

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO**  
**FECAP**  
**CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO**  
**PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

**DANIEL BAGODI BATISTA DA SILVA**

**PAGAMENTO DE PROVENTOS NO IBOVESPA:  
UMA ANÁLISE DOS EFEITOS PRÉ E PÓS-COVID-19**

**São Paulo**

**2024**

**DANIEL BAGODI BATISTA DA SILVA**

**PAGAMENTO DE PROVENTOS NO IBOVESPA:  
UMA ANÁLISE DOS EFEITOS PRÉ E PÓS-COVID-19**

Artigo apresentado ao Programa de Mestrado Profissional em Administração, do Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Héber Pessoa da Silveira**

**São Paulo**

**2024**

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva  
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho  
Pró-Reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia  
Pró-reitor de Pós-Graduação

### FICHA CATALOGRÁFICA

S586p	Silva, Daniel Bagodi Batista da Pagamento de proventos no Ibovespa: uma análise dos efeitos pré e pós-Covid-19 / Daniel Bagodi Batista da Silva. - - São Paulo, 2024. 47 f. Orientador: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP – Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração. 1. Empresas – COVID-19, Pandemia de, 2020- Brasil. 2. Ações (Finanças). 3. Análise de regressão. 4. Bolsa de Valores – Brasil.  <b>CDD: 332.632</b>
-------	--

**DANIEL BAGODI BATISTA DA SILVA**

**PAGAMENTO DE PROVENTOS NO IBOVESPA: UMA ANÁLISE DOS EFEITOS  
PRÉ E PÓS-COVID-19**

Artigo apresentado ao Centro Universitário Álvares Penteado, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**COMISSÃO JULGADORA:**

---

**Prof. Dr. Eduardo Augusto do Rosário Contani**  
**Universidade Estadual de Londrina - UEL**

---

**Prof. Dr. Edison Simoni da Silva**  
**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

---

**Prof. Dr. Héber Pessoa da Silveira**  
**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**  
**Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora**

**São Paulo, 01 de fevereiro de 2024.**

## **Pagamento de Proventos No IBOVESPA: Uma análise dos efeitos Pré e Pós-Covid-19**

**Daniel Bagodi Batista da Silva**

Mestre em Administração

dbagodi@gmail.com

### **Resumo**

O objetivo deste estudo é verificar o comportamento de distribuição de proventos das ações do IBOVESPA durante o período de 2018 a 2022 e em decorrência da pandemia da COVID-19. Por meio do método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) foram analisadas as ações do IBOVESPA de janeiro de 2023 com alguns ajustes. Não foi verificada a diminuição no pagamento de proventos durante os anos da COVID-19, corroborando com a literatura na qual as empresas não diminuem a distribuição em períodos economicamente recessivos. Durante as regressões foi verificada uma distribuição de proventos para empresas com o controle público acionário maior que as demais empresas do IBOVESPA, possivelmente para gerar caixa adicional (receita) para o acionista majoritário para o pagamento de despesas em cada exercício.

**Palavras-Chave:** IBOVESPA. Proventos. Controle Público. Pandemia.

### **Abstract**

The aim of this study is to verify the earnings distribution behavior from IBOVESPA shares during the period 2018-2022 as a result of the COVID-19 pandemic. Using the Ordinary Least Squares (OLS) method, the IBOVESPA shares from January 2023 were analyzed with some adjustments. There was no decrease in the payment of earnings during COVID-19 years, corroborating literature, where companies do not reduce distribution in recessive economic periods. During the regressions, a distribution of dividends was verified for companies with greater public shareholding control than the other from IBOVESPA companies, possibly to generate additional cash (revenue) for the majority shareholder to pay expenses in each year.

**Keywords:** IBOVESPA. Earnings. Public Control. Pandemic.

## 1 Introdução

A distribuição de dividendos ou proventos de empresas de capital aberto tem sido abordada em um vasto conteúdo acadêmico de finanças, por autores que estudaram o tema em todo o mundo, e o referido assunto também tem sido amplamente abordado no Brasil. Aqui uma primeira distinção da nomenclatura se faz necessária, tendo em vista que o *payout* (termo que representa o percentual de lucro que é pago aos acionistas) no Brasil pode ser composto tanto por dividendos quanto por Juros sobre Capital Próprio (JCP), com distinção principalmente de natureza tributária entre ambos.

No início deste século, ocorreram grandes epidemias, mas nada comparado a uma pandemia, termo que, segundo a Organização Mundial de Saúde (OMS), é a disseminação mundial de uma nova doença; o referido termo passa a ser usado quando uma epidemia, surto que afeta uma região, se espalha por diferentes continentes com transmissão sustentada de pessoa para pessoa.

De acordo com Chain, Januzzi e Bouzan (2022), nas últimas décadas o mundo passou por surtos de doenças graves como Síndrome Respiratória do Oriente Médio (MERS), Síndrome Respiratória Aguda Grave (SARS) e Gripe Suína (H1N1), mas, nenhuma delas tão agravante quanto a pandemia da COVID-19. A disseminação da doença causou milhões de mortes, além de uma interrupção econômica global sem precedentes em um período sem guerra mundial.

Com base nesse contexto, o presente estudo visa analisar a distribuição de proventos das ações de empresas listadas no Índice BOVESPA da B3 no período de 5 exercícios sociais durante os anos de 2018 a 2022, período que engloba a pandemia da COVID-19.

IBOVESPA é um índice que representa uma carteira teórica de ações listadas na B3 - Bolsa de Valores do Brasil, que é reavaliada a cada 4 meses, contendo 80% das empresas com maior número de negócios e do volume financeiro do mercado de capitais.

Relatório de março de 2023, apresentado pela gestora global de ativos britânica *Janus Henderson* mostrou os efeitos da pandemia no pagamento de dividendos, principalmente após os *lockdowns* enfrentados por 33 países em 5 continentes entre eles o Brasil em 2020 e alguns ainda no ano de 2021. Esse relatório de dividendos global da gestora de ativos *Janus Henderson*, no documento intitulado *Janus Henderson Global Dividend Index* (JHGDI, 2023) indicou que:

- a) dividendos globais cresceram 8,4%, alcançando um recorde de USD 1.56 trilhões;
- b) descontando as variações cambiais, esse aumento foi ainda maior, de 13,9%, pois a maioria das moedas se desvalorizou perante o dólar ao longo de 2022;
- c) globalmente, 88% das companhias analisadas aumentaram os dividendos ou, pelo menos, os mantiveram constantes;
- d) comparativamente ao forte último trimestre de 2021, o último trimestre de 2022 teve um aumento de 7,8%;
- e) doze países tiveram recorde de dividendos estando entre eles os Estados Unidos, a China e o mais importante para esse estudo, o Brasil;
- f) os dividendos de empresas brasileiras contribuíram em 1/3 do aumento dos mercados emergentes em 2022, impulsionado pela Petrobras em especial;
- g) nos mercados emergentes o recorde chegou a USD 151,4 bilhões distribuídos, o que representa praticamente o dobro do valor de 2016. Brasil, Índia e China contribuíram com 3/4 do aumento de dividendos dos mercados emergentes;
- h) apenas a Petrobras distribuiu USD 41,9 bilhões e foi a segunda maior pagadora global, perdendo apenas para a mineradora australiana BHP, mas sendo a empresa que mais aumentou a distribuição de proventos mundialmente (2022 x 2021);
- i) a distribuição de empresas brasileiras só não foi maior, pois houve um corte acentuado na mineradora multinacional Vale S. A.

