria informacional, foi adicionada a variável *dummy* **A** na equação 3, chegando-se ao modelo proposto pela equação 4, em que foram calculadas as médias das variáveis contínuas para cada empresa no período estudado, considerando que o índice de *payout* mantém um comportamento estático. Além disso, diante das limitações relacionadas à estimação dos β 's e à validade do modelo CAPM – tais como sua instabilidade temporal (Blume, 1971), a baixa capacidade explicativa dos retornos (Fama; French, 1993) e a sensibilidade à escolha do índice de mercado (Roll, 1977) – optou-se, assim como no trabalho de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), pela substituição das variáveis pelo indicador de estresse financeiro, também representado por uma *dummy*.

$$P_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 \Delta R_{it} + \lambda_2 Q_{it} + \lambda_3 \pi_{it} + \lambda_4 E_{it} + \lambda_5 T_{it} + \gamma \varphi_{it} + \gamma A_{it} + u_{it} \quad (4)$$

Onde $\gamma \varphi$ é a variável *dummy* de estresse financeiro da empresa *i* no tempo *t* e γA é a variável *dummy* que representa a assimetria informacional da empresa *i* no tempo *t*.

3.4 Variáveis

As variáveis incluídas no estudo são apresentadas a seguir e encontram-se sintetizadas no Quadro 3, na qual constam suas respectivas fórmulas de cálculo e as bases de dados utilizadas para sua coleta.

3.4.1 Variável dependente

P (índice de payout): representa o percentual do lucro líquido do exercício diretamente distribuído aos acionistas, sob a forma de proventos (dividendos e JSCP). Nos casos em que o lucro líquido apresente valores negativos e os proventos assumam valores positivos, resultando em um P negativo, considera-se, para fins de cálculo, o lucro líquido e os proventos acumulados do período corrente em conjunto com os do período anterior. Persistindo resultado negativo, adota-se o índice apurado no período anterior; caso contrário, a variável não é definida, conforme a metodologia proposta por Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008).

3.4.2 Variáveis independentes de controle

ΔR (crescimento observado): *proxy* utilizada para mensurar o crescimento passado da empresa, calculada por meio da variação da receita líquida. Considerando que empresas com maiores taxas de crescimento tendem a demandar maior volume de recursos para financiamento interno de suas atividades, espera-se que apresentem menor distribuição de lucros sob a forma de proventos. Assim, a relação esperada entre ΔR e o índice de *payout* é negativa.

Q (crescimento esperado): *proxy* utilizada para representar as oportunidades de crescimento da empresa, mensurada por meio do indicador Q de Tobin, que capta o valor de mercado dos ativos da companhia, calculado como o *Market Value* dividido pelo ativo total. Espera-se uma relação negativa entre Q e o índice de *payout*, uma vez que a antecipação, por parte dos gestores, de oportunidades favoráveis de investimento tende a demandar maior retenção de recursos internos para seu financiamento, reduzindo, conseqüentemente, a distribuição de dividendos.

π (propriedade dos *insiders*): representa a porcentagem de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador, considerando que, na maioria dos casos, o acionista majoritário exerce o controle da firma (*insider*). Nesse contexto, variações no preço das ações podem impactar de forma significativa a riqueza do acionista-controlador, influenciando seus

incentivos quanto à política de distribuição de resultados. Assim, maiores níveis de concentração acionária por *insiders* podem estar associados a uma maior distribuição de lucros.

Φ (fluxo de Caixa): representa a proporção do EBITDA (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização) em relação ao ativo total da empresa. Essa métrica é utilizada como *proxy* da capacidade de geração operacional de caixa da empresa em função de seu porte. Dessa forma, empresas com elevados fluxos de caixa, tendem a pagar maiores dividendos.

E (endividamento): representa a relação entre a dívida de curto e longo prazo da empresa e seu patrimônio líquido. Espera-se uma relação negativa entre o endividamento e o índice de *payout*, uma vez que empresas com estruturas de capital mais alavancadas tendem a apresentar maior comprometimento do fluxo de caixa em função das obrigações associadas ao pagamento de juros e à amortização de dívidas. Nesse sentido, o endividamento pode atuar como mecanismo substituto à distribuição de dividendos, ao reduzir o fluxo de caixa livre disponível para os acionistas, conforme argumentam Li e Zhao (2008) e Chain *et al.* (2024).

T (tamanho da empresa): *proxy* que representa o porte da empresa, refletido pelo nível total de ativos, bem como por sua receita bruta no período. Espera-se uma relação positiva entre o tamanho da companhia e o nível de distribuição de proventos, considerando que empresas de maior porte e com elevados faturamentos tendem a apresentar maior estabilidade operacional e capacidade de geração de resultados, o que favorece a distribuição de dividendos. Para fins de mensuração, será utilizada a variável AT (Ativo Total) como *proxy* para o tamanho da empresa.

Estresse financeiro: representa as empresas com baixo fluxo de caixa e menores oportunidades de crescimento, o que pode indicar que essas empresas possam estar passando por dificuldades financeiras, e conseqüentemente, devem reduzir suas distribuições de lucros. Para o cálculo do estresse financeiro, foi utilizada uma *dummy* assumindo valor, 1 para as empresas que apresentassem fluxo de caixa abaixo da mediana de Φ e crescimento esperado abaixo da mediana de Q, e 0 (zero) para os demais casos.

Tipo de acionista controlador: foi incluída ao modelo como sendo uma variável de controle, através de *dummy*, que categorizou as empresas conforme o tipo de controle acionário (privada nacional, estrangeira ou estatal).

3.4.3 Variável independente principal: a assimetria informacional

A_m (Assimetria de Informações): para se atingir o objetivo geral da pesquisa, que é o de analisar se existe impacto da assimetria informacional sobre a política de dividendos das empresas listadas na B3 de forma geral e setorial, variáveis *dummy* foram incorporadas ao

modelo para indicar uma maior ou menor presença de assimetria de informações nas empresas analisadas. Para a operacionalização dessa variável, três abordagens distintas foram adotadas.

A primeira considera a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da B3 (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Empresas que integram esses segmentos, por estarem sujeitas a padrões mais elevados de transparência e proteção aos acionistas, tendem a apresentar menor assimetria informacional. Dessa forma, as empresas que integram algum desses níveis são representadas por uma variável *dummy* que assume valor 1, enquanto as demais recebem valor 0, indicando maior probabilidade de assimetria informacional.

A segunda abordagem refere-se à presença no mercado de capitais dos Estados Unidos por meio da emissão de ADRs. Companhias emissoras de ADRs estão sujeitas a maior nível de regulamentação e exigências informacionais, o que tende a reduzir a assimetria entre gestores e investidores. Dessa forma, foi definida uma variável *dummy* que assume valor 1 para empresas com emissão de ADRs e 0 para aquelas sem listagem internacional, estas últimas associadas a maior potencial de assimetria informacional.

A terceira medida baseia-se no spread entre os preços de compra e venda da ação (*bid-ask spread*), indicador amplamente utilizado como proxy de risco informacional. O spread reflete a compensação exigida pelos investidores diante da possibilidade de negociar com agentes mais bem informados. Para sua mensuração, considerou-se como melhor preço de venda a máxima cotação diária da ação e, como melhor preço de compra, a mínima cotação diária.

Quanto ao sinal esperado (positivo/negativo) para a variável A_m em relação ao *payout*, a teoria da sinalização prevê que as empresas com maior assimetria informacional tendem a pagar maiores dividendos como forma de sinalizar boas oportunidades futuras de investimento, conforme sugerido por Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008). Já segundo a perspectiva da teoria de pecking order, quanto maior a assimetria de informação, menor tende a ser o pagamento de dividendos, evidenciando uma relação negativa entre essas variáveis (Kim, Jung e Cho (2021).

3.5 Equação do Modelo Tobit

Diante das características das variáveis analisadas, o modelo Tobit mostra-se aderente para estimar a relação entre as variáveis e o índice de *payout*, especialmente por lidar corretamente com a censura existente na variável dependente, não assumindo valores negativos. Dessa forma, a equação utilizada no modelo é a seguinte:

$$\begin{aligned} \text{indpayout}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{crescobs}_i + \beta_2 \text{crescesp}_i + \beta_3 \text{propinsiders}_i + \\ & \beta_4 \text{fluxocaixa}_i + \beta_5 \text{endiv}_i + \beta_6 \text{lnat}_i + \beta_7 \text{estrfin}_i + \beta_8 \text{controlador}_i + \\ & \beta_9 \text{assimfinforprice}_i + \beta_{10} \text{assimforseg}_i + \beta_{11} \text{assimforard}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (5)$$

Em que:

$$\varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2);$$

indpayout represente o índice de payout, a variável dependente de interesse, que indica o percentual do lucro líquido distribuído aos acionistas;

crescobs se refere ao crescimento observado, mensurado pela variação da receita líquida;

crescesp se refere ao crescimento esperado, representado pelo Q de Tobin;

propinsiders se refere a proporção de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador;

fluxocaixa é a proporção do EBITDA em relação ao ativo total da empresa;

endiv é o endividamento, medido pela relação entre a dívida total e o patrimônio líquido da empresa;

lnat representa o logaritmo do total de ativos da empresa, utilizado como proxy para o tamanho da empresa;

estrfin é o indicador de estresse financeiro, baseado no fluxo de caixa e crescimento esperado da empresa;

controlador retrata o tipo de acionista controlador da empresa (privado nacional, estrangeira ou estatal);

assimfinforprice representa a assimetria de informações, medida pelo spread entre os preços de compra e venda das ações;

assimforseg representa a assimetria informacional relacionada ao nível de governança corporativa da B3 (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2);

assimforard representa a assimetria informacional relacionada à emissão de ADRs.

A inclusão simultânea das diferentes proxies de assimetria informacional no modelo justifica-se pelo fato de que, embora relacionadas ao mesmo constructo teórico, essas variáveis capturam dimensões distintas e complementares da assimetria informacional, não sendo, portanto, perfeitamente substituíveis entre si. O segmento de governança está ligado ao nível de transparência e às práticas da empresa, o ADR reflete a exposição a ambientes regulatórios

mais rigorosos e maior divulgação de informações, enquanto o spread de preços capta características do próprio mercado, como liquidez e diferença de informação entre investidores. Assim, apesar de ser esperado algum grau de relação entre essas variáveis, elas não medem exatamente a mesma coisa. Incluir todas no modelo permite analisar separadamente o efeito de cada uma sobre o payout, tornando a análise mais completa e robusta, evitando deixar de fora fatores importantes que podem influenciar os resultados.

Contudo, apesar das vantagens do modelo Tobit padrão, a literatura aponta limitações quando os dados apresentam desvios de normalidade. Conforme destaca Rocha (2014), o modelo Tobit clássico não possui robustez suficiente para lidar com observações atípicas (*outliers*), o que pode comprometer a consistência das estimativas. Para mitigar essa limitação, o presente estudo adota o modelo t-Tobit, que utiliza a distribuição t de Student no termo de erro. Essa especificação permite que o modelo lide com a presença de valores extremos de *payout*, oferecendo resultados mais confiáveis e estatisticamente superiores na presença de caudas pesadas nos dados analisados.

Dessa forma, a distribuição do termo de erro ε_i do modelo t-Tobit deve ser especificado por:

$$\varepsilon_i \sim t(\nu, 0, \sigma^2) \quad (6)$$

Em que:

ν representa os graus de liberdade, ou seja, o parâmetro de permite que o modelo lide com a não-normalidade e a presença de *outliers*;

σ é o parâmetro de escala da distribuição.

Quadro 3 - Variáveis utilizadas

Variável	Proxy	Descrição	Fonte	Embasamento teórico	Sinal esperado
P (<i>payout</i>)	$\frac{\text{Div} + \text{JSCP}_t}{\text{LL}_t}$	Percentual do lucro líquido do exercício diretamente distribuído aos acionistas, sob a forma de proventos (dividendos e JSCP)	Com Dinheiro	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012); Silva Filho (2018); Chain et al. (2024); Martins (2014), Al-Hiyari <i>et al.</i> (2024); Ernestin, Murhadi e Sutejo (2020); Agarwal e Chakraverty (2023); Lin, Chen e Tsai (2017).	Variável dependente
ΔR (crescimento observado)	$\frac{\text{RL}_t - \text{RL}_{t-1}}{\text{RL}_{t-1}}$	Variação da receita líquida	Com Dinheiro	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008).	Negativo
Q (crescimento esperado)	$\frac{\text{MARKET VALUE}}{\text{AT}}$	<i>Market Value</i> em relação ao ativo total da empresa	Com Dinheiro	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); Silva Filho (2018); Mota, Moura e Martins (2023); Lin, Chen e Tsai (2017).	Negativo
π (Propriedade dos <i>insiders</i>)	$\frac{\text{QUAN_ON (Controlador)}}{\text{QUANT_ON}}$	Porcentagem de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador	Com Dinheiro	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); Fonteles <i>et al.</i> (2012); Chain <i>et al.</i> (2024).	Positivo
Φ (Fluxo de Caixa)	$\% \frac{\text{EBITDA}}{\text{AT}}$	Proporção do EBITDA em relação ao ativo total da empresa	Com Dinheiro	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); Silva Filho (2018); Sousa da Silva <i>et al.</i> (2017).	Positivo

Quadro 3 (continuação)

Variável	Proxy	Descrição	Fonte	Embasamento teórico	Sinal esperado
E (Endividamento)	$\frac{(\text{dívida financeira de curto prazo} + \text{exigível de longo prazo})}{\text{PL}}$	Relação entre a dívida de curto e longo prazo da empresa, e seu patrimônio líquido	Com Dinheiro	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008).	Negativo
T (Tamanho)	AT ou RB	Nível total de ativos da empresa ou a receita bruta no período	Com Dinheiro	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); Sobrinho (2021); Chain e Januzzi (2022); Sousa da Silva <i>et al.</i> (2017); Chain <i>et al.</i> (2024); Fonteles <i>et al.</i> (2012); Al-Hiyari <i>et al.</i> (2024); Ernestin, Murhadi e Sutejo (2020); Januzzi, Avelar e Amaral (2015).	Positivo
Estresse Financeiro	dummy	1, se Q e Φ for menor que sua respectiva mediana; caso contrário igual a zero	Com Dinheiro	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008).	Negativo
Tipo de acionista controlador	dummy	1, se foi privado nacional, estrangeiro ou estatal; caso contrário igual a zero	Com Dinheiro	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); Sousa da Silva <i>et al.</i> (2017); Fonteles <i>et al.</i> (2012).	Negativo/ Positivo

Quadro 3 (continuação)

Variável	Proxy	Descrição	Fonte	Embasamento teórico	Sinal esperado
A_m (Assimetria Informacional)	dummy	1, se segmento emite ADR; caso contrário igual a zero	Investing.com, Nyse e Nasdaq	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008).	Negativo/ Positivo
A_m (Assimetria Informacional)	$\frac{(\text{Ask price} - \text{Bid price})}{(\text{Ask price} + \text{Bid price})}$ 2	Diferença entre o maior preço de venda no dia (ask price) e o menor preço de compra no dia (bid price) de um ativo, em relação ao preço médio desses dois valores	Yahoo Finance	Zare, Moradi e Valipour (2013); Al-Hiyari et al. (2024); Goh et al. (2016).	Negativo/ Positivo

Fonte: Elaborado pela Autora (2026)

4 RESULTADOS

Nesta seção, são apresentadas as análises e discussões dos resultados obtidos, com o objetivo de avaliar o impacto da assimetria informacional sobre a política de dividendos das empresas listadas na B3, de forma geral e setorial. Inicialmente, foram realizados testes de adequação ao modelo Tobit, visando garantir a robustez e a confiabilidade dos resultados. O teste de estacionaridade foi aplicado para verificar se as séries temporais apresentavam média e variância constantes ao longo do período analisado. Em seguida, realizou-se o teste de significância conjunta para avaliar a relevância do conjunto de variáveis explicativas. Por fim, investigou-se a presença de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

A segunda etapa concentrou-se na análise das estatísticas descritivas das variáveis, fornecendo uma visão detalhada dos dados, a fim de identificar padrões sobre as empresas, suas políticas de dividendos e seu desempenho. Por fim, a terceira etapa buscou apresentar e discutir os resultados da aplicação do modelo Tobit, através de uma abordagem geral da amostra, considerando todas as empresas, e por setores, permitindo captar as particularidades de cada setor de atuação. Destaca-se que para cada modelo individualmente gerado a heterocedasticidade foi testada para identificar a presença de variância não constante dos erros, o que poderia comprometer a eficiência dos estimadores, conforme discutido na seção 4.2.