A partir deste cenário, a questão problema para este estudo é: O que aconteceu com a distribuição de proventos no IBOVESPA no período que envolve a pandemia pré e pós-COVID-19 no Brasil?

De acordo com Vancin e Procianoy (2016), o dividendo é uma parcela do lucro líquido das empresas, que é distribuída aos investidores como uma forma de remuneração do capital investido. O montante a ser pago e a forma de distribuição são decisões complexas que geraram inúmeras pesquisas a respeito. Divergências ocorrem desde os primeiros trabalhos sobre o assunto, como a proposta de relevância dos dividendos estudada por Gordon (1963) e Lintner (1962) em oposição de irrelevância criada por Miller e Modigliani (1961).

No entanto, para uma correta análise sobre o pagamento de proventos no Brasil, há uma preocupação que no estudo estejam contempladas as particularidades do mercado local.

Forti, Peixoto e Alves (2015), destacam que os estudos sobre a política de dividendos no Brasil necessitam de alguns cuidados específicos, uma vez que há isenção de tributação para

dividendos no país, diferentemente dos países de origem da maioria dos estudos sobre o tema como EUA, Inglaterra, Alemanha e Japão.

O Brasil possui, ainda, o JCP (Juros sobre Capital Próprio) que oferece opções tributárias distintas às empresas para sua distribuição de lucros. Há, também, os dividendos mínimos obrigatórios, que afetam a distribuição de proventos de empresas por imposição legal.

Outro ponto a ser considerado é que não há no cenário doméstico até a presente data incidência de tributos na distribuição de dividendos, apesar de haver sempre discussões políticas para que isso comece a ocorrer. Vale destacar que tais particularidades do cenário brasileiro constituem uma oportunidade de pesquisa, uma vez que é possível identificar variações tributárias e de legislações únicas quando se avalia o panorama de distribuição de caixa aos acionistas.

Os fatores que influenciam a distribuição de dividendos, tais como legislação e tributação, variam de país para país. Assim, devem ser consideradas as diferentes características de cada ambiente institucional ao executar um trabalho sobre o tema. No Brasil, a lei que normatiza o pagamento de dividendos é a Lei n. 6.404 (1976), nomeada Lei das Sociedades por Ações (LSA), que estabelece que acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, uma determinada parcela dos lucros da empresa.

A Lei n. 6.404 (1976), atualizada pela Lei n. 10.303 (2001), estabelece que o estatuto da própria sociedade por ações é quem determina qual a parcela do lucro a ser distribuída como dividendo obrigatório. No entanto, caso não seja definido o percentual de *payout* para os acionistas torna-se obrigatória a distribuição de metade do lucro líquido apurado durante o exercício.

O objetivo de estabelecer um dividendo obrigatório mínimo seria a proteção do acionista minoritário, ao impedir a possibilidade de o controlador reter a totalidade dos lucros (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

Paralelamente, teria igualmente a função de fortalecer o mercado de capitais ao garantir ao investidor uma remuneração mínima ao seu capital. Procianny (2006) enfatiza a importância desse mecanismo ao verificar que, no Brasil, há uma tendência das empresas em reter a maior parcela possível dos lucros, como forma de autofinanciamento em função da escassez de recursos para o financiamento de longo prazo das companhias naquele momento.

Também cabe evidenciar que a base para a análise do mercado de ações brasileiro é relativamente recente, pois somente após a estabilização monetária com a adoção do Plano Real em 1994, foi possível ter dados viáveis para estudos. Em comparação, os Estados Unidos possuem dados disponíveis desde o final do século XIX.

Existem outras formas de remuneração aos acionistas como a recompra de ações ou mesmo o bônus de subscrição. No entanto, esta pesquisa limita-se a estudar a remuneração aos acionistas via distribuição por dividendos ou JCP. Contudo, apesar dessas outras possibilidades não terem foco nesta pesquisa, é oportuna a descrição delas para a correta compreensão de todas as possibilidades de remuneração ao acionista, as quais seguem detalhadas mais à frente no presente estudo.

## 2 Referencial Teórico

No Brasil existe uma obrigatoriedade definida por lei que a empresa de sociedade anônima e capital aberto tem que distribuir proventos com limite mínimo de distribuição.

Desde que a lei das Sociedades Anônimas (S.A.) foi promulgada em 1976, existe uma “falácia” que obriga as empresas de capital aberto a distribuírem pelo menos 25% de seu lucro líquido para os acionistas quando, na verdade, esta institui que a empresa é soberana para distribuir o *payout* desejado desde que seja definido pelo estatuto social da companhia, no qual é vedado apenas a não distribuição.

O que a legislação dispõe é que caso a empresa seja omissa na definição do percentual mínimo no estatuto, torna-se obrigatória a distribuição de 50% do lucro líquido ajustado.

De acordo com Vancin e Procianoy (2016), as companhias listadas na bolsa brasileira têm a obrigação, e não a opção, de distribuir uma parcela preestabelecida de seus lucros.

Além do percentual mínimo de distribuição definido pelo estatuto social da empresa, existe a possibilidade de a empresa distribuir um valor adicional ao que foi estabelecido, podendo ter oscilações ao longo dos exercícios e dos ciclos econômicos em que a empresa está inserida.

Há, na verdade, uma certa “convenção” e não uma obrigação legal que muitas empresas adotam o percentual de 25% de *payout* no estatuto. Isso se deve a empresas existentes antes de 1976 quando no caso de omissão de definição de *payout* a empresa teria que optar por 2 caminhos:

- a) Fixar o pagamento mínimo de 50% do lucro líquido ajustado.
- b) Convocar Assembleia Geral para definir um percentual menor.

No entanto, caso a empresa definisse um *payout* menor que 25% ela obrigatoriamente deveria recomprar as ações dos acionistas que decidissem sair do quadro acionário da empresa, provocando uma saída de caixa e, conseqüentemente, diminuição da liquidez.

A seguir, são apresentadas as principais características definidas pela lei das S.A., além de outras formas de proventos como o de Juros sobre Capital Próprio (JCP).

De acordo com Assaf, Ambrozini e Lima (2007), a Lei n. 6.404 (1976), atualizada pela Lei n. 10.303 (2001), determina que os acionistas têm direito a receber dividendos obrigatórios em cada exercício, a depender do estatuto social da companhia, ou em caso de omissão, metade do lucro líquido apurado.

A questão dos 25% é que, de acordo com a referida lei, no artigo 17, é dada preferência às PN's (ações preferenciais), em pelo menos 25% a do lucro líquido do exercício a serem distribuídos em forma de dividendos.

Há também uma característica especial do mercado doméstico brasileiro que é a figura dos Juros Sobre Capital Próprio (JCP) como alternativa para as empresas em suas distribuições dos lucros, que permite um benefício fiscal às companhias ao direcionar à retenção de imposto ao investidor.

Para Do Valle e Albanez (2012), no Brasil existem dificuldades de financiamento para empresas menores que, muitas vezes, têm que recorrer a empréstimos bancários com juros altos, que acabam comprometendo o fluxo de caixa das companhias.