4.1 Estatísticas Descritivas

A seguir, são apresentadas as estatísticas descritivas que retratam as principais características da amostra coletada, a partir da média, desvio-padrão e valores mínimos e máximos das variáveis dependentes e independentes, permitindo verificar a variabilidade dos dados e a presença de possíveis outliers que possam influenciar os resultados.

4.1.1 Estatísticas descritivas do modelo geral

Primeiramente, os cálculos das estatísticas descritivas da amostra geral foram realizados sem considerar a separação por setor. Os valores encontrados estão apresentados na Tabela 3.

A análise das estatísticas descritivas do *payout* evidencia um comportamento de extrema heterogeneidade e forte assimetria entre as empresas da amostra. O primeiro quartil igual a 0,00% indica que pelo menos 25% das observações correspondem a empresas que não realizaram distribuição de lucros, refletindo políticas de retenção total ou ausência de lucro

passível de distribuição em determinados exercícios. A mediana situou-se em 38,68%, valor que representa de forma mais robusta a tendência central da amostra. Em contraste, a média apresentou o valor atípico de 1.149,55%, sendo consideravelmente superior à mediana. Essa discrepância revela a presença de valores extremos (*outliers*) positivos, evidenciados pelo valor máximo de 263.429,53%, que deslocam a média para patamares elevados e não representativos da maioria das firmas.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas da amostra

Estatísticas Descritivas	Payout (%)
Mínimo	0,00%
1º Quartil	0,00%
Mediana	38,68%
Média	1149,55%
3º Quartil	124,41%
Máximo	263429,53%
Assimetria	1415,00%
Desvio padrão	187,00%
Nº observações	3919

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Esse fenômeno é confirmado pelo terceiro quartil, de 124,41% e, principalmente, pela intensidade da assimetria, calculada em 1.415,00%. Trata-se de um valor excepcionalmente alto, que caracteriza uma distribuição com fortíssima concentração à esquerda e uma cauda longa à direita. Tal configuração retrata um cenário onde a maioria das empresas adota políticas de distribuição moderadas, enquanto um número reduzido de casos isolados apresenta *payouts* extraordinários, distanciando-se do restante da amostra. Por fim, o desvio padrão de 187,00% confirma a expressiva dispersão e a variabilidade das políticas de dividendos nas 3.919 observações analisadas.

4.1.2 Estatísticas descritivas por setor

Para compreender melhor o comportamento das variáveis investigadas, apresenta-se a análise dos resultados das estatísticas descritivas segmentadas por setor na Tabela 4. Essa abordagem permite identificar padrões, heterogeneidades e possíveis particularidades estruturais entre os diferentes segmentos da amostra.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas por setor

Setor	Payout (%)						Assimetria	Desvio Padrão	N° Observações
	Mínimo	1° Quartil	Mediana	Média	3° Quartil	Máximo			
Saúde	0,00%	11,98%	90,49%	192,14%	190,31%	6324,32%	1007,00%	36,00%	193
Financeiro	0,00%	30,77%	68,37%	7491,10%	141,60%	263429,53%	492,00%	1400,00%	508
Consumo não cíclico	0,00%	0,00%	18,83%	185,01%	73,10%	17604,80%	1298,00%	87,00%	209
Bens Industriais	0,00%	0,00%	23,81%	169,35%	97,68%	22855,55%	1545,00%	46,00%	625
Utilidade Pública	0,00%	35,83%	95,86%	257,07%	237,59%	16131,11%	1288,00%	33,00%	701
Consumo cíclico	0,00%	0,00%	0,00%	105,3%	68,2%	16306,5%	1705,00%	26,00%	869
Tecnologia da Informação	0,00%	0,00%	45,85%	131,82%	184,22%	1032,20%	236,00%	27,00%	60
Materiais Básicos	0,00%	0,00%	19,5%	391,3%	108,2%	52006,4%	1417,00%	115,00%	581
Comunicações	0,00%	0,00%	0,00%	22,03%	45,73%	165,51%	178,00%	4,00%	88
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,00%	0,00%	0,00%	107,3%	197,7%	1154,6%	1380,00%	22,00%	85

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

A análise das estatísticas descritivas por setor evidencia padrões heterogêneos e disparidades acentuadas na distribuição de lucros, refletindo as particularidades operacionais e a presença de valores atípicos em cada segmento. Em termos de volume de dados, o setor de Consumo Cíclico é o mais representativo, com 869 observações, seguido por Utilidade Pública (701) e Bens Industriais (625). Essa representatividade amostral confere maior confiabilidade estatística às métricas desses grupos. Em contrapartida, os setores de Tecnologia da Informação (60), Petróleo, Gás e Biocombustíveis (85) e Comunicações (88) são os menos representativos, o que exige cautela na generalização de seus resultados. O setor de Saúde apresenta um dos perfis mais robustos de distribuição, com o primeiro quartil em 11,98% e uma mediana de 90,49%, sugerindo que a maioria das empresas do setor mantém políticas de payout elevadas e consistentes. Embora a média seja de 192,14%, a assimetria de 1007,00% indica que, mesmo com alguns casos extremos (máximo de 6324,32%), o comportamento central é mais elevado que a média geral.

O setor Financeiro destaca-se como o principal responsável pela distorção estatística da amostra global. Apresenta uma mediana de 68,37%, mas uma média expressiva de 7491,10%. Esse desvio é explicado pelo valor máximo de 263429,53%, o maior de toda a base de dados, resultando em um desvio padrão de 1400,00%. Tais números indicam que, apesar de ser um setor tradicionalmente pagador de dividendos, existem eventos corporativos ou outliers extremos que tornam a média pouco representativa para o segmento.

Em contraste, os setores de Consumo Cíclico, Comunicações e Petróleo, Gás e Biocombustíveis exibem as políticas mais conservadoras, com medianas de 0,00%. Isso revela que, pelo menos metade das observações nesses segmentos, não registrou distribuição de dividendos no período. No setor de Comunicações, observa-se o comportamento mais homogêneo da amostra, com o menor desvio padrão (4,00%) e a menor média (22,03%), indicando uma retenção de lucros mais uniforme entre as empresas.

O setor de Utilidade Pública, caracterizado por fluxos de caixa estáveis, confirma sua natureza de "pagador de dividendos", com a maior mediana observada (95,86%) e um dos menores desvios padrões em termos relativos (33,00%), apesar da influência de outliers que elevam a média para 257,07%. Já o setor de Materiais Básicos apresenta forte variabilidade, com média de 391,30% e assimetria de 1417,00%, impulsionada por um valor máximo de 52006,40%. Por fim, o setor de Tecnologia da Informação mostra-se em um patamar intermediário, com mediana de 45,85% e a menor assimetria entre os setores de maior dispersão (236,00%), sugerindo uma distribuição ligeiramente mais equilibrada entre seus pares, apesar da escala reduzida de observações (60).

4.2 Testes de Pré e Pós Estimação aplicados

A escolha do modelo Tobit fundamenta-se na natureza da variável dependente (*payout*), a qual se apresenta censurada à esquerda, assumindo valor zero para as empresas que não realizaram distribuição de dividendos. Nesse contexto, a utilização de modelos lineares tradicionais poderia gerar estimativas viesadas e inconsistentes, uma vez que não consideram adequadamente a concentração de observações no limite inferior da distribuição. Essa abordagem encontra respaldo na literatura recente aplicada a mercados emergentes, como em Al-Hiyari *et al.* (2024), que empregam modelos para dados censurados ao analisar a relação entre governança corporativa, assimetria informacional e política de dividendos, e em Deshmukh (2003), que ressalta a importância de modelar adequadamente a decisão de iniciação do pagamento de dividendos.

Segundo Greene (2002), para garantir a especificação e a adequação do modelo Tobit, é importante observar três condições básicas: a primeira é garantir que todas as variáveis relevantes estejam incluídas no modelo, evitando omissões que possam distorcer os resultados ou gerar interpretações incorretas. A segunda condição refere-se à constância da variância dos resíduos (homoscedasticidade), que assegura que os erros do modelo tenham comportamento semelhante ao longo das observações. Já a terceira diz respeito à normalidade e à independência dos erros em relação às variáveis explicativas, essenciais para que as estimativas e os testes estatísticos sejam válidos.

De acordo com Gujarati (2006), embora testes clássicos como t, F e qui-quadrado sejam amplamente utilizados em modelos de regressão linear, há situações em que é necessária a utilização de métodos mais gerais, principalmente em modelos de regressão que podem não ser lineares. Dessa forma, o autor ressalta a importância da chamada “trindade de testes” (Teste de Verossimilhança, Teste de Wald e Multiplicador de Lagrange – LM), que, em amostras grandes, são considerados equivalentes, já que a estatística de teste de cada um segue a distribuição qui-quadrado.

4.2.1 Teste de Pré- Estimação: avaliação da estacionaridade

Embora sua utilização seja ampla, alguns problemas podem ser identificados na utilização de séries temporais em análises econométricas. Presume-se que os dados utilizados sejam estacionários, isto é, que apresentem média e variância constantes ao longo do tempo e que a covariância dependa apenas do intervalo entre os períodos, e não do momento específico

em que são observados. Uma série não estacionária, por sua vez, apresenta características estatísticas que variam com o tempo, o que dificulta a identificação de padrões estáveis e pode levar à obtenção de relações entre variáveis sem vínculo causal (Gujarati, 2006).

Greene (2002) destaca a importância da realização dos testes de raiz unitária na verificação da estacionaridade das séries temporais, com destaque para o teste de Dickey-Fuller, que, segundo o autor, trata-se de uma ferramenta essencial para identificar a presença de raiz unitária, indicativo de que a série é não estacionária. No entanto, o teste de Dickey-Fuller (1981) parte da suposição de que os erros do modelo são ruído branco, ou seja, não apresentam correlação ao longo do tempo, o que, na realidade, nem sempre é válido. De forma complementar, o autor apresenta o teste de Dickey-Fuller Aumentado (ADF), que inclui defasagens da variável dependente diferenciada, permitindo lidar com a autocorrelação dos resíduos, trazendo maior precisão à análise.

Maddala e Wu (1999) apresentaram uma abordagem para testar a estacionaridade em dados em painel por meio do teste de Fisher, o qual se baseia na combinação dos p-valores obtidos nos testes de raiz unitária individuais, como o teste de ADF, aplicados a cada série temporal. Com isso, o presente estudo utilizou o teste de Fisher, partindo da hipótese nula de que todos os painéis analisados possuem raiz unitária, conforme os resultados apresentados na Tabela 5, abaixo:

Tabela 5 – Resultado do Teste de Fischer por Variável

Variável	γ	Valor crítico (1%)	p-valor
Payout	-11,2589	-3,96	<2e-16***
Crescimento observado	-43,7057	-3,96	<2e-16***
Crescimento esperado	-16,7019	-3,96	<2e-16***
Propriedade dos insiders	-11,0609	-3,96	<2e-16***
Fluxo de caixa	-24,9782	-3,96	<2e-16***
Endividamento	-42,6055	-3,96	<2e-16***
Tamanho	-10,6169	-3,96	<2e-16***
Assimetria informacional (<i>price</i>)	-25,1565	-3,96	<2e-16***

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Os resultados do Teste de Fisher (ADF), apresentados na Tabela 5, indicam que todas as variáveis analisadas rejeitam a hipótese nula de presença de raiz unitária ao nível de significância de 1%. Em todos os casos, o coeficiente γ associado à variável defasada em nível assume valores negativos e estatisticamente significativos, sendo as estatísticas do teste

consideravelmente inferiores ao valor crítico de $-3,96$. Especificamente, as variáveis *payout*, crescimento observado, crescimento esperado, propriedade dos *insiders*, fluxo de caixa, endividamento, tamanho e assimetria informacional (*price*) apresentam estatísticas ADF com p-valores inferiores a $2e-16$, o que evidencia a rejeição da hipótese nula de não estacionariedade, indicando que as séries mantêm média e variância constantes ao longo do tempo. Dessa forma, os resultados confirmam a adequação das variáveis para a estimação do modelo econométrico proposto, no caso o Tobit.

4.2.2 Teste de Pré-Estimação: Avaliação da significância conjunta

O Teste de Wald tem como objetivo avaliar a significância conjunta dos coeficientes do modelo estimado, verificando se as variáveis explicativas, consideradas em conjunto, exercem influência estatisticamente relevante sobre a variável dependente. Ou seja, o teste permite investigar se os parâmetros estimados diferem simultaneamente de zero, o que indicaria a pertinência do modelo como instrumento de explicação dos fenômenos observados (Greene, 2002). Gujarati e Porter (2011) também descrevem o teste de Wald como um método para testar hipóteses sobre múltiplos parâmetros de forma conjunta, destacando sua equivalência a outros testes (como o teste F ou o teste de razão de verossimilhança) sob certas condições.

Diversos estudos têm empregado o teste de Wald como uma etapa fundamental na verificação da adequação e da robustez das estimativas obtidas por meio do modelo Tobit. Autores como Nascimento et al. (2023), Al-Malkawi (2007), Al Hiyari et al. (2024), Reis, Moreira e Vilpoux (2018) e Carvalho e Kassouf (2009), entre outros, utilizaram esse teste com o propósito de avaliar a significância conjunta dos coeficientes do modelo e, conseqüentemente, verificar se as variáveis explicativas exercem influência estatisticamente relevante sobre a variável dependente.

Tabela 6 – Teste de Wald

H₀	χ^2	df	p-valor
H₀ = todos os coeficientes das variáveis explicativas conjuntamente iguais a zero	201,28	8	< 2,2e-16

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Com base nos resultados apresentados na Tabela 6, o teste de Wald foi aplicado com o objetivo de avaliar a significância conjunta dos coeficientes das variáveis explicativas incluídas no modelo Tobit, na configuração aplicada ao contexto da amostra geral. A estatística de qui-quadrado (χ^2) obtida foi de 201,28, com 8 graus de liberdade e um p-valor inferior a 0,0001 ($p < 2,2e-16$), rejeitando a hipótese nula H_0 de que todos os coeficientes são simultaneamente iguais a zero, ao nível de significância de 1%. Esses resultados indicam que o modelo apresenta robustez estatística e que, em conjunto, as variáveis independentes exercem influência significativa sobre a variável dependente *payout*. Assim, reforça-se a adequação do modelo proposto e confirma-se que as variáveis selecionadas contribuem de forma efetiva para explicar o comportamento do nível de *payout*.

4.2.3 Teste de Pré-Estimação: Teste de multicolinearidade

Segundo Wooldridge (2010), um dos principais desafios na estimação de modelos de regressão é a multicolinearidade, que ocorre quando há forte correlação entre duas ou mais variáveis independentes. Esse problema tende a inflar os erros-padrão das estimativas, comprometendo a precisão dos coeficientes e dificultando a identificação de relações estatisticamente significativas entre as variáveis. Embora a presença de multicolinearidade possa elevar o coeficiente de determinação (R^2), ela reduz a confiabilidade dos resultados, uma vez que poucos parâmetros se mostram significativos no modelo. Assim, identificar e corrigir o problema da multicolinearidade torna-se uma etapa fundamental na análise econométrica, visto que a validade das inferências e a consistência das estimativas dependem do pressuposto de ausência dessa relação entre as variáveis explicativas.

Os resultados apresentados abaixo (Tabela 7) referem-se ao teste de Fator de Inflação da Variância (VIF), utilizado para verificar a presença de multicolinearidade entre as variáveis independentes do modelo t-Tobit. De acordo com Wooldridge (2010) e Gujarati e Porter (2011), valores de VIF superiores a 10 indicam colinearidade severa, enquanto valores próximos de 1 sugerem ausência desse problema. Observa-se que todos os valores obtidos se encontram abaixo de 4, com destaque para “Propriedade dos *insiders*” (3,53) e “Tipo de acionista controlador” (2,94), que, embora relativamente mais elevados, ainda estão dentro de um intervalo aceitável. Esses resultados indicam que as variáveis explicativas não apresentam correlação linear forte entre si, garantindo a estabilidade das estimativas e a confiabilidade dos coeficientes obtidos. Dessa forma, conclui-se que o modelo não sofre com problemas de

multicolinearidade, atendendo a um dos pressupostos essenciais para a validade das inferências econométricas e para a adequada interpretação dos resultados.

Tabela 7 – Resultado do teste de VIF

Variável	VIF
Crescimento observado	1,004680
Crescimento esperado	1,013158
Propriedade dos <i>insiders</i>	3,534470
Fluxo de Caixa	1,068905
Endividamento	1,003430
Tamanho	1,762070
Estresse Financeiro	1,063052
Tipo de acionista controlador	2,941992
Assimetria informacional (segmento)	1,691315
Assimetria informacional (ADR)	1,425580
Assimetria informacional (<i>price</i>)	1,052251

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

4.2.4 Teste de Pós-Estimação: Teste de heterocedasticidade aplicado aos modelos individuais

Breusch e Pagan (1979) propuseram um teste simples para identificar a presença de heterocedasticidade em modelos de regressão linear, embasado na abordagem do LM. Além de grande aplicabilidade, o teste pode ser utilizado em diferentes especificações de heterocedasticidade e de coeficientes aleatórios. Além disso, os autores complementam a análise teórica com evidências empíricas, reforçando a validade assintótica e a robustez do teste proposto.

De acordo com Greene (2002), a censura nos dados pode representar o surgimento de heterocedasticidade, ocasionando um problema relevante para a consistência e a eficiência das estimativas do modelo. Esse tipo de desvio, contudo, pode ser identificado por meio da aplicação do teste do LM, que permite verificar a existência de variância não constante nos erros e, conseqüentemente, avaliar a adequação do modelo estimado. Para tratar o problema da heterocedasticidade dos erros, Wooldridge (2010) traz como abordagem o uso de uma matriz de variância, que permite obter erros-padrão consistentes mesmo quando a variância dos resíduos não é constante. Dessa forma, o teste do LM é amplamente utilizado para verificar a presença de heterocedasticidade no modelo linear. Sob a hipótese nula de homocedasticidade,

o modelo segue uma distribuição qui-quadrado, de modo que valores elevados indicam a rejeição da hipótese nula.

Dada a presença de heterocedasticidade confirmada pelo teste do LM, a inferência estatística baseada em erros-padrão ordinários tornaria os testes de significância pouco confiáveis. Para mitigar esse problema, utilizou-se a função `coeftest()` do pacote `lmtest`, conforme sugerido por Zeileis e Hothorn (2002), o que permite realizar testes de Wald sobre os coeficientes individuais do modelo, aplicando uma matriz de variância-covariância robusta, assegurando que os erros-padrão sejam ajustados à estrutura de variância dos resíduos. Dessa forma, as estatísticas z e os respectivos p -valores de cada variável explicativa tornam-se válidos mesmo sob condições de não homocedasticidade, preservando a confiabilidade das conclusões sobre os determinantes do *payout*, conforme analisado mais à frente, na estimação do modelo Tobit. Destaca-se que os resultados dos testes de heterocedasticidade encontram-se disponibilizados no Apêndice A, ao final do trabalho.

4.3 Resultados dos modelos: modelo t-Tobit

A estimação do modelo Tobit, ajustado com censura inferior em zero, revela um conjunto de determinantes relevantes da política de *payout* das empresas analisadas. Com 3.919 observações, das quais 1.433 correspondem a firmas que não distribuíram dividendos, o modelo mostra-se adequado para capturar a natureza censurada da variável dependente e reforça a pertinência dessa abordagem metodológica, em linha com Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), que também utilizam o Tobit para modelar *payout* truncado em zero no mercado brasileiro. Considerando a presença de outliers na análise descritiva, optou-se pela utilização do modelo t-Tobit, assumindo uma distribuição t de Student para os termos de erro, que, conforme sugere Rocha (2014), contribui para corrigir potenciais problemas de estimação do modelo decorrentes da não normalidade dos resíduos.

Os resultados da estimação global (Tabela 8) evidenciam que o Crescimento Esperado exerce influência negativa (-0,007) e altamente significativa ($p < 0,001$) sobre o *payout*. Este achado contrasta com a análise preliminar, sugerindo que, na amostra agregada, as empresas priorizam a retenção de lucros diante de oportunidades futuras de expansão, alinhando-se à visão residual dos dividendos e às evidências de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008). Por outro lado, o Crescimento Observado não apresentou efeito estatisticamente relevante ($p = 0,2413$), reforçando que o mercado e as políticas corporativas respondem mais às projeções de longo prazo do que ao desempenho operacional imediato. Essa combinação sugere que o

mercado responde mais às perspectivas futuras do que ao desempenho imediato, o que, no contexto brasileiro, aproxima-se de evidências como as de Chain e Januzzi (2022), que identificam que variáveis associadas à confiança no desempenho futuro, como rentabilidade e tamanho, tendem a estar positivamente relacionadas ao nível de distribuição. Em contrapartida, Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), ao analisarem período e amostra distintos, observam que maiores oportunidades de crescimento levariam à retenção de lucros. A divergência reforça a ideia de que o efeito do crescimento depende do ambiente institucional e das condições de financiamento disponíveis em cada período.

Tabela 8 – Resultado do modelo Tobit para a amostra total

Variável	Coefficientes	p-valor
Constante	-1,9218540	<2e-16***
Crescimento Observado	0,0005494	0,241337
Crescimento Esperado	-0,0072721	0,000152***
Propriedade dos <i>Insiders</i>	-0,4194969	1,81e-06***
Fluxo de Caixa	2,2753136	<2e-16***
Endividamento	-0,0177691	0,026734*
Tamanho	0,0949696	<2e-16***
Estresse Financeiro	0,0168281	0,632412
Tipo de Acionista Controlador	0,5141632	1,28e-11***
Assimetria Informacional (Segmento)	-0,0008079	0,983891
Assimetria Informacional (ADR)	0,0065866	0,885786
Assimetria Informacional (<i>Price</i>)	-0,3933274	<2e-16***
Log-likelihood = -6699 (com 14 graus de liberdade); Df: 0,7782		

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

No âmbito da estrutura de propriedade e governança, a Propriedade dos *Insiders* apresentou efeito negativo (-0,41) e significativo, indicando que o aumento do poder discricionário da gestão tende a reduzir a distribuição de proventos. Esse comportamento converge com a literatura de custos de agência (Jensen; Meckling, 1976) e com achados brasileiros de Chain e Januzzi (2022). Em contrapartida, a variável Tipo de Acionista Controlador revelou um impacto positivo (0,51) e altamente significativo ($p < 0,001$), corroborando os estudos de Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) e Ribeiro et al. (2013). Tal resultado sugere que a presença de um controlador majoritário pode atuar como um mecanismo de monitoramento que favorece políticas de distribuição mais robustas para mitigar conflitos com minoritários.

Diferentemente das observações setoriais específicas, o Fluxo de Caixa revelou-se um dos drivers mais expressivos da amostra total, com coeficiente positivo (2,27) e significância máxima ($p < 0,001$). Este dado valida a premissa de Deshmukh (2003) de que a abundância de recursos líquidos é determinante para a propensão ao pagamento. Quanto ao Endividamento, a relação negativa e significativa (-0,017; $p = 0,0267$) reforça a lógica da Pecking Order Theory (Myers; Majluf, 1984), na qual o serviço da dívida compete diretamente com os dividendos pelo fluxo de caixa livre. O Tamanho da firma (lnAT) também apresentou efeito fortemente positivo (0,09) e significativo, reforçando que o maior porte está associado à menor assimetria informacional e à maior estabilidade de pagamentos.

Por fim, a análise das proxies de assimetria informacional concentrou-se na Assimetria (*price*), que apresentou coeficiente negativo (-0,39) e altamente significativo. Esse resultado alinha-se aos achados de Al-Hiyari *et al.* (2024) e Sobrinho, Tavares e Silva (2021), confirmando que a volatilidade e a incerteza informacional inibem a distribuição de lucros. As proxies de Seguimento e ADR, contudo, não apresentaram significância estatística no modelo global, indicando que a volatilidade de preços é o indicador de assimetria com maior poder explicativo para a amostra total.

Por fim, embora a variável relativa à estrutura financeira (Estresse Financeiro) não tenha apresentado significância, esse tipo de resultado não é incomum em modelos amplos. Estudos como os de Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) e Ribeiro *et al.* (2013) também mostram que nem todos os mecanismos de governança ou condições financeiras apresentam efeitos claros quando avaliados simultaneamente às variáveis centrais de assimetria e agência.

4.3.1 Modelo t-Tobit para o setor Saúde

O setor de saúde possui características próprias que o diferenciam de outros segmentos da economia. Trata-se de um setor tipicamente intensivo em capital, altamente regulado e marcado por forte sensibilidade a riscos operacionais, tecnológicos e sanitários. Empresas dessa área, especialmente hospitais, laboratórios e prestadores de serviços médico-hospitalares, tendem a enfrentar ciclos de investimento mais longos, e um ambiente que exige constantes reinvestimentos em infraestrutura, equipamentos e inovação. Além disso, a imprevisibilidade da demanda, frequentemente influenciada por fatores epidemiológicos e regulatórios, torna a gestão financeira mais prudente, o que pode levar a políticas de distribuição de dividendos mais conservadoras. Estudos como os de Chain & Januzzi (2022) sugerem que setores intensivos em

capital apresentam práticas distintas de distribuição, refletindo suas necessidades de financiamento e exposição a riscos.

Tabela 9 - Resultado do modelo Tobit para o setor Saúde

Variável	Coefficientes	p-valor
Constante	7,1155100	0,0014455**
Crescimento observado	-0,3310197	0,0838588
Crescimento esperado	0,1088026	<2,2e-16***
Propriedade dos insiders	-2,0075380	2,417e-16***
Fluxo de Caixa	3,3022851	0,0537890
Endividamento	-0,5856449	0,1086401
Tamanho	-0,3320231	0,0047380**
Estresse Financeiro	0,2508367	0,1185068
Tipo de acionista controlador	0,4679875	0,1795126
Assimetria informacional (seguimento)	1,6793832	0,0008468***
Assimetria informacional (ADR)	-0,0711559	0,8471321
Assimetria informacional (price)	-0,0712124	0,8085225
Log-likelihood = -304,5 (com 14 graus de liberdade); Df: 1,026		

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Ao analisar os determinantes individuais, verifica-se que o Crescimento Observado apresentou coeficiente negativo, embora não significativo. Esse resultado alinha-se à lógica de que a expansão operacional neste setor demanda reinvestimento imediato, limitando a distribuição de caixa aos acionistas. Por outro lado, o Crescimento Esperado exibiu um coeficiente positivo (0,10) com alta significância estatística ($p < 0,001$). Este achado fundamenta-se na Teoria da Sinalização (BHATTACHARYA, 1979; MOTA et al., 2023), sugerindo que empresas do setor de saúde com perspectivas favoráveis de fluxos de caixa futuros utilizam o payout como um mecanismo para transmitir qualidade e estabilidade ao mercado, mitigando a assimetria informacional (AGARWAL; CHAKRAVERTY, 2023). Um dos resultados mais expressivos diz respeito à Propriedade dos insiders, cujo coeficiente é negativo (-2,00) e altamente significativo. Esse comportamento reforça a perspectiva clássica da teoria de agência (Jensen & Meckling, 1976), segundo a qual maior concentração acionária entre executivos reduz a necessidade de utilizar dividendos como mecanismo disciplinador, onde insiders com maior controle tendem a priorizar reinvestimentos estratégicos e reservas operacionais. No contexto brasileiro, Iquiapaza et al. (2008) e Sobrinho et al. (2021) argumentam que a concentração de propriedade nas mãos de gestores ou controladores reduz a necessidade de utilizar dividendos como mecanismo disciplinador ou de redução de custos de agência. Nesse cenário, insiders com maior controle tendem a reter recursos internamente,

priorizando a flexibilidade financeira e o reinvestimento estratégico em detrimento da remuneração imediata aos minoritários.

Quanto às características operacionais, o Tamanho da empresa revelou um coeficiente negativo (-0,33) e significativo a 1%. Este resultado contrapõe as evidências de Deshmukh (2003) e Chain e Januzzi (2022), sugerindo que, no setor de saúde, empresas de maior porte podem estar priorizando a manutenção de estruturas complexas ou reinvestimentos, ao invés de sinalizarem maior capacidade de pagamento. O Fluxo de Caixa apresentou sinal positivo (3,30) e baixa significância ($p = 0,053$), indicando uma tendência de que a disponibilidade de liquidez favoreça o *payout*, embora de forma menos robusta que o previsto por Jensen (1986). O Endividamento e o Estresse Financeiro, apesar dos sinais negativo e positivo, respectivamente, não alcançaram significância estatística, sugerindo que a alavancagem não é o principal fator das decisões de distribuição neste recorte setorial.

No escopo da assimetria informacional, os resultados foram variados. Enquanto as métricas baseadas em ADR e Volatilidade de Preços (*price*) não foram significativas, a variável Assimetria Informacional (seguimento) apresentou coeficiente positivo (1,67) com elevada significância estatística ($p < 0,001$). Esse achado sugere que empresas listadas em segmentos de listagem com menores exigências de governança podem utilizar maiores níveis de *payout* como um mecanismo substituto para atrair investidores e compensar a opacidade informacional. Por fim, o Tipo de Acionista Controlador não demonstrou influência significativa, indicando que a natureza do controle não é determinante para a política de dividendos no setor de saúde.

4.3.2 Modelo t-Tobit para o setor Financeiro

O setor financeiro distingue-se substancialmente dos demais segmentos da economia por operar sob um arcabouço institucional de elevada regulação, forte supervisão e padrões rigorosos de transparência e compliance. Bancos, seguradoras e demais instituições financeiras atuam em um ambiente onde a gestão de risco, a solidez de capital e a liquidez são pilares centrais de sustentabilidade. Por essa razão, o comportamento de distribuição de proventos neste setor tende a ser mais previsível e menos volátil, uma vez que é frequentemente balizado por limites regulatórios de capital. A amostra conta com 508 observações, apenas 49 apresentam censura à esquerda, indicando que a vasta maioria das instituições financeiras distribui dividendos de forma recorrente.

Tabela 10 - Resultado do modelo Tobit para o setor Financeiro

Variável	Coefficientes	p-valor
Constante	-0,2111372	0,653427
Crescimento observado	-0,0372286	9,729e-08***
Crescimento esperado	0,2740913	2,926e-12***
Propriedade dos insiders	0,5199409	2,064e-08***
Fluxo de Caixa	-0,3299006	0,004913**
Endividamento	1,1215053	<2,2e-16***
Tamanho	0,0252512	0,201865
Estresse Financeiro	-0,0043290	0,881174
Tipo de acionista controlador	-0,4445844	4,555e-07***
Assimetria informacional (seguimento)	-0,1503506	0,020347*
Assimetria informacional (ADR)	0,4001463	3,679e-09***
Assimetria informacional (price)	0,0664131	0,050142
Log-likelihood = -1044 (com 14 graus de liberdade); Df: 0,3971		

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Diferentemente do observado anteriormente, tanto o Crescimento Observado (-0,03) quanto o Crescimento Esperado (0,27) apresentaram alta significância estatística ($p < 0,001$). O sinal positivo do crescimento esperado corrobora a Teoria da Sinalização (BHATTACHARYA, 1979; MOTA; MOURA; MARTINS, 2023), indicando que instituições com perspectivas futuras favoráveis utilizam os dividendos para projetar solidez ao mercado, o que se torna essencial no setor bancário. Contudo, o sinal negativo do crescimento observado sugere que a expansão realizada no curto prazo pode demandar retenção de capital para cumprimento de exigências do mercado e suporte a novas operações de crédito. Mota, Moura e Martins (2023) reforçam que, no Brasil, o anúncio de dividendos carrega forte conteúdo informacional, o que parece ser particularmente valorizado no setor bancário, onde a confiança é o ativo principal.