Portanto, o dilema do gestor não é trivial entre comprometer parte do lucro líquido do exercício em pagamento de proventos ao invés de utilizar essa liquidez para financiar a sua própria operação.

Inclusive, no Brasil que historicamente possui uma das taxas básicas de juros mais altas no mundo, onde dois dígitos de juros nominais foram e continuam sendo o padrão ao longo de muitos anos até a presente data, com curtos períodos nos quais a taxa básica de juros da economia, a Selic, recuou para padrões civilizados de países que possuem economias maduras, as empresas brasileiras precisam ter uma estratégia de financiamento e fluxo de caixa muito bem calibradas.

No cenário local, existe a isenção de tributação de dividendos para os acionistas, tornando uma fonte importante de financiamento para as empresas, pois, retém o acionista dentro de sua base acionária.

Os dividendos são isentos de tributação no Brasil, mas, em caso de venda de ações, apura-se a alíquota de 15% sobre ganho de capital.

Segundo Vancin e Procionoy (2016), algumas empresas, caso elas pudessem pagar menos que estes proventos obrigatórios, muito provavelmente o fariam. A realidade brasileira, em relação à baixa disponibilidade de recursos de longo prazo para o financiamento das

atividades de investimentos das empresas, é um grande incentivador da alta retenção de caixa pelas empresas como forma de financiamento do crescimento.

No entanto, ao pesquisar os estudos clássicos sobre proventos nas décadas de 1950 e 1960, foi possível aos autores supracitados comprovarem que o pagamento de proventos está intimamente ligado à geração de valor pelas companhias que o fazem e mantém uma base acionária relevante com a expectativa que esses pagamentos continuarão futuramente.

Segundo Chain, Januzzi e Bouzan (2022), até o final da década de 1950, em um contexto de economia pós-guerra, havia uma crença de que as empresas deveriam pagar volumosos dividendos, pois, a aversão ao risco dos investidores e a incerteza sobre o futuro eram fatores determinantes para a decisão de investimento. Gordon (1959) e Lintner (1956) formalizaram esta teoria, na qual afirmaram que o pagamento de dividendos estava intimamente ligado à criação de valor das empresas, ou seja, o efeito causado pela política de dividendos das empresas estava diretamente ligado à decisão de compra ou venda das ações pelos investidores.

Em contrapartida, os autores Miller e Modigliani (1961) afirmam, em seu famoso artigo *Dividend policy, growth, and the valuation of shares* que a política de dividendos é irrelevante para a empresa.

Miller e Modigliani (1961), defendem que em um mercado perfeito, onde o comportamento do investidor é racional, a política de dividendos é irrelevante para a avaliação de uma organização. Nesse sentido, tal política seria avaliada apenas por suas oportunidades de investimento.

A partir daí grande parte da literatura sobre dividendos buscou abordar as diversas imperfeições de mercado que afetariam a política de dividendos, como impostos, custos de agência, assimetria informacional, efeito clientela e modelos comportamentais.

Os estudos sobre essa temática ficaram conhecidos, então, pela expressão *Dividend Puzzle*, de Black (1976).

A teoria de Miller e Modigliani (1961) trouxe uma vasta contribuição para o campo de finanças, sobretudo na parte de estrutura de capital. No entanto, é sabido que os mercados não são perfeitos e através do estudo de finanças comportamentais não há um padrão ou até mesmo pode-se afirmar que não existe racionalidade no comportamento dos investidores, como descrito na teoria.

Com relação às finanças comportamentais, De Bortoli (2016) argumenta que existem vários fatores que influenciam a tomada de decisão dos investidores como estresse, opinião de terceiros, perfil de risco, em que a venda de uma ação é feita antes de alcançar o seu preço ótimo, com medo de perder o que já foi ganho e, às vezes, até o contrário, de tomar um risco

maior que o perfil do investidor justamente para tentar recompor um prejuízo realizado, onde o investidor não é completamente racional, tendo vieses cognitivos.

Além das possibilidades supradescritas há o efeito “manada” que demonstra que os investidores têm a tendência de seguir a opinião ou ação da maioria, mesmo que isso signifique abandonar os fundamentos macroeconômicos e de *valuation* de empresas, prejudicando assim o desempenho dos investimentos a longo prazo.

Um exemplo recente que aconteceu durante o período de pandemia nos Estados Unidos foi o caso da empresa *Game Stop* iniciado em janeiro de 2021. A empresa varejista de jogos eletrônicos estadunidense estava com a saúde financeira frágil e vários fundos de *hedge* tinham posições vendidas (*short*) de suas ações com a estratégia de lucrar em caso de uma queda mais acentuada nas cotações das ações e a partir daí houve um movimento, inclusive impulsionado pelas mídias sociais, no qual milhares de pequenos investidores individuais começaram a comprar cada vez mais as ações. Dados da base Comdinheiro mostram que esse movimento impulsionou o valor de mercado da empresa no mês de janeiro de 2021 em mais de 20 vezes, saindo de USD 1,1 bilhão para USD 22,7 bilhões.

Isso fez com que os fundos de *hedge* sofressem um prejuízo significativo e, em uma situação incomum, chegaram a acusar os investidores de varejo por manipulação de mercado e tiveram que reduzir ou liquidar as posições vendidas (*short squeeze*) para evitar prejuízos ainda maiores.

Na mesma época, nos Estados Unidos, houve outro exemplo da *AMC Theaters* (AMC) que teve seu valor de mercado impulsionado em mais de 2.900% no primeiro semestre de 2021. Apenas no dia 02/06/2021 a valorização das ações foi de cerca de 95%, sem ter nenhuma melhora fundamentalista para essa valorização.

O ponto a ser ressaltado sobre finanças comportamentais é que não houve qualquer notícia ou previsão de melhora da saúde financeira da companhia e, mesmo assim, milhões de investidores decidiram “surfear” na onda da valorização de ações.

Um exemplo doméstico recente durante a pandemia foi o caso do IRB (IRBR3), empresa brasileira de resseguros de capital aberto. A gestora de investimentos Squadra acusou o controle da empresa de manipulação de informações. A diretoria do IRB chegou a afirmar que a empresa *Berkshire Hathaway*, do megainvestidor Warren Buffet, havia entrado como acionista da empresa. Foi comprovado depois que os diretores tinham bônus atrelados a melhora das ações em bolsa. Entre outros pedidos de auditoria, a empresa teve uma desvalorização ao longo de 3 (três) anos de mais de 98% e em janeiro de 2023 quando as ações já valiam centavos

(*penny stocks*) a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) exigiu o agrupamento de ações da ordem de 30 para 1.

O IRB chegou a ser autuado até pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) nos EUA pela manipulação de informações e fake news, prejudicando também os pequenos investidores.

Outro ponto não considerado na teoria de Miller e Modigliani (1961) é a assimetria informacional que ocorre quando uma das partes do negócio (uma ponta compradora e outra vendedora) tem mais informações do produto ou serviço que vai ser negociado, gerando desequilíbrios no mercado.

Após a teoria de Miller e Modigliani, de 1961, houve grande número de estudos para debater e até contra-argumentar os achados da pesquisa, no sentido de afirmar a importância da distribuição de proventos como forma de financiamento de empresas. O conceito-base que suporta a teoria de relevância de dividendos é atribuído a Gordon (1963) e Lintner (1962).