A Propriedade dos Insiders apresentou coeficiente positivo (0,51) e altamente significativo ($p < 0,001$). Este resultado sugere que, no setor financeiro brasileiro, a presença de executivos na estrutura acionária pode estar alinhada à distribuição de lucros, possivelmente como estratégia de sinalização de performance ou redução de agência em um ambiente regulado. Em contrapartida, o Fluxo de Caixa exibiu coeficiente negativo (-0,32) com significância a 1%. No setor financeiro, a alta disponibilidade de caixa não se traduz necessariamente em distribuição, pois esses recursos compõem a base de ativos líquidos exigidos para a intermediação financeira e para a proteção contra riscos de crédito, conforme discutido na literatura de mercados emergentes por Al-Hiyari et al. (2024).

Um dos resultados mais expressivos reside na variável Endividamento, que apresentou coeficiente positivo (1,12) e alta significância estatística ($p < 0,001$). Para o setor bancário, a alavancagem não representa restrição financeira nos moldes da Pecking Order (Myers; Majluf, 1984), mas sim a escala da intermediação financeira (captação). O resultado indica que instituições maiores e mais alavancadas em captações tendem a apresentar maiores payouts. No entanto, a presença de um Tipo de Acionista Controlador exerce efeito oposto, com coeficiente negativo (-0,44) e significativo a 1%, sugerindo que estruturas de controle mais definidas neste setor podem priorizar a capitalização institucional em detrimento da distribuição.

Em relação as variáveis de assimetria informacional, a Assimetria (ADR) apresentou coeficiente positivo (0,40) e altamente significativo, indicando que a listagem em mercados internacionais, que impõe maiores níveis de exigências, está associada a maiores distribuições. A Assimetria (seguimento) também foi significativa, embora com sinal negativo (-0,15), sugerindo que a transparência dos segmentos de listagem impacta a política de proventos. Como observado por Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) e Ribeiro et al. (2013), quando o ambiente de governança e transparência é elevado, o papel dos dividendos como redutor de assimetria torna-se menos preponderante.

4.3.3 Modelo t-Tobit para o setor de Consumo não Cíclico

O setor de Consumo Não Cíclico, composto por empresas que produzem bens essenciais, como alimentos, produtos de higiene, bebidas, medicamentos e outros itens, caracteriza-se por uma demanda relativamente estável ao longo do tempo. Diferentemente de setores sensíveis ao ciclo econômico, sua receita tende a oscilar menos em períodos de crise, o que proporciona maior previsibilidade operacional e menor volatilidade. Por esse motivo, empresas desse segmento são frequentemente associadas a fluxos de caixa mais estáveis e a políticas de distribuição de dividendos mais consistentes, reforçando as expectativas dos investidores por estabilidade (Lintner, 1956). No contexto brasileiro, Chain e Januzzi (2022) corroboram essa visão, apontando que setores com menor exposição a ciclos econômicos tendem a sustentar *payouts* mais regulares.

Tabela 11 - Modelo t-Tobit para o setor Consumo Não Cíclico

Variável	Coefficientes	p-valor
Constante	-2,717802	0,034490*
Crescimento Observado	0,302894	0,471813
Crescimento Esperado	0,132469	0,071721
Propriedade dos <i>Insiders</i>	-3,361634	0,007183**
Fluxo de Caixa	-2,773744	0,022585*
Endividamento	-0,247569	0,107736
Tamanho	0,066204	0,123348
Estresse Financeiro	-0,101397	0,477607
Tipo de Acionista Controlador	3,317320	<2,2e-16***
Assimetria Informacional (Segmento)	0,559462	0,113386
Assimetria Informacional (ADR)	0,136065	0,544883
Assimetria Informacional (<i>Price</i>)	-0,060096	0,889566
Log-likelihood = -225,5 (com 14 graus de liberdade); Df: 0,3164		

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Em contraste com as análises anteriores, as variáveis de Crescimento Observado (0,30) e Crescimento Esperado (0,13) não apresentaram significância estatística aos níveis convencionais. Este resultado sugere que, para este setor, caracterizado por uma demanda mais inelástica e fluxos de caixa mais estáveis, as oportunidades de expansão ou expectativas futuras não exercem pressão imediata sobre a decisão de payout, prevalecendo a manutenção de políticas de dividendos mais rígidas e menos dependentes do ciclo de crescimento.

A Propriedade dos *Insiders* apresentou um coeficiente negativo (-3,36) e significativo ao nível de 1% ($p = 0,007$). Esse comportamento retoma a perspectiva clássica da Teoria de Agência (Jensen; Meckling, 1976), na qual uma maior concentração acionária nas mãos de gestores e executivos internos reduz a necessidade de utilizar os dividendos como mecanismo disciplinador do fluxo de caixa livre. No contexto brasileiro, conforme discutido por Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), *insiders* com maior controle tendem a priorizar a retenção de recursos para garantir flexibilidade financeira e reinvestimentos estratégicos, em detrimento da remuneração imediata aos acionistas minoritários. Esse mecanismo de governança é discutido por Lin, Chen e Tsai (2017) e Al-Hiyari *et al.* (2024), que argumentam que estruturas de propriedade podem moderar positivamente a distribuição para reduzir custos de agência em ambientes de menor risco operacional.

O Fluxo de Caixa confirmou sua relevância, com um coeficiente negativo (-2,77) e significativo a 5% ($p = 0,022$). Este achado, embora contraintuitivo sob a ótica da disponibilidade de recursos, indica que, no setor de Consumo Não Cíclico, empresas com maior

geração de caixa podem estar priorizando o fortalecimento de sua estrutura de capital ou projetos de integração vertical, reduzindo o percentual de lucro distribuído.

O endividamento exibe coeficiente negativo, mas não significativo. Isso sugere que, embora a lógica financeira tradicional indique que empresas mais alavancadas tendem a reduzir dividendos (Myers; Majluf, 1984), no setor de consumo não cíclico esse fator não exerce pressão suficiente para alterar, de forma estatística, a política de *payout*. A variável Tamanho, que representa o porte da empresa, não é significativa. Isso indica que, diferentemente de setores nos quais o tamanho é um sinal importante de poder de mercado ou de redução de assimetria informacional, no setor de Consumo Não Cíclico o porte não define diretamente a política de dividendos.

Um dos resultados mais expressivos desta nova estimação é a variável Tipo de Acionista Controlador, que exibiu um coeficiente positivo (3,31), com extrema significância estatística ($p < 2,2e-16$). Diferentemente do comportamento observado em outros setores, a existência de um controlador definido no Consumo Não Cíclico atua como um forte indutor de *payout*. Esse fenômeno pode estar associado ao interesse do controlador em extrair rendimentos estáveis da operação ou à utilização de dividendos como um mecanismo de sinalização de governança para compensar o poder de controle. Por fim, as proxies de Assimetria Informacional (Segmento, ADR e *price*) não demonstraram significância estatística, sugerindo que a transparência informacional externa impacta menos a política de dividendos do que a estrutura interna de governança corporativa.

4.3.4 Modelo t-Tobit para o setor Bens Industriais

O setor de Bens Industriais abrange empresas que produzem máquinas, equipamentos, componentes industriais, produtos de transporte, materiais de construção e outros insumos utilizados na atividade produtiva de diversos segmentos econômicos. Trata-se de um setor altamente sensível ao ciclo econômico, pois depende diretamente dos investimentos das empresas em expansão de capacidade, renovação de maquinário e modernização tecnológica. Como observam Myers e Majluf (1984), empresas com maiores necessidades de financiamento interno enfrentam restrições mais pronunciadas em sua capacidade de distribuir lucros, dinâmica especialmente relevante neste setor.

Tabela 12 - Resultado do modelo t-Tobit para o setor Bens industriais

Variável	Coefficientes	p-valor
Constante	-2,2653855	6,501e-05***
Crescimento Observado	0,0063718	0,3348741
Crescimento Esperado	-0,0077511	0,0435574*
Propriedade dos <i>Insiders</i>	-0,8842623	0,0005953***
Fluxo de Caixa	4,1389874	3,371e-12***
Endividamento	-0,0125860	0,3896897
Tamanho	0,0804583	0,0036229**
Estresse Financeiro	0,3244300	0,0005388***
Tipo de Acionista Controlador	0,9369755	9,190e-06***
Assimetria Informacional (Segmento)	0,3996595	0,0003003***
Assimetria Informacional (ADR)	-0,0968350	0,6452003
Assimetria Informacional (<i>Price</i>)	-0,2356065	0,0221999*
Log-likelihood = -843,8 (com 14 graus de liberdade); Df: 1,072		

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

O crescimento observado apresenta coeficiente positivo, porém não significativo, sugerindo que a expansão efetiva não está associada diretamente a mudanças no *payout*. No setor industrial, esse resultado faz sentido, já que, em períodos de crescimento, empresas preferem reinvestir para ampliar a capacidade produtiva em vez de distribuir lucros. Por outro lado, o crescimento esperado apresentou coeficiente negativo (-0,007) e significativo ao nível de 5% ($p = 0,0435$). Esse resultado sugere que, no setor industrial, expectativas de expansão futura agem como um fator redutor sobre o *payout*, priorizando o autofinanciamento de projetos de longo prazo em detrimento da sinalização por dividendos, contrastando com a teoria clássica de Bhattacharya (1979).

A Propriedade dos *Insiders* exibiu coeficiente negativo (-0,88), com alta significância estatística ($p < 0,001$). Tal evidência reforça a Teoria de Agência (Jensen; Meckling, 1976), indicando que gestores com participação acionária no setor industrial tendem a reter recursos para preservar a liquidez operacional. Contudo, o Fluxo de Caixa revelou-se um dos principais indutores da distribuição, com coeficiente positivo (4,13) e extrema significância ($p < 0,001$). Esse achado valida a hipótese de Jensen (1986) sobre o fluxo de caixa livre, sugerindo que a abundância de liquidez corrente é o driver primordial para o pagamento de dividendos neste setor, sobrepondo-se às pressões de crescimento.

A variável Tamanho manteve sua relevância, com sinal positivo (0,08) e significância a 1%, confirmando que empresas de maior porte e com acesso facilitado ao mercado de capitais possuem maior propensão ao *payout*. Adicionalmente, o Estresse Financeiro apresentou coeficiente positivo (0,32) e significativo, indicando que, possivelmente, empresas industriais

em situações de maior risco percebido podem utilizar dividendos para sinalizar solvência e manter a confiança dos investidores. Além disso, o Tipo de Acionista Controlador mostrou-se altamente relevante (0,93; $p < 0,001$), indicando que a presença de um controlador definido no setor industrial impulsiona políticas de distribuição mais agressivas.

Por fim, as métricas de assimetria informacional apresentaram resultados variados, mas relevantes. A Assimetria (segmento) revelou coeficiente positivo (0,39) e altamente significativo, sugerindo que segmentos de governança diferenciada realizam maiores distribuições. Em contrapartida, a Assimetria (*price*) exibiu sinal negativo (-0,23) e significativo, corroborando a tese de Kim, Jung e Cho (2021) de que a volatilidade informacional inibe o *payout* para preservar recursos internos.

4.3.5 Modelo t-Tobit para o setor Utilidade Pública

Já o setor de Utilidade Pública é composto majoritariamente por empresas de energia elétrica, água, saneamento e gás, sendo caracterizado por atividades essenciais, de serviços contínuos, consumo cotidiano e caráter indispensável, geralmente operando com receitas relativamente estáveis ao longo do tempo.

Tabela 13 – Resultado do modelo t-Tobit para a setor Utilidade Pública

Variável	Coefficientes	p-valor
Constante	1,03581621	<2,2e-16***
Crescimento Observado	-0,00097576	0,945326
Crescimento Esperado	0,98144093	<2,2e-16***
Propriedade dos <i>Insiders</i>	-0,50250570	1,583e-09***
Fluxo de Caixa	-0,03482941	0,011626*
Endividamento	0,21101243	8,449e-14***
Tamanho	0,10030358	0,008462**
Estresse Financeiro	-0,02341313	0,259658
Tipo de Acionista Controlador	0,42648572	8,179e-09***
Assimetria Informacional	-0,26024266	4,467e-07***
(Segmento)		
Assimetria Informacional (ADR)	-0,04318806	0,155711
Assimetria Informacional (<i>Price</i>)	-0,03405070	0,192022
Log-likelihood = -1257 (com 14 graus de liberdade); Df: 0,6956		

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Conforme apresenta-se na Tabela 13, no que tange às variáveis de crescimento, o Crescimento Esperado apresentou coeficiente positivo (0,98) com extrema significância

estatística ($p < 0,001$), sugerindo que expectativas otimistas sobre o desempenho futuro incentivam a distribuição para sinalizar solidez. Já o Crescimento Observado não demonstrou efeito relevante ($p = 0,9453$), reforçando que, em setores regulados, as políticas de dividendos tendem a ser resilientes a oscilações operacionais de curto prazo.

A Propriedade dos Insiders revelou-se um determinante crítico, com coeficiente negativo (-0,50) e alta significância ($p < 0,001$). Este resultado fortalece a hipótese gerencial da Teoria da Agência, na qual a concentração de capital nas mãos de gestores favorece a retenção de lucros (Iquiapaza et al., 2008). Em contrapartida, o Tipo de Acionista Controlador exibiu impacto positivo (0,42) e altamente significativo, indicando que a presença de um controlador definido no setor de Utilidade Pública atua como um catalisador do *payout*, possivelmente como estratégia para reduzir conflitos de agência com minoritários e sinalizar governança.

Quanto às variáveis financeiras, diferentemente das análises preliminares, o Endividamento apresentou sinal positivo (0,21) e significância máxima ($p < 0,001$). Em setores intensivos em capital e com receitas garantidas por contrato, a alavancagem pode não representar uma restrição, mas sim uma estrutura de capital otimizada que permite manter altos níveis de distribuição. O Fluxo de Caixa, no entanto, apresentou coeficiente negativo (-0,03) e significativo a 5%, sugerindo que, pontualmente, a maior disponibilidade de liquidez pode estar sendo direcionada para amortização de dívidas ou investimentos regulatórios antes da distribuição final. O Tamanho da empresa confirmou seu efeito positivo (0,10) e significativo, reforçando que companhias maiores possuem maior capacidade de sustentar maiores pagamentos.

Por fim, a Assimetria Informacional (segmento) apresentou coeficiente negativo (-0,26) e alta significância, confirmando que a opacidade informacional reduz o *payout*. As proxies de ADR e *Price* não foram significativas, sugerindo que a transparência atrelada ao segmento de listagem é a métrica de governança mais relevante para este setor.

4.3.6 Modelo t-Tobit para o setor Consumo Cíclico

O setor de Consumo Cíclico é composto por empresas cujos produtos e serviços estão diretamente associados ao nível de atividade econômica e à renda disponível das famílias. Diferentemente dos segmentos de demanda essencial, as empresas desse setor – como varejistas, montadoras, companhias de turismo, moda, eletrodomésticos e bens duráveis – tendem a apresentar forte sensibilidade às oscilações do ciclo econômico. Essa sensibilidade macroeconômica tende a gerar fluxos de caixa mais instáveis, o que, segundo a literatura

clássica de Lintner (1956), desencoraja o estabelecimento de políticas de dividendos rígidas ou elevadas, dada a relutância dos gestores em cortar proventos posteriormente.

Tabela 14 - Resultado do modelo t-Tobit para a setor Consumo Cíclico

Variável	Coefficientes	p-valor
Constante	-1,4462371	0,2739528
Crescimento Observado	0,0045139	0,6773609
Crescimento Esperado	-0,0202344	0,0031693**
Propriedade dos <i>Insiders</i>	0,1506461	0,5800451
Fluxo de Caixa	2,1876456	0,0002698***
Endividamento	-0,0025516	0,5076983
Tamanho	0,0416965	0,5145626
Estresse Financeiro	0,0648028	0,6030568
Tipo de Acionista Controlador	0,5574244	0,0054102**
Assimetria Informacional (Segmento)	-0,0064000	0,9687938
Assimetria Informacional (ADR)	0,9307856	4,034e-07***
Assimetria Informacional (<i>Price</i>)	-0,6900679	4,109e-07***
Log-likelihood = -1030 (com 14 graus de liberdade); Df: 1,613		

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

A estimação do modelo t-Tobit para o setor de Consumo Cíclico revela uma dinâmica de distribuição fortemente condicionada pela liquidez corrente e pela visibilidade no mercado externo (Tabela 14). Diferente de outros segmentos, o Crescimento Esperado apresentou coeficiente negativo (-0,02) e significativo ao nível de 1% ($p = 0,003$). Esse resultado sugere que, diante de perspectivas de expansão futura, as empresas deste setor tendem a reter lucros para financiar investimentos em capital de giro ou ampliação de rede, priorizando o autofinanciamento em detrimento da sinalização por dividendos. O Crescimento Observado, por sua vez, não demonstrou significância estatística, indicando que o desempenho operacional passado não é o fator principal das decisões de distribuição.

No âmbito dos indicadores financeiros, o Fluxo de Caixa revelou-se um determinante fundamental, com coeficiente positivo (2,18) e elevada significância estatística ($p < 0,001$). Este achado valida a hipótese de Jensen (1986), indicando que a disponibilidade imediata de recursos líquidos é o que viabiliza o pagamento de proventos em um setor marcado pela ciclicidade e volatilidade de receitas. Em contrapartida, variáveis como Endividamento, Tamanho e Propriedade dos *Insiders* não apresentaram significância estatística, sugerindo que a alavancagem e o porte não impõem restrições ou incentivos claros ao *payout* neste recorte setorial.

A estrutura de controle, entretanto, mostrou-se relevante: a variável Tipo de Acionista Controlador apresentou coeficiente positivo (0,55) e significativo a 1% ($p = 0,005$). Tal evidência indica que a presença de um controlador definido no Consumo Cíclico favorece maiores níveis de distribuição, possivelmente como estratégia para reduzir custos de agência ou garantir o retorno do capital investido em um ambiente de maior risco operacional.

Por fim, as proxies de assimetria informacional apresentaram resultados contrastantes e robustos. A Assimetria (*price*) exibiu coeficiente negativo (-0,69) com máxima significância, confirmando que a volatilidade de preços e a incerteza informacional inibem a distribuição de dividendos. Simultaneamente, a variável Assimetria (ADR) apresentou coeficiente positivo (0,93) e altamente significativo ($p < 0,001$). Esse achado sugere que a listagem em mercados internacionais, ao impor padrões de divulgação de informações mais rigorosos e aumentar a exposição a investidores globais, atua como um catalisador para políticas de *payout* mais agressivas, funcionando como um mecanismo de sinalização de governança. A *proxy* de segmento não apresentou significância, reforçando que, para o Consumo Cíclico, a visibilidade internacional e a estabilidade de preços são as dimensões da assimetria que efetivamente moldam a política de dividendos.

4.3.7 Modelo t-Tobit para o setor Materiais

O setor de Materiais reúne empresas intensivas em recursos naturais e processos industriais, abrangendo siderúrgicas, mineradoras, químicas, fabricantes de papel e celulose, cimento e derivados. Por operar em mercados globalizados e altamente competitivos, esse setor é particularmente sensível às oscilações de preços de commodities, ao câmbio e ao ciclo econômico, o que faz com que as decisões financeiras – especialmente a política de dividendos – sejam tomadas com cautela, já que as empresas precisam equilibrar reinvestimentos, riscos tecnológicos, volatilidade de mercado e expectativas dos acionistas.

Tanto o Crescimento Observado (0,25) quanto o Crescimento Esperado (1,27) apresentam coeficientes positivos e extrema significância estatística ($p < 0,001$), como vê-se na Tabela 15. Esse achado indica que empresas do setor que demonstram expansão efetiva e perspectivas futuras favoráveis tendem a elevar a distribuição de dividendos. Sob a ótica da Teoria da Sinalização (Bhattacharya, 1979), o forte impacto do Crescimento Esperado sugere que as firmas utilizam o *payout* para sinalizar que suas projeções de lucro são sustentáveis, mesmo diante da volatilidade característica dos mercados de commodities.

Tabela 15 - Resultado do modelo t-Tobit para o setor de Materiais

Variável	Coefficientes	p-valor
Constante	-6,8369058	1,501e-07***
Crescimento Observado	0,2574421	<2,2e-16***
Crescimento Esperado	1,2751248	<2,2e-16***
Propriedade dos <i>Insiders</i>	-0,5692065	0,0424917*
Fluxo de Caixa	-0,7016007	0,1202769
Endividamento	-0,0128458	0,6251611
Tamanho	0,2647394	1,798e-06***
Estresse Financeiro	0,0999743	0,3841107
Tipo de Acionista Controlador	0,7231345	0,0299064*
Assimetria Informacional	-0,2697132	0,0509211
(Segmento)		
Assimetria Informacional (ADR)	-0,4477055	0,0036861**
Assimetria Informacional (<i>Price</i>)	0,0620041	0,6779084
Log-likelihood = -926,1 (com 14 graus de liberdade); Df: 0,7163		

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

No que tange à estrutura de capital e governança, a Propriedade dos *Insiders* apresentou coeficiente negativo (-0,56) e significativo a 5%, sugerindo que uma maior concentração de ações nas mãos de executivos internos pode favorecer a retenção de lucros para investimentos em capital físico (capex). Por outro lado, o Tamanho da empresa confirmou-se como um driver fundamental, com coeficiente positivo (0,26) e alta significância ($p < 0,001$). Isso reforça que empresas de maior porte e com acesso consolidado ao mercado de capitais possuem fluxos de caixa mais robustos para sustentar pagamentos regulares. Adicionalmente, o Tipo de Acionista Controlador exibiu coeficiente positivo (0,72) e significativo, indicando que estruturas de controle centralizadas no setor de Materiais tendem a impulsionar a distribuição, possivelmente para atender às demandas de retorno dos controladores ou reduzir custos de agência.

Quanto às variáveis financeiras, o Fluxo de Caixa, o Endividamento e o Estresse Financeiro apresentaram sinais negativos e neutros, porém sem significância estatística. Tal evidência sugere que, para este setor, a alavancagem estrutural não é o fator preponderante na definição do *payout*, sendo a decisão mais atrelada ao porte e às oportunidades de crescimento.

Por fim, as proxies de assimetria informacional revelaram resultados heterogêneos. A Assimetria (ADR) apresentou coeficiente negativo (-0,44) e significativo a 1%, reforçando que a incerteza captada pela exposição ao mercado externo pode desestimular a distribuição para preservar liquidez. Em contrapartida, as proxies de segmento e *Price* não apresentaram significância estatística nesta rodada de estimação, sugerindo que nem todas as dimensões da assimetria afetam as decisões de proventos de forma homogênea.

4.3.8 Modelo t-Tobit para o setor Comunicações

O setor de Comunicações desempenha um papel central na infraestrutura informacional e tecnológica de um país, abrangendo empresas de telecomunicações, serviços de internet, transmissão de dados e mídias associadas. Investimentos em modernização tecnológica são essenciais para manter a competitividade, o que faz com que muitas empresas operem com elevados compromissos financeiros e ciclos longos de retorno.

Tabela 16 – Resultado do modelo t-Tobit para o setor de Comunicações

Variável	Coefficientes	p-valor
Constante	-10,881995	0,3436396
Crescimento Observado	-0,135207	0,0001957***
Crescimento Esperado	0,341494	4,543e-08***
Propriedade dos <i>Insiders</i>	1,524879	0,1552134
Fluxo de Caixa	-0,636198	0,4775718
Endividamento	-0,065538	0,8063964
Tamanho	0,301610	2,076e-07***
Estresse Financeiro	-0,175513	0,2945241
Tipo de Acionista Controlador	2,736102	0,8285857
Assimetria Informacional	1,061569	4,070e-05***
(Segmento)		
Assimetria Informacional (ADR)	-0,091983	0,4668815
Assimetria Informacional (<i>Price</i>)	-0,066277	0,7494678
Log-likelihood = 11,82 (com 14 graus de liberdade); Df: 5,554		

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

O Crescimento Observado apresentou coeficiente negativo (-0,13) com elevada significância estatística ($p < 0,001$). Esse achado sugere que a expansão efetiva da operação consome recursos que, de outra forma, seriam destinados a proventos, possivelmente devido à necessidade de reinvestimento em infraestrutura tecnológica e manutenção de redes. Em contrapartida, o Crescimento Esperado exibiu coeficiente positivo (0,34) e também altamente significativo, corroborando a Teoria da Sinalização (Bhattacharya, 1979). Instituições de comunicação com perspectivas otimistas de fluxos futuros utilizam o *payout* como um mecanismo robusto para sinalizar solidez e estabilidade ao mercado.

No que tange às características financeiras, o Tamanho da empresa confirmou-se como uma das variáveis mais consistentes, com coeficiente positivo (0,30) e estatisticamente significativo ao nível de 1%. Este resultado indica que empresas de maior porte no segmento de Comunicações, por possuírem fluxos de caixa mais maduros e melhor acesso a fontes de

financiamento externas, apresentam maior propensão à distribuição de dividendos. Por outro lado, variáveis como Fluxo de Caixa, Endividamento e Estresse Financeiro não alcançaram significância estatística, sugerindo que, neste setor, a política de distribuição é menos influenciada pela liquidez corrente ou alavancagem do que pelo porte estratégico da organização.

A Propriedade dos *Insiders* e o Tipo de Acionista Controlador também não demonstraram efeitos estatisticamente significativos, indicando que a estrutura de controle e a participação de executivos não são os principais determinantes das decisões de proventos em Comunicações. Contudo, os resultados relativos à assimetria informacional trouxeram evidências importantes. Enquanto as métricas de ADR e volatilidade de preços (price) foram nulas, a Assimetria Informacional (segmento) apresentou coeficiente positivo (1,06) com alta significância estatística ($p < 0,001$). Tal evidência sugere que empresas listadas em segmentos de governança diferenciada podem adotar maiores níveis de *payout* como uma estratégia compensatória para reduzir o prêmio de risco exigido pelos investidores diante da complexidade inerente ao setor.

4.3.9 Modelo Tobit para o setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis

O setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis caracteriza-se por intensa volatilidade de preços, elevada dependência de investimentos de longo prazo e forte exposição a riscos geopolíticos, ambientais e regulatórios. Como se trata de um segmento altamente intensivo em capital, com projetos que exigem investimentos altíssimos e retornos apenas no longo prazo, é comum que políticas de dividendos sejam mais conservadoras e fortemente condicionadas por necessidades de reinvestimento e estabilidade financeira.

Diferente de outros setores, tanto o Crescimento Observado (1,23) quanto o Crescimento Esperado (3,20) exibiram coeficientes positivos com extrema significância ($p < 0,001$), como mostrado na Tabela 17. Esse achado valida a Teoria da Sinalização (Bhattacharya, 1979), sugerindo que, neste setor intensivo em capital, as empresas utilizam os dividendos para projetar confiança sobre a viabilidade de seus projetos de exploração e expansão futura.

No que tange aos aspectos financeiros e de governança, os resultados foram igualmente impactantes. A Propriedade dos *Insiders* apresentou coeficiente positivo (9,42) e altamente significativo, sugerindo que o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas neste segmento favorece uma política de distribuição agressiva. Em contrapartida, o Fluxo de Caixa revelou um coeficiente negativo (-8,78) com significância máxima, indicando que a geração de

caixa operacional pode estar sendo destinada para investimentos em imobilizado (capex) ou amortização de dívidas de grande porte antes de chegar ao acionista. O Tamanho da empresa (1,68) confirmou seu papel como indutor do *payout*, ratificando que companhias maiores e mais diversificadas possuem maior resiliência para sustentar proventos.

Tabela 17 - Resultado do modelo t-Tobit para o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis

Variável	Coefficientes	p-valor
Constante	-45,5136149	3,058e-06***
Crescimento Observado	1,2341412	< 2,2e-16***
Crescimento Esperado	3,2024738	< 2,2e-16***
Propriedade dos <i>Insiders</i>	9,4217169	< 2,2e-16***
Fluxo de Caixa	-8,7829580	< 2,2e-16***
Endividamento	0,1157769	0,08650
Tamanho	1,6812621	< 2,2e-16***
Estresse Financeiro	-2,2069637	< 2,2e-16***
Tipo de Acionista Controlador	-10,2413965	< 2,2e-16***
Assimetria Informacional (Segmento)	5,1424553	0,59808
Assimetria Informacional (ADR)	0,1337351	0,05867
Assimetria Informacional (<i>Price</i>)	-2,4115965	< 2,2e-16***
Log-likelihood = -65,48 (com 14 graus de liberdade); Df: 0,3618		

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Um achado característico deste setor foi a variável Tipo de Acionista Controlador, que apresentou coeficiente negativo (-10,24) e extrema significância. Isso sugere que a presença de um controlador definido – muitas vezes o Estado ou grandes grupos econômicos, no contexto brasileiro de energia – tende a priorizar a retenção de lucros para fins estratégicos ou capitalização, reduzindo o *payout*. Adicionalmente, o Estresse Financeiro mostrou-se um inibidor significativo (-2,20), confirmando que a deterioração dos indicadores de solvência impacta diretamente a capacidade de distribuição.

Por fim, as métricas de assimetria informacional mostraram resultados contrastantes. A Assimetria (*price*) apresentou coeficiente negativo (-2,41) e alta significância, corroborando a tese de que a volatilidade dos preços das commodities e a incerteza de mercado reduzem a propensão ao pagamento. Por outro lado, a Assimetria (ADR) apresentou significância baixa ($p = 0,058$), enquanto a de segmento não se mostrou relevante. Esses resultados indicam que, para o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, a estabilidade dos preços de mercado é o fator informacional que efetivamente modula a política de dividendos, sobrepondo-se aos níveis de listagem ou governança.

4.3.10 Modelo Tobit para o setor Tecnologia

O setor de Tecnologia caracteriza-se por intensa inovação, ciclos curtos de desenvolvimento e forte dependência de capital intelectual. Empresas de tecnologia operam em ambientes marcados por incertezas, rápidas mudanças de mercado e necessidade contínua de investimento em pesquisa e desenvolvimento, o que impacta diretamente suas decisões financeiras, incluindo a política de dividendos.

Dentro desse panorama, buscou-se investigar os determinantes do *payout* no setor de Tecnologia por meio de um modelo Tobit, de modo a avaliar como variáveis de crescimento, estrutura de capital, assimetria informacional e governança se relacionam com a distribuição de dividendos. No entanto, os resultados apontaram para a presença de multicolinearidade perfeita entre algumas variáveis explicativas, impossibilitando a identificação estatística dos coeficientes.

4.4. Análise comparativa dos determinantes do *payout* por setor

A análise dos resultados evidencia que os determinantes da política de dividendos não se manifestam de forma homogênea entre os setores, apresentando padrões distintos no comportamento das variáveis conforme o contexto setorial de atuação das empresas. Um dos principais achados do estudo refere-se à consistência da variável **crescimento esperado**, que se mostrou estatisticamente significativa na maior parte dos setores analisados. De modo geral, essa variável apresentou relação significativa com o *payout*, indicando que as expectativas de crescimento influenciam de forma sistemática a política de dividendos. Os resultados encontrados divergem, em sua maioria, das previsões da teoria do *pecking order*, uma vez que a variável crescimento esperado apresentou coeficiente positivo na maior parte dos setores, sugerindo que empresas com maiores oportunidades de crescimento tendem a distribuir mais dividendos. Ainda que o sinal varie entre setores, a recorrência da significância reforça o papel central das oportunidades de investimento na definição do *payout*.