Autores como Gordon (1963) e Lintner (1962) sugerem a existência de uma relação direta entre a política de dividendos de uma empresa e seu valor de mercado. Suas ideias e argumentos ficaram conhecidos pela expressão “pássaro-na-mão”, pois sugere que investidores são geralmente avessos ao risco (Vancin & Procianoy, 2016).

A teoria da relevância dos dividendos sugere que os investidores em geral são mais propensos a escolher investimentos mais seguros do que arriscados. Portanto, quando se compara os dividendos versus o ganho de capital, os dividendos são mais previsíveis, muitas vezes mantendo uma média histórica de pagamentos por empresa, oferecendo assim riscos menores para os investidores e facilitando a tomada de decisão para investimentos em boas pagadoras de dividendos.

Na concepção de Amorim, Lima e Brunozi (2021), estes afirmaram que Lintner (1956) – defendendo a relevância dos dividendos, que é a sua relação no valor de mercado das empresas – se baseia na crença de que acionistas preferem taxas estáveis de distribuição de lucros a distribuições oscilantes em taxas e em prazos. Segundo Lintner (1956), o mercado estabeleceria um prêmio para ações que mantêm estabilidade de distribuição ou de crescimento. Gordon (1959), por sua vez, credita a valorização das ações de empresas com maior distribuição de dividendos à aversão ao risco futuro por parte dos investidores.

Ademais, Lintner (1956) observou que os lucros correntes são invariavelmente o ponto de partida dos gestores para a determinação do momento em que os dividendos devem ser alterados.

A distribuição de proventos, além de ser uma forma de financiamento para as empresas, retém a base de investidores no quadro acionário. Contudo, existem também os investidores cujo objetivo é obter lucros através do ganho de capitais, isto é, na valorização das ações.

No Brasil, o ganho de capital é tributável na venda, na qual apura-se o valor de venda contra o valor de compra, e em caso de lucro há uma alíquota de 15% de Imposto de Renda (IR), independentemente do tipo de investidor, se é pessoa física ou jurídica. No entanto, não há incidência de tributação na distribuição de dividendos para a pessoa física, sendo um grande fator de isenção e de rendimentos para os pequenos investidores. Importante apenas ressaltar que para a distribuição de proventos via Juros sobre Capital Próprio (JCP) há a incidência de imposto de renda com alíquota de 15%, porém, o recolhimento já é retido na fonte.

O benefício da distribuição via JCP é que a empresa tem um benefício fiscal de lançar a distribuição como despesa, reduzindo o lucro e, portanto, diminuindo a incidência de Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ). Já o dividendo é apurado após o lucro líquido e, dessa forma, não é considerado como despesa dedutível para a Sociedade Anônima (S.A.)

Para Vancin e Procianoy (2016), outras importantes indagações sobre as consequências da distribuição de dividendos começaram a ser feitas na pesquisa clássica de Black (1976), já mencionada anteriormente e intitulada *Dividend Puzzle*. Na pesquisa o autor questiona as razões pelas quais as empresas distribuem dividendos ao invés de aplicar este fluxo de caixa excedente em projetos economicamente vantajosos às companhias e aos acionistas.

Após o estudo de Black, iniciaram os questionamentos sobre o “dilema dos gestores”: por um lado, as empresas pagam proventos para premiar e reter os acionistas pelo seu investimento realizado. Por outro lado, as empresas que não distribuem, preferem reinvestir o excedente em oportunidades de crescimento que poderiam ser perdidos via distribuição de proventos.

Ainda segundo Silva e Machado (2015), o pagamento de dividendos é uma maneira de transmitir informação das empresas que explicitamente não são realizadas pelos administradores.

Nesse sentido, o aumento no pagamento de dividendos poderá sinalizar ao mercado um aumento no fluxo de caixa e, conseqüentemente, um bom desempenho. De outro modo, uma diminuição poderá indicar ao mercado um mau desempenho da organização. Portanto, é defendido que um aumento no pagamento de dividendos influencie positivamente o preço da ação.

Em contrapartida, quando as empresas atingem o seu nível de maturidade e aumentam a distribuição de proventos, poderá ser visto como negativo pelo mercado financeiro. Por exemplo:

De acordo com Bruni, Gama, Famá e Firmino (2003), é o que ocorre ao considerar uma empresa que nunca pagou dividendos no passado, mas, que registrou um crescimento extraordinário e alto retorno sobre seus projetos. Quando esta empresa começar a pagar ou aumentar substancialmente os dividendos, seus acionistas podem considerar isto como um indicativo de que os projetos da empresa não são tão lucrativos como costumavam ser.

Com isso, muitas empresas que passaram pelo período de crescimento atingiram o seu período de maturidade e, assim, diminuíram os percentuais de ganhos de capital, onde antes as taxas de crescimentos garantiam valorizações acentuadas passaram a ver na distribuição de proventos uma maneira de manter a base de acionistas satisfeita e, conseqüentemente, a forma de financiamento.

Como exemplo existem as *Big Techs* americanas como *Facebook*, *Amazon*, *Netflix* e *Tesla* que apresentam trajetórias robustas de crescimento há mais de uma década, mas, nenhuma pagou dividendos nesse período. Algumas delas, inclusive, nunca pagaram desde a abertura de capital, da expressão *Initial Public Offering* (IPO). Vale ressaltar que essas empresas são sediadas nos Estados Unidos onde a legislação não prevê obrigatoriedade no pagamento de dividendos e mesmo para as empresas que o fazem, existe a tributação da ordem de 30%, ou seja, o dobro do apurado para ganho de capital no Brasil.

Na ponta contrária existe atualmente a *Microsoft* que não pagou dividendos durante o auge do seu crescimento nas décadas de 1990 e 2000 e hoje tem uma política de pagamento de dividendos para os seus acionistas. Outro exemplo é a *Apple* que começou um *payout* relevante somente em 2012, ou há pouco mais de 10 anos para uma empresa que teve a sua fundação em 1976.

Outro ponto relacionado aos investidores, que focam na rentabilidade auferida pelos dividendos de empresas abertas, é que existem Fundos de Investimento com estratégia de comprar ações apenas de empresas consideradas boas pagadoras de dividendos.

Dados extraídos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em agosto de 2023, mostram mais de 60 fundos brasileiros com essa classificação geridos por diversos gestores de mercado e com o patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 14 bilhões (CVM, 2023).

A distribuição dos lucros para os acionistas, aqui tratada como dividendos, é uma das decisões mais importantes da gestão, dado que os dividendos são concorrentes pelos mesmos recursos destinados ao investimento em novos projetos (Santos & Galvão, 2015).

Diferentemente do que ocorre em mercados maduros como o dos EUA e de alguns países da Europa (entre eles Alemanha, Inglaterra e França) que possuem dados de pagamento de dividendos de diversas décadas, no Brasil isso só foi possível ocorrer após a estabilização monetária com a adoção do Plano Real, em meados da década de 1990.

Os estudos relacionados à política de dividendos no Brasil são recentes, com destaque a partir da década de 1990, período em que ocorreu a estabilização da economia brasileira (Famá & Iovine, 2012).