Além disso, variáveis como **propriedade dos insiders**, **tamanho e tipo de acionista controlador** também apresentaram elevada frequência de significância entre os setores. A variável propriedade dos *insiders*, em particular, mostrou-se relevante em diversos segmentos, na maioria dos casos com coeficiente negativo, sugerindo que a maior concentração de propriedade pode reduzir a necessidade de pagamento de dividendos como mecanismo de alinhamento entre gestores e acionistas, em linha com a teoria da agência, uma vez que o

monitoramento interno tende a ser mais efetivo em estruturas com maior participação dos insiders. Já o tipo de acionista controlador apresentou, na maior parte dos setores, coeficiente positivo, indicando que estruturas de controle mais definidas podem estar associadas a maior distribuição de resultados, possivelmente como forma de reduzir conflitos com acionistas minoritários. No que se refere ao tamanho da empresa, os resultados indicam que empresas maiores tendem, em diversos setores, a apresentar maior payout, o que pode ser explicado por sua maior estabilidade de fluxo de caixa, menor restrição financeira e maior pressão por transparência — aspectos frequentemente associados tanto à teoria da agência quanto à teoria da sinalização.

A análise conjunta dos resultados evidencia que as variáveis financeiras tradicionais apresentam variações entre os diferentes setores. **O fluxo de caixa** mostrou-se significativo na maioria dos setores analisados, evidenciando sua relevância como determinante da política de dividendos. No entanto, observa-se uma predominância de coeficientes negativos, sugerindo que empresas com maior geração de recursos tendem a reter lucros em vez de distribuí-los, resultado que diverge das previsões tradicionais das teorias da agência e da sinalização. As variáveis **crescimento observado**, **endividamento** e **estresse financeiro** foram aquelas que apresentaram menor recorrência de significância estatística entre os setores analisados, além de coeficientes com sinais variados entre os setores, sugerindo que seu impacto sobre o *payout* é menos robusto e fortemente dependente de características específicas de cada segmento.

Por outro lado, as proxies de assimetria informacional — **segmento** de governança, emissão de **ADR** e **spread de preços** — apresentaram diferentes resultados entre os setores. Enquanto a variável de segmento se mostrou significativa na maioria dos setores, as variáveis **ADR** e *price* apresentaram menor recorrência de significância. No setor de saúde, o efeito positivo da governança sugere que empresas mais transparentes tendem a distribuir mais dividendos, o que pode ser interpretado como um mecanismo complementar de sinalização ao mercado. Em contraste, no setor financeiro e no setor de utilidade pública, a relação negativa entre segmento de governança e *payout* indica um possível efeito de substituição, em linha com a teoria da agência, no qual melhores práticas de governança reduzem a necessidade de utilização de dividendos como instrumento de mitigação de conflitos. No caso de bens industriais, observa-se a coexistência desses mecanismos, com a governança associada positivamente ao *payout*, enquanto o *spread* de preços apresenta relação negativa, sugerindo que, em ambientes com maior assimetria de mercado, as empresas tendem a reter recursos. De forma semelhante, no consumo cíclico, a presença de ADR está associada a maior distribuição de dividendos, reforçando o papel da sinalização, ao passo que o efeito negativo do *spread*

indica que a assimetria informacional de mercado reduz o payout. Já no setor de materiais, os efeitos negativos da governança e do ADR sugerem predominância de mecanismos de substituição, nos quais a maior transparência reduz a necessidade de distribuição de dividendos. No setor de comunicações, o efeito positivo da governança reforça a utilização de dividendos como instrumento de sinalização. Por fim, no setor de petróleo e gás, a influência negativa do *spread* de preços indica que, em contextos de maior assimetria informacional, as empresas tendem a preservar recursos, comportamento que pode ser interpretado tanto à luz da teoria da agência, pela redução de conflitos com credores, quanto pela cautela diante da incerteza informacional, conforme é apresentado no quadro 4.

Quadro 4 - Comparativo entre os sinais esperados e sinais encontrados por setor

	Cresc. observado	Cresc. esperado	Prop. dos insiders	Fluxo deCaixa	Endivi.	Tamanho	Estr. Financeiro	Tipo de acionista controlador	Segmento	ADR	Price
Sinal esperado	-	-	+	+	-	+	-	+/-	+/-	+/-	+/-
Sinal encontrado por setor											
Saúde	ns	+	-	ns	ns	-	ns	ns	+	ns	ns
Financeiro	-	+	+	-	+	ns	ns	-	-	+	ns
Consumo não cíclico	ns	ns	-	-	ns	ns	ns	+	ns	ns	ns
Bens Industriais	ns	-	-	+	ns	+	+	+	+	ns	-
Utilidade Pública	ns	+	-	-	+	+	ns	+	-	ns	ns
Consumo Cíclico	ns	-	ns	+	ns	ns	ns	+	ns	+	-
Materiais Básicos	+	+	-	ns	ns	+	ns	+	ns	-	ns
Comunicações	-	+	ns	ns	ns	+	ns	ns	+	ns	ns
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	+	+	+	-	ns	+	-	-	ns	ns	-

Obs (1): Os sinais “+” e “-” representam os sinais das estimações dos direcionadores significativos ao nível de significância de 5% ($p < 0,05$)

Obs (2): “ns” se referem as varáveis cujos direcionadores foram não significativos ao nível de significância de 5% ($p \geq 0,05$)

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo principal analisar o impacto da assimetria informacional sobre a política de dividendos das empresas listadas na B3, investigando essa relação tanto de forma agregada quanto sob uma perspectiva setorial. Buscou-se, assim, responder ao problema de pesquisa que questionava se a assimetria informacional existente entre gestores e investidores afeta as decisões de *payout* no mercado brasileiro. Para tanto, o trabalho apoiou-se em um arcabouço teórico consolidado, fundamentado nas Teorias da Agência, Sinalização e *Pecking Order*, e utilizou o modelo t-Tobit como estratégia metodológica adequada para lidar com a censura da variável dependente, característica recorrente dos dados de dividendos observados na amostra.

Em resposta ao primeiro objetivo específico, que visava identificar as principais variáveis de assimetria informacional e controle que afetam a política de dividendos, o estudo confirmou a relevância de proxies contábeis e de mercado. Variáveis como a diferença entre o maior preço de venda no dia (*ask price*) e o menor preço de compra no dia (*bid price*) de um ativo, em relação ao preço médio desses dois valores; a emissão de ADRs e a adesão a segmentos diferenciados de governança corporativa mostraram-se eficazes na pesquisa sobre ambiente informacional no mercado de capitais. Além disso, determinantes como Tamanho, Crescimento Esperado e Estrutura de Propriedade (*Insiders* e Controlador) revelaram-se cruciais na análise.

No que se refere ao segundo objetivo específico, focado na análise geral da amostra, os resultados confirmaram que a assimetria informacional impacta a política de dividendos no Brasil, embora seja uma relação complexa. Observou-se que a redução da assimetria (por meio da diferença entre *ask-bid price*) tende a aumentar o pagamento de dividendos, enquanto o Crescimento Esperado apresentou efeito negativo e altamente significativo na amostra, indicando que, de forma geral, as empresas priorizam a retenção de recursos diante de oportunidades futuras de expansão. Simultaneamente, a relação negativa entre a Propriedade dos *Insiders* e a distribuição de proventos evidenciou a presença de conflitos de agência, que pode levar à retenção de caixa.

O terceiro objetivo específico, que buscou comparar o impacto setorial, representou a principal contribuição deste trabalho, preenchendo a lacuna na literatura existente ao identificar quais setores são mais ou menos afetados pela assimetria informacional em suas políticas de dividendos. A análise setorial permitiu concluir que o impacto da assimetria informacional e

dos demais determinantes varia substancialmente conforme as características operacionais e de risco de cada setor.

Nos setores regulados e defensivos, como Utilidade Pública e Consumo Não Cíclico, os resultados indicaram que a política de dividendos é fortemente condicionada pela estrutura de controle e pela governança corporativa, mais do que por variáveis tradicionais de crescimento. No setor de Utilidade Pública, o Crescimento Esperado apresentou efeito positivo e altamente significativo, reforçando o papel dos dividendos como instrumento de sinalização de estabilidade futura em ambientes regulados. Adicionalmente, a presença de acionista controlador e o maior porte da firma atuaram como fatores determinantes do *payout*, enquanto a maior participação de *insiders* e a assimetria informacional por segmento reduziram a distribuição, evidenciando a persistência de conflitos de agência. No Consumo Não Cíclico, por sua vez, as variáveis de Crescimento Observado e Esperado não se mostraram relevantes, indicando rigidez da política de dividendos. Destacou-se, nesse setor, o forte efeito positivo do Tipo de Acionista Controlador, sugerindo que estruturas de controle concentradas impulsionam a distribuição, ao passo que a maior propriedade de *insiders* atuou como fator restritivo ao *payout*. Em relação às variáveis de assimetria informacional no setor de Consumo Não Cíclico, não houve resultado significativo.

Em setores intensivos em capital e sensíveis ao ciclo econômico, como Bens Industriais e Materiais, os resultados foram mais alinhados à lógica da *Pecking Order*. No setor de Bens Industriais, a assimetria informacional associada à diferença nos preços e o Crescimento Esperado apresentaram impacto negativo e significativo, indicando que maior discrepância nos preços de compra e venda e expectativas de expansão futura levam à retenção de recursos para financiamento interno. Nesse contexto, o Fluxo de Caixa destacou-se como o principal indutor do *payout*, reforçando a hipótese do fluxo de caixa livre, enquanto o Tamanho, a presença de acionista controlador e a assimetria informacional medida pelo segmento de governanças corporativas exerceram efeitos positivos sobre a distribuição. No setor de Materiais, tanto o Crescimento Observado quanto o Crescimento Esperado exibiram efeitos positivos e altamente significativos, evidenciando que empresas em expansão utilizam os dividendos como mecanismo de sinalização mesmo em ambientes marcados por volatilidade. Nesse setor, o Tamanho e o Tipo de Acionista Controlador também impulsionaram o *payout*, enquanto a assimetria informacional por emissão de ADR e propriedade de *insiders* atuou no sentido oposto, confirmando a preferência pela retenção quando o controle gerencial é elevado.

No setor de Saúde, a Propriedade dos *Insiders* apresentou-se como o determinante mais expressivo e negativo do *payout*, evidenciando um cenário clássico de conflitos de agência, no

qual o controle interno reduz a necessidade de utilização dos dividendos como mecanismo disciplinador. Em contraste, a assimetria informacional por segmento e o Crescimento Esperado exercem efeito positivo e altamente significativo, indicando que, nesse setor, os dividendos também cumprem função de sinalização de perspectivas futuras favoráveis.

No setor de Comunicações, o Crescimento Observado apresentou impacto negativo e significativo, refletindo a necessidade de reinvestimentos em infraestrutura tecnológica, enquanto o Crescimento Esperado teve efeito positivo, corroborando a Teoria da Sinalização. O Tamanho da firma foi o principal determinante positivo do *payout*, ao passo que a assimetria informacional associada ao segmento de listagem mostrou-se relevante, indicando que empresas em ambientes de governança diferenciada recorrem aos dividendos como estratégia compensatória.

O setor Financeiro apresentou uma dinâmica fortemente influenciada por seu arcabouço regulatório. Diferentemente dos demais setores, tanto o Crescimento Observado quanto o Crescimento Esperado foram estatisticamente relevantes, com sinais opostos, refletindo o trade-off entre expansão operacional e sinalização de solidez. A Propriedade dos *Insiders* exerceu efeito positivo sobre o *payout*, enquanto o Endividamento também apresentou impacto positivo, evidenciando que, nesse setor, a alavancagem está associada à escala de intermediação e não à restrição financeira. As *proxies* de assimetria informacional tiveram efeitos pontuais, com destaque para a listagem via ADR, indicando que a exposição a mercados internacionais está associada a maiores níveis de distribuição.

No setor de Consumo Cíclico, os resultados indicaram que a política de dividendos é fortemente condicionada pela liquidez corrente e pela incerteza informacional. O Crescimento Esperado apresentou efeito negativo e significativo, sugerindo retenção de lucros diante de perspectivas de expansão, enquanto o Fluxo de Caixa foi o principal fator positivo do *payout*. A assimetria informacional baseada na volatilidade de preços atuou como fator restritivo, ao passo que a emissão de ADRs exerceu impacto positivo, evidenciando o papel da visibilidade internacional na mitigação da incerteza.

No setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, observou-se um padrão singular. Tanto o Crescimento Observado quanto o Crescimento Esperado apresentaram efeitos positivos e altamente significativos, reforçando o uso dos dividendos como instrumento de sinalização em um ambiente altamente volátil. Contudo, o Fluxo de Caixa exibiu impacto negativo expressivo, sugerindo priorização de investimentos intensivos em capital e amortização de dívidas. Ademais, a presença de acionista controlador, o Estresse Financeiro e a assimetria por

volatilidade dos preços atuaram como fortes inibidores do *payout*, refletindo a natureza estratégica e capital-intensiva do setor.

Por fim, no setor de Tecnologia, a presença de multicolinearidade perfeita impossibilitou a obtenção de estimativas estatisticamente válidas, impedindo conclusões empíricas robustas.

Para investidores e gestores corporativos, os achados da pesquisa reforçam a importância da transparência. A redução da assimetria informacional, seja pela adesão a níveis de governança corporativa ou pela emissão de ADR em bolsa americana, mostrou-se eficaz para permitir políticas de distribuição mais consistentes, especialmente em setores onde a desconfiança do investidor é maior, como Utilidade Pública, Bens Industriais, Comunicações e Consumo Cíclico, que registraram menor presença de empresas com práticas de governança e de divulgação informacional. Nos setores de Saúde, Comunicações e Bens Industriais, a transparência informacional ditada pelas empresas com maiores níveis de governança corporativa mostrou-se fortemente indutora do *payout*, ao contrário dos setores de Materiais, Utilidade Pública e Financeiro, nos quais observou-se uma redução no *payout* para empresas com maior transparência informacional. Já a transparência por meio da emissão de ADR trouxe evidências de que os setores de Consumo Cíclico e Financeiro tendem a distribuir maiores dividendos devido à menor assimetria informacional, ao contrário do setor de Materiais, no qual a retenção de caixa é maior diante de um cenário de menor assimetria.

Para o modelo geral e os setores de Bens Industriais, Consumo Cíclico e Petróleo, os resultados mostraram uma relação negativa entre o *bid-ask spread* e o nível de *payout*, ou seja, quanto maior a assimetria informacional causada pelo *bid-ask spread*, menor tende a ser a distribuição de lucros da empresa, indicando que o *bid-ask spread* funciona como um mecanismo de transparência da empresa aos investidores. No setor de Petróleo, essa relação se mostrou mais expressiva; já no Consumo Cíclico, essa relação também é relevante, funcionando como um importante redutor de incertezas para empresas expostas às variações da economia. Para o modelo geral e o setor de Bens Industriais, a relação se mostrou mais moderada, sugerindo que a transparência nesses segmentos depende menos dos dividendos e mais de outros fatores operacionais. Para os demais setores, a relação entre o *bid-ask spread* e o *payout* não foi significativa.

Para os reguladores (CVM e B3), o estudo destaca a eficácia dos segmentos diferenciados de governança (Novo Mercado, Nível 1 e 2) como redutores de assimetria em setores específicos, reforçando a necessidade de continuar promovendo políticas de transparência e proteção aos minoritários, uma vez que a falta de clareza informacional no mercado de ações ainda funciona como um obstáculo à distribuição de lucros em diversos

segmentos da economia. Para a sociedade em geral, o fortalecimento dessas práticas promove um ambiente de investimentos mais seguro, contribuindo para uma distribuição mais eficiente dos recursos.