Portanto, apesar de todas as particularidades locais do mercado financeiro brasileiro, em grande parte ressaltados neste estudo e dado o ainda curto histórico de menos de três décadas da implementação do Plano Real em 1994 – que findou décadas de inflação anual superior a dois dígitos em que houve alguns anos de hiperinflação, trazendo a sonhada estabilidade monetária – é importante validar os dados ocorridos nos mercados maduros ao longo do tempo, tendo, muitos deles, disponibilidade desde o final do século XIX (dezenove).

DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2009) concluíram que os principais impulsionadores da política de distribuição de fluxo de caixa livre são a busca pela redução da assimetria informacional no mercado, os custos de agência e os problemas de mensuração de riscos futuros.

Para Rabelo, Ponte, Viana e Domingos (2017), de forma mais ampla, a política de dividendos é considerada uma decisão de âmbito corporativo e financeiro, podendo gerar impactos internos e externos à companhia. Entende-se como impacto interno a implementação de ações voltadas para o próprio crescimento e desenvolvimento, através do lucro retido. E o impacto externo se dá no relacionamento da empresa com seus acionistas.

De acordo com Assaf e Lima (2014), a decisão de reter lucros deve ser tomada somente quando as oportunidades de investimentos nos negócios da empresa forem economicamente mais atraentes do que aquelas dispostas alternativamente aos acionistas, como bem apontam Zanon, Araújo e Nunes (2017).

No Brasil, a eficiência de mercado ainda é baixa, pois há uma tendência elevada em os acionistas incorporarem informações com alto gerenciamento de resultados, dando baixa relevância para empresas que não distribuem dividendos, levando a valorações subavaliadas em algumas situações (Amorim et al., 2021).

O que Amorim et al. (2021) afirmam é que vale elucidar a descrição sobre a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) publicada por Eugene Famá, a qual defende que os preços dos títulos refletem as informações que estão atualmente disponíveis. Os investidores devem obter

uma taxa de retorno de equilíbrio e as empresas receber um valor justo pelos títulos que são emitidos.

Contudo a HME é dividida em 3 (três) formas:

- a) forma fraca: os preços de todos os títulos disponíveis no mercado, possuem apenas informações públicas históricas disponíveis (passado);
- b) semiforte: os preços dos títulos disponíveis incorporam toda e qualquer informação pública que esteja atualmente disponível no momento de compra/venda e o preço terá alteração em qualquer nova informação disponibilizada;
- c) forte: os preços dos títulos/ativos, além da informação pública disponível, refletem também as informações privadas disponíveis e, neste caso, é impossível haver assimetria informacional.

Lima (2020) aponta outro estudo realizado por Fama e French (1988) que mostra a existência de um período curto para que a HME continue relevante, dado às inovações tecnológicas do mercado financeiro. Pois, quando uma inovação aparece é necessário um tempo razoável para identificar seu efeito nos preços dos ativos. Durante este período de transição, na medida em que mais agentes adotam a inovação, agentes que estão mais familiarizados com ela terão vantagem sobre os retardatários, obtendo lucros pela arbitragem entre os produtos novos e os antigos.

Tabela 1

**Fatores que influenciam no pagamento de Proventos**

<b>Fatores</b>	<b>Referências</b>	<b>Influência sobre os Dividendos</b>
<b>Crescimento</b>	La Porta et al. (2000), Mota (2007)	Maiores taxas de crescimento devem refletir em redução do pagamento de dividendos, uma vez que os gestores devem financiar o crescimento preferencialmente com recursos próprios.
<b>Custos de Agência</b>	Jensen e Meckling (1976), Rozeff (1982)	Quanto maiores os custos de agência, maiores devem ser os pagamentos de dividendos para redução destes conflitos.
<b>Assimetria Informacional</b>	Grullon, Michaely e Swaminathan (2002)	Quanto maior a assimetria de informações entre os gestores e os acionistas, maior será o desejo dos últimos por dividendos.
<b>Risco</b>	Bernardo e Ikeda (2013), Gordon (1963)	Quanto maior o risco associado ao fluxo de caixa da empresa, menores devem ser os dividendos, pois os gestores devem evitar a retirada de recursos da empresa que podem ser necessários no futuro.
<b>Controle</b>	Dalmácio e Corrar (2007), Loss e Sarlo (2003)	Envolve 3 fatores: a) as empresas controladas por <i>holdings</i> devem pagar mais dividendos, pois existe menor risco de fluxo de caixa para um grupo econômico do que para uma empresa individual; b) as empresas com controle acionário concentrado podem pagar menos dividendos se houver expropriação dos minoritários ou pagar mais dividendos se não houver expropriação; c) as empresas com maior dispersão de capital devem pagar menos dividendos, pois os gestores tendem a proteger os recursos da empresa para assegurar seus interesses próprios.
<b>Investimentos</b>	La Porta et al. (2000), Mota (2007)	Quanto maiores as taxas de investimentos da empresa, menores devem ser os dividendos que drenam recursos da empresa, necessários ao financiamento dos investimentos.
<b>Lucratividade</b>	Francis, Schipper e Vincent (2005)	Empresas com maior Retorno sobre o Patrimônio, do inglês <i>Return On Equity</i> (ROE), deveriam distribuir menos dividendos por se tratar de uma melhor opção de investimento aos acionistas. Contudo, pode ser que empresas com maior ROE sejam capazes de efetuar pagamentos mais consistentes aos acionistas, por serem capazes de financiar o crescimento e, ainda assim, remunerar acionistas.
<b>Tamanho</b>	Mota (2007)	Tamanho e maturidade podem influenciar os dividendos. Empresas maiores e mais maduras tendem a pagar mais dividendos do que empresas em processo de crescimento e consolidação no mercado.

Nota. Fonte: Recuperado de “Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil” C. A. B. Forti, F. M. Peixoto, & D. L. Alves (2015). *Revista Contabilidade & Finanças*, 26, p. 170. Recuperado de <https://www.scielo.br/j/rcf/a/CKNKLxyCdkmxyQzrthvNz3L/abstract/?lang=pt>

Segundo a Tabela 1 descrita por Forti et al. (2015), os resultados apresentados estão separados em três grupos; empresas que não pagam dividendos, que pagam dividendos medianos e que pagam altos dividendos. É possível verificar que empresas que não pagam dividendos são menores, menos rentáveis, com valor de mercado menor do que seu valor patrimonial, com baixa liquidez e maior risco, enquanto empresas que pagam altos dividendos são maiores, mais alavancadas, com liquidez próxima à média e menor taxa de crescimento dos lucros. O maior valor de mercado está associado com dividendos intermediários, o que sustenta que o mercado paga um prêmio pelo pagamento de dividendos e que dividendos muito elevados podem significar falta de opções de investimento.

Pode-se inferir que, quanto maior o tamanho da empresa, sua rentabilidade, seu valor de mercado, sua liquidez e o crescimento dos seus lucros, maior será a propensão desta firma em distribuir dinheiro aos acionistas, o que se alinha com a teoria de finanças corporativas (Forti et al., 2015, p. 179).