Apesar da utilização de métodos robustos, este estudo apresenta limitações que abrem caminhos para futuras investigações. Primeiramente, destaca-se a não consideração explícita dos efeitos de mudanças normativas contábeis ao longo do período analisado, especialmente a adoção obrigatória das normas IFRS a partir de 2010. Alterações nas práticas contábeis, como a reavaliação de ativos permitida em períodos anteriores, podem ter impactado variáveis relevantes do estudo, como patrimônio líquido e indicadores financeiros, influenciando indiretamente a política de dividendos, conforme discutido por Iudícibus et al. (2006).

Além disso, a proxy de assimetria informacional baseada na adesão a níveis diferenciados de governança corporativa da B3 pode não capturar integralmente a qualidade informacional das empresas. Embora esses segmentos pressuponham maior transparência, casos recentes de empresas listadas nesses níveis que enfrentaram problemas relevantes de governança indicam que essa medida pode apresentar limitações como indicador efetivo de redução da assimetria informacional.

Como sugestão para pesquisas futuras, recomenda-se incluir outros mercados emergentes, permitindo uma análise segregada destes setores. Além disso, o recorte temporal, embora abrangente, incluiu períodos de alta volatilidade e crises. Embora controlados nos modelos, fatores externos imprevisíveis podem alterar a lógica de distribuição para a lógica de sobrevivência de caixa. Portanto, sugere-se que novos estudos realizem análises segregadas por períodos, como de crises em comparação a períodos estáveis, visando compreender se a sensibilidade da política de dividendos à assimetria informacional se altera dinamicamente em resposta aos ciclos econômicos. Sugere-se trazer uma perspectiva econômica para a análise, buscando compreender quais características específicas de cada setor podem explicar os diferentes comportamentos observados na política de dividendos. E por fim, sugere-se também que novas proxies de assimetria informacional possam ser exploradas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGARWAL, Nishant; CHAKRAVERTY, Arkaja. Growth Opportunities, Information Asymmetry, and Dividend Payout: Evidence from Mandatory IFRS Adoption. **European Accounting Review**, [s. l.], v. 32, n. 1, p. 113-139, jan. 2023. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3549662. Acesso em 14 fev. 2026.

AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970. Disponível em: <https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/akerlof.pdf>. Acesso em: 19 fev. 2026.

AL-HIYARI, Ahmad; KOLSI, Mohamed Chakib; LUTFI, ABDALWALI; Shakkourf, Amer Saadi; ALJUMAH, Ahmad Ibrahim. Information asymmetry and dividend payout in an emerging market: Does corporate governance quality matter? **Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity**, [s. l.], v. 10, n. 1, 100188, mar. 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2023.100188>. Acesso em: 12 fev. 2026.

AL-MALKAWI, Husam-Aldin Nizar. Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. **Journal of Economic and Administrative Sciences**, [s. l.], v. 23, n. 2, p. 44-70, dez. 2007. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/eme/jeaspp/v23y2007i2p44-70.html>. Acesso em: 19 fev. 2026.

ALMEIDA, Luis António Gomes; TAVARES, Fernando Oliveira; PEREIRA, Elisabeth Teixeira. DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EM PORTUGAL. **Revista Universo Contábil**, [S. l.], v. 10, n. 4, p. 162–181, 2014. Disponível em: <https://ojsrevista.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/4193>. Acesso em: 12 fev. 2026.

AMBROZINI, Marcelo Augusto; PIMENTA JUNIOR, Tabajara. Políticas de dividendos no Brasil: um modelo pedagógico de apoio à decisão. **Caderno Pedagógico**, v. 21, n. 7, p. e6101-e6101, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.54033/cadpedv21n7-255>. Acesso em: 12 fev. 2026.

ASSAF-NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; ARAÚJO, Adriana Maria Procópio de. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração**, [S. l.], v. 43, n. 1, p. 72–83, 2008. DOI: 10.1590/S0080-21072008000100006. Disponível em: <https://revistas.usp.br/rausp/article/view/44468>. Acesso em: 12 fev. 2026.

AZEVEDO, Jessica Queiroz. Desempenho financeiro e política de dividendos de empresas do setor de energia elétrica listadas na B3. **Revista de Administração e Contabilidade da UNIFAT**, [S. l.], v. 17, n. 1, 2025. Disponível em: <https://reacfat.com.br/reac/article/view/368>. Acesso em: 14 fev. 2026.

BAKER, H. Kent; SMITH, David M. In search of a residual dividend policy. **Review of Financial Economics**, v. 15, n. 1, p. 1-18, 2006. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/wly/revfec/v15y2006i1p1-18.html>. Acesso em: 12 fev. 2026.

BALLARINI, Laise Mascarenhas; MARQUES, Vagner Antônio; OLIVEIRA, Carolini Verdan Brandão; TEIXEIRA, Elisa Elaine Moreira. Reapresentações das Demonstrações

Financeiras e Política de Dividendos: Estratégias de Compensação e Sinalização no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, [S. l.], v. 19, 2025. DOI: 10.17524/repec.v19i1.3505. Disponível em: <https://www.repec.org.br/repec/article/view/3505>. Acesso em: 14 fev. 2026.

BALTAGI, Badi Hani. **Econometric analysis of panel data**. Chichester: John Wiley & sons, 2008.

BASKIN, J. B. The Development of Corporate Financial Markets in Britain and the United States, 1600–1914: Overcoming Asymmetric Information. *Business History Review*, [s. l.], v. 62, n. 2, p. 199–237, 1988. Disponível em: <https://www.cambridge.org/core/journals/business-history-review/article/abs/development-of-corporate-financial-markets-in-britain-and-the-united-states-16001914-overcoming-asymmetric-information/89661A1D6F3EEB66F8C9A65A2B02717E>. Acesso em: 14 fev. 2026.

BELLI, J. T.; OLIVEIRA, A. B. S.; OLIVEIRA, E. C. de. A irrelevância dos pagamentos de dividendos: um estudo econométrico das empresas listadas na B3. **International Journal of Scientific Management and Tourism**, [S. l.], v. 10, n. 3, p. e921, 2024. DOI: 10.55905/ijsmtv10n3-015. Disponível em: <https://ojs.scientificmanagementjournal.com/ojs/index.php/smj/article/view/921>. Acesso em: 13 fev. 2026.

BELO, Neuza Maria; BRASIL, Haroldo Guimarães. Assimetria informacional e eficiência semiforte do mercado. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, [S. l.], v. 46, p. 48–57, 2006. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rae/article/view/37016>. Acesso em: 14 fev. 2026.

BHATTACHARYA, Sudipto. Imperfect information, dividend policy, and “The bird in the hand” fallacy. **The bell journal of economics**, p. 259-270, 1979. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3003330>. Acesso em: 12 fev. 2026.

BLACK, Fischer. The dividend puzzle. **The Journal of Portfolio Management**, [New York], v. 2, n. 2, p. 5-8, Winter 1976. Disponível em: https://www.fecos.nfkatzke.com/Papers/Dividend_Puzzle.pdf. Acesso em: 13 fev. 2026.

BLUME, Marshall E. Betas and Their Regression Tendencies. *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 26, n. 3, p. 785-795, jun. 1971.

BLUME, Marshall E. On the Assessment of Risk. *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 26, n. 1, p. 1-11, mar. 1975.

BREUSCH, Trevor S.; PAGAN, Adrian R. A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 1287-1294, 1980. Disponível em: https://econpapers.repec.org/article/ecmemetrp/v_3a47_3ay_3a1979_3ai_3a5_3ap_3a1287-94.htm. Acesso em: 19 fev. 2026.

BRITO, Ricardo D.; LIMA, Mônica R.; SILVA, Júlio C. O crescimento da remuneração direta aos acionistas no Brasil: economia de impostos ou mudança de características das firmas?

BBR - Brazilian Business Review, Vitória, v. 6, n. 1, p. 62-81, jan./abr. 2009. Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=123012561004>. Acesso em: 13 fev. 2026.

BRUNI, A. L.; GAMA, A.; FAMÁ, R.; FIRMINO, A. O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: um estudo empírico no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 3., 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2003. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos32003/default.asp?con=1>. Acesso em: 14 fev. 2026.

BUENO, Artur Franco. Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 13, p. 39-55, 2002. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/7s3N8tzvRnsD4ngvvMjTbht/?lang=pt>. Acesso em: 12 fev. 2026.

CARVALHO, Sérgio Carlos de; KASSOUF, Ana Lúcia. As despesas familiares com educação no Brasil e a composição de gênero do grupo de irmãos. **Economia Aplicada**, v. 13, n. 3, p. 353-375, 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ecoa/a/wP4mT9vFJR8wKDPY6sKLJqD/?lang=pt>. Acesso em: 19 fev. 2026.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

CHAIN, Diego Reis; ABREU, Daniel Pereira Alves de; GOUVEIA, André Luiz Lemos Andrade; JANUZZI, Flávia Vital. Como os dividendos afetam a volatilidade dos preços dos ativos? Um estudo sobre as ações brasileiras listadas na B3. **Revista Razão Contábeis e Finanças**, Fortaleza, v. 15, n. 1, p. 1-19, jan./jun. 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.71136/rcef.v15i1.438>. Acesso em: 12 fev. 2026.

CHAIN, Diego Reis; JANUZZI, Flávia Vital. Um estudo dos determinantes da distribuição de dividendos de empresas da B3: um olhar sob os diferentes setores. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 33, n. 3, p. 227-252, set./dez. 2022. Disponível em: <https://revistacvr.org/index.php/rcvr/article/view/7805>. Acesso em: 14 fev. 2026.

DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset**. John Wiley & Sons, 2012.

DECOURT, Roberto Frota; PROCIANOY, Jairo Laser. O Processo Decisório sobre a Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 4, p. 461-498, out./dez. 2012. Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305826565002>. Acesso em: 19 fev. 2026.

DECOURT, Roberto Frota; PROCIANOY, Jairo Laser; PIETRO NETO, José de. As Variações nas Distribuições dos Proventos em Dinheiro Sinalizam Variações nos Lucros Futuros?. In: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. Disponível em: https://arquivo.anpad.org.br/diversos/down_zips/33/FIN-B1729.pdf.

DESHMUKH, Sanjay. Dividend initiations and asymmetric information: A hazard model. **Financial Review**, v. 38, n. 3, p. 351-368, 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00050>. Acesso em: 12 fev. 2026.

DESHMUKH, Sanjay. The effect of asymmetric information on dividend policy. **Quarterly Journal of Business & Economics**, [s. l.], v. 44, n. 1-2, p. 107-127, 2005. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/261894899_The_Effect_of_Asymmetric_Information_on_Dividend_Policy. Acesso em: 14 fev. 2026.

DOS REIS, Elizio Marcos; LAMOUNIER, Wagner Moura; BRESSAN, Valéria Gama Fully. A Política de Dividendos e a Qualidade dos Lucros das Empresas Listadas na B3. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, [S. l.], v. 12, n. 1, p. 56–72, 2025. DOI: 10.22478/ufpb.2318-1001.2024v12n1.66405. Disponível em: <https://periodicos.ufpb.br/index.php/recfin/article/view/66405>. Acesso em: 14 fev. 2026.

EASTERBROOK, Frank H. Two agency-cost explanations of dividends. **The American economic review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1805130>. Acesso em: 12 fev. 2026.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J. Marginal stockholders' tax rates and the clientele effect. **The Review of Economics and Statistics**, Cambridge, v. 52, n. 1, p. 68-74, fev. 1970. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1927599>. Acesso em: 13 fev. 2026.

ERNESTIN, L.; MURHADI, W. R.; SUTEJO, B. S. Analysis of the Effect of Information Asymmetry on Dividends. In: INTERNATIONAL SYMPOSIUM ON MANAGEMENT (INSYMA 2020), 17., 2020, Surabaya. **Anais [...]**. Paris: Atlantis Press, 2020. p. 13-16. (Advances in Economics, Business and Management Research, v. 115). Disponível em: <https://www.atlantis-press.com/proceedings/insyma-20>. Acesso em: 14 fev. 2026.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993. Disponível em: https://www.bauer.uh.edu/rsusmel/phd/Fama-French_JFE93.pdf. Acesso em 19 fev. 2026.

FERREIRA JUNIOR, Wanderley Ottoni; MARTIN, Diógenes Manoel Leiva; NAKAMURA, Wilson Toshiro; BASTOS, Douglas Dias. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **Revista FACEF Pesquisa: Desenvolvimento e Gestão**, Franca, v. 13, n. 2, p. 233-246, maio/ago. 2010. Disponível em: <http://periodicos.unifacef.com.br/facefpesquisa/article/view/241/233>. Acesso em: 13 fev. 2026.

FONTELES, Islane Vidal; PEIXOTO JÚNIOR, Cláudio Azevedo; VASCONCELOS, Alessandra Carvalho de; DE LUCA, Márcia Martins Mendes. Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da Bm&FBovespa. **Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, Fortaleza, v. 10, n. 2, p. 51-65, jul./dez. 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.19094/contextus.v10i2.32130>. Acesso em: 14 fev. 2026.

FONTELES, Islane Vidal; PEIXOTO JÚNIOR, Cláudio Azevedo; VASCONCELOS, Alessandra Carvalho de; DE LUCA, Márcia Martins Mendes. Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da Bm&FBovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 23, n. 3, p. 173-204, jul./set. 2012. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/CKNKLxyCdkmxyQzrthvNz3L/?lang=pt>. Acesso em: 14 fev. 2026.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; ALVES, Denis Lima. Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade &**

Finanças, v. 26, p. 167-180, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>. Acesso em: 14 fev. 2026.

GARRETT, Ian; PRIESTLEY, Richard. Dividend Behaviour and Dividend Signaling. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, [s. l.], v. 35, n. 2, p. 173-189, jun. 2000. Disponível em: https://ideas.repec.org/a/cup/jfinqa/v35y2000i02p173-189_00.html. Acesso em: 14 fev. 2026.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GOH, Beng Wee et al. The Effect of Board Independence on Information Asymmetry. [s. l.]: SSRN, 1 nov. 2014. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1267508>. Acesso em: 19 fev. 2026.

GORDON, Myron Jules. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, Cambridge, v. 41, n. 2, p. 99-105, maio 1959. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1927792>. Acesso em: 13 fev. 2026.

GRAHAM, B; DODD, D. L. **Security Analysis**. 3. ed. New York: McGraw-Hill, 1951.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. 5. ed. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall, 2002.

GUJARATI, Dadomar N. **Econometria básica**. Elsevier Brasil, 2006.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria básica**. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HARAKEH, Mostafa; MATAR, Ghida; SAYOUR, Nagham. Information Asymmetry and Dividend Policy around the Sarbanes-Oxley Act. **Journal of Economic Studies**, [s. l.], v. 47, n. 4, p. 841-863, 2019. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4878266. Acesso em: 14 fev. 2026.

IQUIAPAZA, Robert Aldo; LAMOUNIER, Wagner Moura; AMARAL, Hudson Fernandes. Assimetric information and dividends payout at the Sao Paulo stock exchange (Bovespa). **Ad. Sci. appl. Account**, v. 1, n. 1, p. 1001-14, 2008. Disponível em: <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/ASAA/article/viewFile/1745/1628>. Acesso em 12 fev. 2026.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**: aplicável às demais sociedades. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2007

JANUZZI, Flávia Vital; AVELAR, Ewerton Alex; AMARAL, Hudson Fernandes. Análise da Influência de Variáveis Contábeis e de Mercado sobre Dividendos Pagos. **Revista FSA (Centro Universitário Santo Agostinho)**, v. 12, n. 5, p. 26-48, 2015. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/281476737_Analise_Da_Influencia_De_Variaveis_Contabeis_E_De_Mercado_Sobre_Dividendos_Pagos. Acesso em: 19 fev. 2026.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: **Corporate governance**. Gower, 2019. p. 77-132. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>. Acesso em: 12 fev. 2026.