Assaf et al. (2007) destacaram nos estudos empíricos de Rodrigues, Fodra, Ribeiro e Cruz (2019), que buscam compreender os determinantes para a política de dividendos e sua importância, uma vez que:

- a) existe uma constante necessidade de haver disponibilidade de caixa pelos investidores;
- b) os acionistas preferem o recebimento de recursos presentes em detrimento de possíveis ganhos futuros;
- c) o pagamento constante de dividendos pode gerar valor para a empresa à medida que há uma redução do risco;
- d) existe uma relação entre tributação e preferência aos dividendos;
- e) e a política de dividendos pode ser utilizada para ajustar a estrutura de capital da empresa a um certo nível desejado.

## 2.1 Teoria de *Pecking-Order*

Conforme relatado anteriormente neste estudo por Procianny (2006), onde dada a assimetria informacional as empresas podem seguir uma hierarquia para investimento, faz-se necessário explicar a teoria de *Pecking-Order*.

Na concepção de Silveira, Perobelli e Barros (2008), a teoria de *Pecking-Order*, de Myers e Majluf (1984) sustenta que as empresas tenderão a seguir uma hierarquia de preferência por diferentes fontes de financiamento, em razão da assimetria informacional que existe entre os seus gestores e os investidores externos.

Segundo a teoria de *Pecking-Order*, as empresas priorizam seus financiamentos elencados pelas seguintes opções:

- a) recursos financeiros internos;
- b) ajustes de suas políticas de dividendos aos seus investimentos oportunos;
- c) o fluxo de caixa gerado, formado por uma política de dividendos rígida, lucratividade variável e oportunidades de investimentos, podem ser maior ou menor que o gasto de capital;
- d) recursos financeiros externos com a emissão de títulos de dívida.

## 2.2 Recompra de ações

Em vez de pagar dividendos, uma empresa pode recomprar ações de sua emissão, diminuindo a quantidade de ações disponíveis e, inclusive, podendo aumentar o lucro por ação (LPA) das ações remanescentes.

Existem formas diferentes para recompra de ações nos Estados Unidos e no Brasil, mas, como no cenário local não há incidência de tributação para dividendos, as recompras de ações não assumem a importância que têm no mercado estadunidense.

Outro ponto é que diferentemente dos Estados Unidos, onde existem diversas formas de recompra de ações, inclusive, recompras direcionadas para determinados acionistas, no Brasil é vedada essa prática por lei.

Conforme relatado na introdução, a recompra de ações não é objeto deste estudo, somente o pagamento de proventos via dividendos ou Juros sobre Capital Próprio (JCP).

Outro ponto que dificulta a análise de recompra de ações no cenário doméstico é que alguns programas de recompras quando lançados pelas empresas chegam a ter duração de até dois anos, alguns quase três anos, o que dificulta encontrar a quantidade exata de ações recompradas em um determinado período (ano) para analisar o que realmente o acionista recebeu em cada exercício.

Um estudo que tenta embasar essa decisão de não considerar a recompra de ações é o de Ferreira, Cordeiro, Cruz e Cunha (2020), no qual 85 empresas brasileiras que negociam suas ações na B3 entre 2011 e 2015 foram analisadas por meio de regressão múltipla com dados em painel balanceado.

Como a estratégia de recompra de ações pode ser interpretada por alguns investidores como uma sinalização da redução das oportunidades de crescimento ou como início da fase de maturação da empresa, estas razões são apontadas como possíveis motivos que justificam o fato da recompra de ações resultar na redução do valor da empresa (Ferreira et al. 2020, p. 112).

Outro estudo que embasa a recompra de ações, só que no mercado estadunidense é o de Almeida, Fos e Kronlund (2016), que demonstram que a recompra de ações com o objetivo de aumentar o LPA estão associadas a reduções no investimento e a uma diminuição nos estoques de caixa.

Descobrimos que um aumento nas recompras de ações feitas por empresas que teriam uma pequena surpresa negativa no lucro por ação está associado a mudanças significativas em outras políticas corporativas. Essas empresas tendem a diminuir o emprego, Capex e P&D nos quatro trimestres após aumentos nas recompras induzidas por EPS (Earnings Per Share), em relação a empresas que apenas atendem às previsões dos analistas de EPS. Os resultados apoiam evidências anedóticas e de pesquisas de que as empresas estão dispostas a trocar empregos e investimentos por recompras de ações (Almeida et al., 2016, p. 169).

### **2.3 Bonificação em ações**

Existe também a possibilidade de pagamento de dividendos em ações e não em dinheiro. Um dividendo em ações vem de ações em tesouraria, aumenta o número de ações em circulação e, conseqüentemente, reduz o valor de cada ação. No Brasil, a distribuição de ações de forma gratuita aos acionistas existentes é chamada de bonificação em ações.

Não há impacto financeiro na bonificação, pois é considerada uma operação de soma zero, uma vez que a quantidade adicional de ações é inversamente proporcional a diminuição do valor financeiro da mesma.

### **2.4 Desdobramento/agrupamento de ações (*Stock Split/Reverse Split*)**

O desdobramento de ações (*stock split*) é igual a uma bonificação de ações, exceto pelo fato de que um desdobramento é expresso como um índice em vez de um percentual.

Exemplo: Haverá um desdobramento de ações no índice de 2 para cada ação atualmente existente. Cada ação antiga é dividida em 2, resultando no dobro da quantidade de ações existentes da companhia e o valor financeiro é dividido na mesma proporção, sendo um resultado de soma zero, em que não há alteração do valor financeiro e patrimonial da companhia.

No sentido oposto, pode ocorrer também o agrupamento de ações (*stock inplit/reverse split*), no qual, diferentemente do exemplo anterior e mantendo a mesma proporção, a quantidade de ações seria agrupada de 2 para 1 e o valor financeiro seria multiplicado por 2; mantendo-se, assim, inalterado também o valor da empresa.

A Receita Federal do Brasil (RFB) considera que o custo das ações recebidas por desdobramento é igual a zero, pois apenas houve aumento na quantidade de ações, e permanece

inalterado o valor total das ações possuídas pelo investidor (Ross, Westerfield, Jaffe, & Lamb, 2015).

## 2.5 Bônus de subscrição

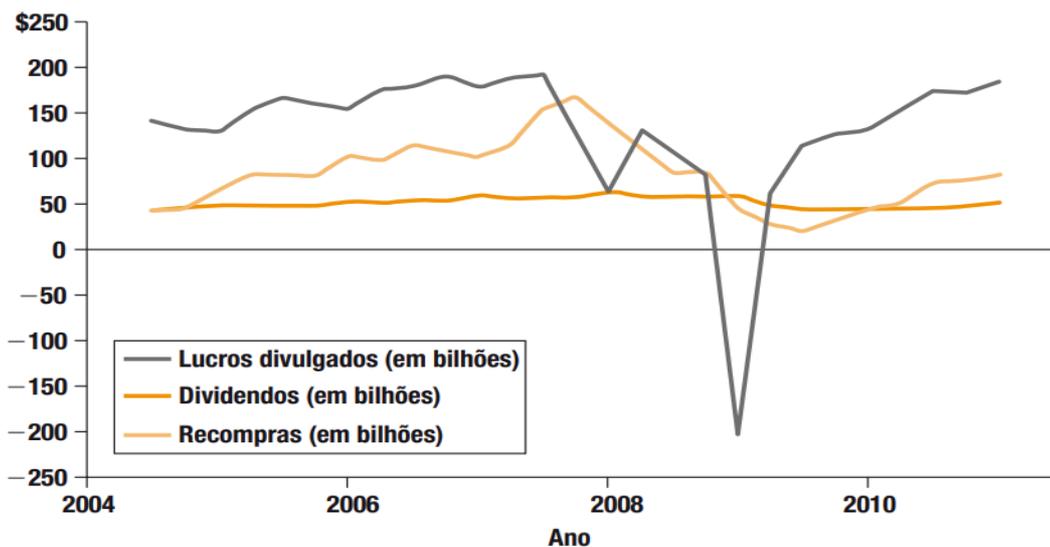
Outra forma que, diferentemente do pagamento de proventos ou recompra de ações, não é um benefício direto ao acionista é o bônus de subscrição, onde na possibilidade da empresa realizar uma nova emissão de ações como forma de financiamento, dá o direito ou preferência ao acionista na hora de comprar novas ações a um preço pré-determinado e por um período fixo, permitindo que ele não seja diluído em sua participação na empresa e mantendo o mesmo percentual que possuía antes do aumento de capital.

## 2.6 Ciclos econômicos e o pagamento de proventos

Esta seção busca explorar possíveis evidências em outros estudos que analisam períodos econômicos de prosperidade e recessão, bem como o impacto no pagamento de proventos.

A Figura 1 apresenta o gráfico que analisou o mercado americano de ações durante o período de 6 anos (2004-2010), e é possível notar que entre 2008 e 2009 houve uma queda brusca no lucro das empresas industriais devido à crise do *Subprime*.

Porém, nota-se que apesar de um período acentuado de recessão nestes anos, a linha de tendência do pagamento de dividendos permaneceu relativamente constante ao longo de todo o período analisado, com distribuição média trimestral de USD 50 bilhões.



**Figura 1.** Variação trimestral dos lucros, recompras e dividendos relatados índice S&P (30/06/2004 a 31/12/2010). Nota. Fonte: Recuperado de “*Administração financeira*” S. A. Ross, R. W. Westerfield, J. Jaffe, & R. Lamb (2015), p. 633. Porto Alegre: AMGH Editora.

Para o mercado brasileiro, Leite, Pamplona, Silva, Brandt e Schlotefeld (2020) efetuaram o estudo intitulado “Pagamento de Dividendos nos Períodos de Prosperidade e Crise Econômica”, no qual reforçam que há perdas econômicas para as empresas em períodos de recessão, contudo, não é verificada diminuição no pagamento de Dividendos, devido à baixa oportunidade de investimentos, geralmente encontradas em cenários recessivos, no qual as ameaças são mais evidentes e as oportunidades mais restritas, fazendo com que as empresas paguem mais dividendos.

### 3 Metodologia de Pesquisa

#### 3.1 Amostra e dados

Alguns ajustes foram realizados no IBOVESPA, a fim de consolidar uma base única de regressão via Mínimo de Quadrados Ordinários (MQO) das empresas desde 2018, considerando a composição do IBOVESPA de janeiro de 2023. Elencadas todas as modificações:

a) BRML3 (BR Malls): A empresa deixou de ser negociada no final do período do estudo em 19/12/2022 e incorporada após fusão por outra empresa ALSO3 que já existia. Portanto, foi mantida apenas a empresa incorporadora Aliansce Sonae (ALSO3);

b) foram excluídas empresas que fizeram abertura de capital em período inferior do integralmente analisado em janeiro 2018, conforme Tabela 2.

Tabela 2

#### Empresas Excluídas da Amostra

	<b>Ação</b>	<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Data IPO</b>
1	ASAI3	Assaí	Consumo Não Cíclico	01/03/2021
2	RAIZ4	Raizen	Consumo Não Cíclico	05/08/2021
3	CASH3	Méliuz	Tecnologia da Informação	05/11/2020
4	LWSA3	Locaweb	Tecnologia da Informação	06/02/2020
5	PETZ3	Petz	Consumo Cíclico	11/09/2020
6	RRRP3	3R Petróleo	Petróleo, Gás, Biocombustível	12/11/2020
7	CMIN3	CSN Mineração	Materiais Básicos	18/02/2021
8	SOMA3	Grupo Soma	Consumo Cíclico	31/07/2020
9	RDOR3	Rede D’or	Saúde	10/12/2020

c) SULA11 (Sulamérica): muito parecido com a BRML3, a Sulamérica deixou de ser negociada no final de 2022, no dia 26/12. Contudo, a empresa incorporadora Rede D’or (RDOR3), possui um tempo de negociação inferior ao período analisado, tendo sua emissão efetuada apenas em 10/12/2020. Nesse sentido, também foi excluído do estudo a RDOR3;

d) AMER3 (Lojas Americanas): Com a crise de crédito ocorrida com as Lojas Americanas esta deixou de fazer parte do IBOVESPA (em 23/01, após a decretação de recuperação judicial (RJ). Nesse sentido, a decisão foi de exclusão de AMER3.

Com esses ajustes realizados o estudo mantém 75 empresas da composição do IBOVESPA de janeiro de 2023.

Tabela 3

**Classificação setores do IBOVESPA**

<b>Setor</b>	<b>cod_setor</b>
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1
Utilidade Pública	2
Financeiro	3
Consumo Não Cíclico	4
Comunicações	5
Consumo Cíclico	6
Bens Industriais	7
Saúde	8
Materiais Básicos	9
Tecnologia da Informação	10

Importante ressaltar que vários estudos sobre dividendos no Brasil não consideram o setor financeiro no IBOVESPA, por ter características distintas de outros setores da economia, como destaca o artigo de Forti et al. (2015, p. 168) no qual “foram analisados todos os setores de atividade, exceto o financeiro, por possuir particularidades quanto à natureza da estrutura de capital e por sua regulação restrita e diferenciada”.

No entanto, ressalta-se que o setor financeiro é amplo e corresponde a grande parte da economia brasileira e dentro do setor cadastrado como “Financeiro” na B3, corresponde também a outras empresas que não somente Instituições Financeiras, como:

- a) Administradoras de Shoppings Centers (Ex. MULT3, IGTI3, ALSO3).
- b) Empresas de Adquirência e Meios de Pagamento (CIEL3).

### 3.2 Análise de dados

- a) todos os dados deste estudo foram extraídos da base de dados Comdinheiro;
- b) foi utilizado o software Gretl para análise econométrica;
- c) foi criada uma planilha de controle e cálculos das variáveis para este estudo que foram analisadas.