KIM, Seonhyeon; JUNG, Jin-young; CHO, Sung-woo. Does information asymmetry affect dividend policy? Analysis using market microstructure variables. **Sustainability**, v. 13, n. 7, p. 3627, 2021. Disponível em: <https://www.mdpi.com/2071-1050/13/7/3627>. Acesso em 12 fev. 2026.

KINYUA, Boniface. Information Asymmetry and Dividend Payout Policy: A Critical Literature Review. **African Development Finance Journal**, v. 2, n. 2, p. 50-64, 2022. Disponível em: <https://uonjournals.uonbi.ac.ke/ojs/index.php/adfj/article/view/955>. Acesso em: 12 fev. 2026

KRONBAUER, Clóvis Antônio; LOPES, João Cleber de Souza; BARBOSA, Marco Aurélio Gomes; SCHWERZ, Maicon Bazzan. Uma análise dos Estudos sobre Política de Dividendos nos Periódicos Brasileiros no Período de 2007 a 2012. **Revista de Ciências Jurídicas e Empresariais**, [S. l.], v. 15, n. 2, 2015. DOI: 10.17921/2448-2129.2014v15n2p%0p. Disponível em: <https://revistajuridicas.pgsscogna.com.br/juridicas/article/view/298>. Acesso em: 14 fev. 2026.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Agency Problems and Dividend Policies around the World. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. 55, n. 1, p. 1-33, fev. 2000. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/222549>. Acesso em: 12 fev. 2026.

LEASE, Ronald C.; JOHN, Kose; KALAY, Avner; LOEWENSTEIN, Uri; SARIG, Oded H. **Dividend policy: its impact on firm value**. Oxford: Oxford University Press, 1999. Disponível em: <https://EconPapers.repec.org/RePEc:oxp:oobooks:9780875844978>. Acesso em: 13 fev. 2026.

LEMES JÚNIOR, Antônio Barbosa; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. xx, 603 p. ISBN 978-85-352-3804-4.

LI, Kai; ZHAO, Xinlei. Asymmetric information and dividend policy. **Financial Management**, v. 37, n. 4, p. 673-694, 2008. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/bla/finmgt/v37y2008i4p673-694.html>. Acesso em: 19 fev. 2026.

LIN, Tsui-Jung; CHEN, Yi-Pei; TSAI, Han-Fang. The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters*, [s. l.], v. 20, p. 1-12, fev. 2017. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/eee/finlet/v20y2017icp1-12.html>. Acesso em 14 fev. 2025

LINTNER, John. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American economic review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956. Disponível em: https://www.quantcorpfin.com/wp-content/uploads/2019/11/Distribution_of_Incomes_of_Corporations.pdf. Acesso em 12 fev. 2026.

LIU, L.; MOON, H. R.; SCHORFHEIDE, F. Forecasting with a panel Tobit model. **Quantitative Economics**, [s. l.], v. 14, n. 1, p. 117-159, jan. 2023. DOI: <https://doi.org/10.3386/w28843>. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.3982/QE1505>. Acesso em: 19 fev. 2026.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática, é importante?. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, Brasil, v. 14, n. spe, p. 39–53, 2003. DOI: [10.1590/S1519-70772003000400008](https://doi.org/10.1590/S1519-70772003000400008). Disponível em: <https://revistas.usp.br/rcf/article/view/34106>. Acesso em: 13 fev. 2026.

MADDALA, G. S.; WU, Shaowen. A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test. **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, Oxford, v. 61, n. S1, p. 631-652, nov. 1999. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/bla/obuest/v61y1999is1p631-652.html>. Acesso em: 19 fev. 2026.

MARTINS, Andressa Iovine; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, p. 24-39, 2012. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/YNDM7kFd4vzTGF563SP6NZj/?format=html&lang=pt>. Acesso em 12 fev. 2026.

MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Assimetria de Informação na Negociação de Ações, Características Econômico-Financeiras e Governança Corporativa no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 33-45, jan./abr. 2014. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/TBT3GhNMttj8XpmGNHkvzxD/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em 14 fev. 2026.

McMENAMIN, J. **Gestão financeira**. 1999.

MILLER, Danny; FRIESEN, Peter H. A longitudinal study of the corporate life cycle. **Management Science**, Catonsville, v. 30, n. 10, p. 1161-1183, out. 1984. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2631384>. Acesso em: 14 fev. 2026.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, Chicago, v. 34, n. 4, p. 411-433, out. 1961. Disponível em: <https://scispace.com/pdf/dividend-policy-growth-and-the-valuation-of-shares-3rg3wfs2am.pdf>. Acesso em: 13 fev. 2026.

MILLER, Merton H.; ROCK, Kevin. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>. Acesso em: 12 fev. 2026.

MOREIRAS, Luiz Maurício Franco; TAMBOSI FILHO, Elmo; GARCIA, Fabio Gallo. Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 47, n. 4, p. 671-682, out./dez. 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.5700/rausp1066>. Acesso em: 12 fev. 2026.

MOTA, Daniel Camarotto. **Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil**. 2007. 71 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/585949f8-54b6-4a85-bebc-96b355cdd1bc/content>. Acesso em: 12 fev. 2026.

MOTA, Sandrielle Leite; MOURA, Fagunes Ferreira de; MARTINS, Orleans Silva. Reação do mercado ao anúncio do pagamento de dividendos: o que explicam as teorias da sinalização e

do fluxo de caixa livre?. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 42, n. 2, p. 1-18, 2023. Disponível em: <https://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/57458>. Acesso em 12 fev. 2026.

MOUGOUÉ, Mbodja; RAO, Ramesh P. The Information Signaling Hypothesis of Dividends: Evidence from Cointegration and Causality Tests. *Journal of Business Finance & Accounting*, [s. l.], v. 30, n. 3-4, p. 441-478, abr. 2003. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/bla/jbfnac/v30y2003i3-4p441-478.html>. Acesso em 14 fev. 2026.

Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, [s. l.], v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0). Acesso em: 14 fev. 2026.

NASCIMENTO, Érica Suélen do et al. Determinantes da Eficiência Relativa da Gestão Pública da Saúde. **Administração Pública e Gestão Social**, Viçosa, v. 15, n. 2, p. 1-21, 2023. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=351574729003>. Acesso em: 19 fev. 2026.

NETO, José de Pietro; GALLI, Oscar Claudino; DECOURT, Roberto Frota. Proventos – a teoria da sinalização: variações de mercado. *R. Adm. FACES Journal*, Belo Horizonte, v. 10, n. 4, p. 150-168, out./dez. 2011. Disponível em: <https://revista.fumec.br/index.php/facesp/article/view/1006/734>. Acesso em: 14 fev. 2026.

NEVES, José Roberto. **Assimetria de informação e a política de dividendos: um estudo no mercado brasileiro**. 2011. 87 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Centro de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2011. Disponível em: <https://adelfa-api.mackenzie.br/server/api/core/bitstreams/76e10091-5a98-4f6e-bb90-ef7290028550/content>. Acesso em: 14 fev. 2026.

OLIVEIRA, Matheus Scholz Bandeira; FERREIRA, Igor Fernandes; MARTINS, Matheus Gonçalves; JUCÁ, Michele Nascimento; HADAD JUNIOR, Eli. Eficiência informacional na divulgação de dividendos e juros sobre capital próprio no Brasil. **Revista Eletrônica de Administração e Turismo (ReAT)**, Pelotas, v. 13, n. 1, p. 1787-1806, jan./jun. 2019. Disponível em: <https://periodicos.ufpel.edu.br/index.php/AT/article/view/14300>. Acesso em: 14 fev. 2026.

PAIVA, José Wagner de; LIMA, A. V. A influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras. **Anais do Encontro Brasileiro de Finanças, SBFin**, 2001. Disponível em: https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/249_JSCPSEGeT.pdf. Acesso em: 13 fev. 2026

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. Atlas, 2001.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo dos Santos. Dividend clientele, new insights, and new questions: the brazilian case. **RAE-eletrônica**, São Paulo, v. 8, n. 1, art. 1, jan./jun. 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/raeel/a/gjyYRkgysL3bRGBtDtBNZkq/?format=html&lang=en>. Acesso em: 13 fev. 2026.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo dos Santos. O efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais? **Revista Brasileira de Finanças**, [Rio de Janeiro], v. 1, n. 2, p. 209-241, dez. 2003. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/1129>. Acesso em: 13 fev. 2026.

REIS, Carlos Vinícius Santos; MOREIRA, Tito Belchior Silva; VILPOUX, Olivier François. Fatores que Afetam a Eficiência Técnica de Produção em Assentamentos Rurais: fronteira estocástica e Two-Limit Tobit. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, [s. l.], v. 56, n. 3, p. 411-424, jul./set. 2018. Disponível em: <https://revistasober.org/article/doi/10.1590/1234-56781806-94790560303>. Acesso em: 19 fev. 2026.

RIBEIRO, Mariana Almeida *et al.* Um Estudo sobre a Associação Entre Práticas de Governança Corporativa e Políticas de Dividendos no Brasil. In: X SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA (SEGET), 10., 2013, Resende. **Anais [...]**. Resende: AEDB, 2013. Disponível em: <https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos13/46318534.pdf>. Acesso em: 14 fev. 2026.

ROCHA, Gustavo Henrique Mitraud Assis. **Modelos de regressão t-Tobit com erros nas covariáveis**. 2014. Tese (Doutorado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2014. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/items/1b073b43-03f7-4855-af68-b26bc6939ed9>. Acesso em: 19 fev. 2026.

ROLL, Richard. A critique of the asset pricing theory's tests: Part I: On past and potential testability of the theory. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 4, n. 2, p. 129-176, mar. 1977. Disponível em: <https://www.anderson.ucla.edu/documents/areas/fac/finance/1977-2.pdf>. Acesso em: 19 fev. 2026.

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFE, Jeffrey. **Administração financeira**. 10. Ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

ROZEFF, M. S. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. **Journal of Financial Research**, [s. l.], v. 5, n. 3, p. 249-259, 1982. Disponível em: <https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=3122743>. Acesso em: 19 fev. 2026.

SALSA, Maria Leonor Cruz Reis. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Tourism & Management Studies**, Algarve, n. 6, p. 162-174, out. 2010. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3888037>. Acesso em: 12 fev. 2026.

SANTOS, Fernando Marson Schuch. **Assimetria informacional e a regulação do mercado de capitais**. 2022. Dissertação (Mestrado em Direito Privado) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2022. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/253284>. Acesso em: 14 fev. 2026.

SANTOS, J. F. dos; GALVÃO, K. da S. Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. **Revista da FAE**, [S. l.], v. 18, n. 1, p. 52-69, 2015. Disponível em: <https://revistafae.fae.edu/revistafae/article/view/31>. Acesso em: 13 fev. 2026.

SENECHACK, Andrew Jr.; LEE, Wayne Y. Comparative dynamics in a life cycle theory of the firm. **Journal of Business Research**, [S. l.], v. 8, n. 2, p. 159-185, jun. 1980. Disponível em:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0148296380900090>. Acesso em: 14 fev. 2026.

SILVA FILHO, Fernando Luiz da. A relação entre anúncios de dividendos, retornos anormais e volatilidade idiossincrática nas ações brasileiras. 2018. 46 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2018. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/0a262092-35d3-4cd1-8ea2-b118dcbe5bd7/content>. Acesso em: 14 fev. 2026.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração (RAUSP)*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rausp/article/view/44455>. Acesso em: 14 fev. 2026.

SOBRINHO, Erica Juvercina; TAVARES, Vitor Borges; SILVA, Pablo Rogers. Efeito da estrutura de propriedade na relação entre assimetria de informação e política de pagamentos. **Research, Society and Development**, v. 10, n. 5, p. 1-15, 2021. Disponível em: <https://rsdjournal.org/index.php/rsd/article/view/15293>. Acesso em: 12 fev. 2026.

SOUSA DA SILVA, Emanuel Mamede *et al.* Política de dividendos e reputação nas empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa. **Cuad. Contab.**, Bogotá, v. 18, n. 46, p. 147-163, Dec. 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.11144/javeriana.cc18-46.pdre>. Acesso em: 14 Feb. 2026.

STIGLITZ, Joseph E. Some aspects of the taxation of capital gains. **Journal of Public Economics**, [Amsterdam], v. 21, n. 3, p. 257-294, jul. 1983. Disponível em: <https://scispace.com/pdf/some-aspects-of-the-taxation-of-capital-gains-32bzwbovo5.pdf>. Acesso em: 13 fev. 2026.

TOBIN, J. Estimation of relationships for limited dependent variables. **Econometrica**, v. 26, n. 1, p. 24–36, 1958. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1907382>. Acesso em: 19 fev. 2026.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; MARQUES, D. B.; DOMINGOS, S. R. M.; PONTE, V. M. R. A Influência da Política de Dividendos sobre o Valor de Mercado: Evidências em Empresas Brasileiras. **Contabilidade Gestão e Governança**, Brasília-DF, v. 20, n. 2, p. 175–194, 2017. DOI: 10.51341/1984-3925_2017v20n2a1. Disponível em: <https://revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/1114>. Acesso em: 12 fev. 2026.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Cambridge: MIT Press, 2010. Disponível em: <https://ipcid.org/evaluation/apoio/Wooldridge%20-%20Cross-section%20and%20Panel%20Data.pdf>. Acesso em: 19 fev. 2026.

ZANELLA, Liane Carly Hermes. **Metodologia da pesquisa**. Florianópolis: SEAD/UFSC, 2006.

ZANON, André Ricardo Moncaio; ARAÚJO, Clésio Gomes de; NUNES, André. Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, [S. l.], v. 7, n. 3, p. 286-304, set./dez. 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.18028/rgfc.v7i3.3844>. Acesso em: 13 fev. 2026.

ZARE, Reza; MORADI, Javad; VALIPOUR, Hashem. Dividend Policy and Information Asymmetry from the Signaling Perspective. **Asian Economic and Financial Review**, v. 3, n. 4, p. 445, 2013. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/asi/aeafvj/v3y2013i4p445-463id1009.html>. Acesso em: 12 fev. 2026.

APÊNDICE A – RESULTADOS DA TESE DE HETEROCEDASTICIDADE PARA O MODELO TOBIT

Tabela 18 – Resultado do teste de Breusch-Pagan para o modelo geral

H_0	BP	df	p-valor
H_0 =a variância é constante (erros homocedásticos)	597,1	11	< 2,2e-16

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Tabela 19 – Resultado do teste de Breusch-Pagan Setor de Saúde

H_0	BP	df	p-valor
H_0 =a variância é constante (erros homocedásticos)	6,8357	11	0,8122

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Tabela 20 – Resultado do teste de Breusch-Pagan Setor financeiro

H_0	BP	df	p-valor
H_0 =a variância é constante (erros homocedásticos)	258,99	11	<2,2e-16

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Tabela 21 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Consumo Não Cíclico

H_0	BP	df	p-valor
H_0 =a variância é constante (erros homocedásticos)	5,7407	11	0,8901

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Tabela 22 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Bens Industriais

H_0	BP	df	p-valor
H_0 =a variância é constante (erros homocedásticos)	5,4744	11	0,906

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Tabela 23 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Utilidade Pública

H₀	BP	df	p-valor
H₀ =a variância é constante (erros homocedásticos)	24,634	11	0,01031

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Tabela 24 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Consumo Cíclico

H₀	BP	df	p-valor
H₀ =a variância é constante (erros homocedásticos)	9,704	11	0,5572

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Tabela 25 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Materiais Básicos

H₀	BP	df	p-valor
H₀ =a variância é constante (erros homocedásticos)	29,484	11	0,001908

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Tabela 26 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Comunicações

H₀	BP	df	p-valor
H₀ =a variância é constante (erros homocedásticos)	41,787	11	1,763e-05

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)

Tabela 27 – Resultado do teste de Breusch-Pagan setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis

H₀	BP	df	p-valor
H₀ =a variância é constante (erros homocedásticos)	19,506	11	0,05259

Fonte: Elaborada pela Autora (2026)