Tabela 4  
**Variáveis utilizadas para o estudo**

	<b>Variáveis</b>	<b>Descrição</b>
A	Ano (2018 a 2022)	Exercícios analisados – 5 anos
B	Ações	75 empresas do IBOVESPA (jan/2023)
C	Setor econômico (definido pela B3)	Setores definidos pela B3: 10 ao todo
D	Controle	Empresa de controle Público ou Privado
E	LL	Lucro Líquido em bilhões (R\$)
F	AT	Ativo Total em bilhões (R\$)
G	Proventos	Dividendos e JCP
H	Preço médio da ação (PMA)	PMA anualizado
I	Lucro por ação (LPA)	LPA anualizado
J	Proventos/preço da ação	Variável dependente

### 3.3 Equação

$$PA(Dy) = B0 + B1 * \ln AT + B2 * LPA + B3 * Contr. Público + B4 * Growth + B5 * Rk + B6 * Inv + (Bh * D_{Ano}) + (Bi * D_{setor})$$

Onde:

PA – Proventos/Preço da Ação (variável dependente)

lnAT – Variável Ativo Total em logaritmo natural

LPA – Lucro por ação

Contrl. Público – empresas de Controle Público

Growth – Crescimento

Rk – Risco

Inv - Investimentos

Bh – Número de anos do estudo (5 anos)

Bi – Número de setores analisados no estudo (10 setores)

## 4 Análise descritiva

Nas tabelas que seguem estão as análises descritivas realizadas entre os 10 setores econômicos da amostra estudada:

Tabela 5  
**Petróleo, Gás e Biocombustíveis (Setor 1)**  
**Número de empresas do Setor: 5**

	LL (R\$ Bilhões)	AT (R\$ Bilhões)	ROE	PAYOUT	Proventos	Desvio Padrão	PMA	LPA	Provento/PA
Média	16,4	217,1	19,19	45,58	1,61	0,76	15,70	3,97	0,09
Mediana	2,21	33,9	17,43	29,94	0,86	0,46	16,97	2,38	0,05
Desvio Padrão	42,4	372,9	12,06	43,30	3,37	1,40	6,42	4,11	0,16
Mínimo	0,2	1,5	2,01	0,00	0,00	0,00	1,67	0,37	0,00
Máximo	189,1	987,4	51,87	148,24	16,77	7,02	27,28	16,85	0,74

Tabela 6  
**Utilidade Pública (Setor 2)**  
**Número de empresas do Setor: 11**

	LL (R\$ Bilhões)	AT (R\$ Bilhões)	ROE	PAYOUT	Proventos	Desvio Padrão	PMA	LPA	Provento/PA
Média	2,81	54,3	18,58	46,38	1,29	0,58	22,53	3,69	0,10
Mediana	2,31	43,5	18,80	37,75	1,00	0,49	20,93	3,19	0,05
Desvio Padrão	2,28	50,2	9,02	41,61	1,24	0,38	13,36	2,48	0,17
Mínimo	0,380	8,6	2,74	0,00	0,00	0,00	1,59	0,24	0,00
Máximo	13,3	270,2	37,55	210,87	4,85	1,56	48,68	14,29	0,90

Tabela 7  
**Financeiro (Setor 3)**  
**Número de empresas do Setor: 13**

	LL (R\$ Bilhões)	AT (R\$ Bilhões)	ROE	PAYOUT	Proventos	Desvio Padrão	PMA	LPA	Provento/PA
Média	5,5	282,2	17,39	68,38	1,04	0,44	19,13	2,45	0,063
Mediana	3,2	48,1	12,41	47,45	0,64505	0,3938723	19,34	1,46	0,058
Desvio Padrão	6,7	517,2	20,93	149,92	1,0269126	0,31280644	10,39	2,47	0,055
Mínimo	-0,347	5,4	2,4707	-149,61	R\$ 0,00	0,00%	1,62	-0,13	0,00
Máximo	29,8	2.000,77	126,86	1.093,93	R\$ 4,17	127,78%	43,10	10,46	0,30

No setor Financeiro, nota-se o *Payout* máximo de 1.093,93% que é referente ao exercício de 2022 de IGTI11, que obteve o menor lucro do período analisado de R\$ 12,8 milhões, no entanto, a empresa distribuiu mais de R\$ 130 milhões de proventos ao longo do mesmo período.

Apesar de ter encontrado esse resultado em 2 (duas) bases de dados diferentes (Comdinheiro e Econômica), não estão disponíveis essas informações na página eletrônica de Relações com Investidores (RI) do Iguatemi. Uma mensagem foi encaminhada para os diretores de RI e financeiro, no entanto, não houve resposta.

As Tabelas 8, 9 e 10 mostram mais 3 setores econômicos da amostra, que são: Consumo Não Cíclico (4), Comunicações (5) e Consumo Cíclico (6).

Tabela 8

**Consumo Não Cíclico (Setor 4)****Número de empresas do Setor: 10**

	LL (R\$ Bilhões)	AT (R\$ Bilhões)	ROE	PAYOUT	Proventos	Desvio Padrão	PMA	LPA	Provento/PA
Média	2,9	58,0	29,94	-18,42	0,74	0,39	22,49	2,07	0,04
Mediana	1,1	46,5	15,68	28,32	0,50	0,21	18,25	1,38	0,03
Desvio Padrão	5,0	51,2	65,19	343,67	0,89	0,41	14,43	2,97	0,05
Mínimo	-4,4	5,8	-59,30	-2.392,42	0,00	0,00	4,31	-5,50	0,00
Máximo	20,5	208,1	420,03	105,12	3,16	1,65	68,54	10,01	0,28

Tabela 9

**Comunicações (Setor 5)****Número de empresas do Setor: 1**

	LL (R\$ Bilhões)	AT (R\$ Bilhões)	ROE	PAYOUT	Proventos	Desvio Padrão	PMA	LPA	Provento/PA
Média	5,8	110,8	8,25	104,75	3,41	0,74	37,32	3,45	0,09
Mediana	5,0	108,7	7,10	113,58	3,42	0,79	40,00	2,96	0,09
Desvio Padrão	1,9	6,5	2,59	22,60	0,25	0,36	5,97	1,13	0,02
Mínimo	4,06	102,5	5,93	70,82	3,06	0,25	28,71	2,44	0,07
Máximo	8,9	119,1	12,47	125,29	3,74	1,17	43,88	5,29	0,13

Tabela 10

**Consumo Cíclico (Setor 6)****Número de empresas do Setor: 12**

	LL (R\$ Bilhões)	AT (R\$ Bilhões)	ROE	PAYOUT	Proventos	Desvio Padrão	PMA	LPA	Provento/PA
Média	317,6	15,6	-34,96	91,41	0,51	0,40	25,13	0,82	0,03
Mediana	403,4	11,6	9,76	27,13	0,43	0,32	20,50	0,93	0,01
Desvio Padrão	1,03	12,5	278,12	1.034,59	0,53	0,35	18,14	1,71	0,04
Mínimo	-5,8	1,04	2.127,61	-3.541,35	0,00	0,01	2,49	7,10	0,00
Máximo	2,04	65,7	31,56	7.136,72	1,84	1,54	82,82	4,76	0,23

Oportuno ressaltar o resultado de *Payout* da Cyrela (CYRE3) de 2018 no valor de 7.136,72%. Para verificar se esse cálculo estava correto, foi acessado o site de RI da Cyrela (2018).

Total de proventos (Cyre3-2018) por ação de R\$ 1,1196

Total de ações ON\_PN emitidas- 384.229.000 -

Total de proventos Distribuídos para os acionistas - R\$ 1,1196 \* 384.229.000 = R\$ 430.182.788,40

Lucro líquido do Exercício = R\$ 6,028 milhões

*Payout* = 7.136%

A Tabela 11 apresenta o setor econômico da amostra, contendo os Bens Industriais (7) e os Pagamentos Proventos CCRO3 em 2020 na Tabela 11

Tabela 11

**Bens Industriais (Setor 7)**

**Número de empresas do Setor: 7**

	LL (R\$ Bilhões)	AT (R\$ Bilhões)	ROE	PAYOUT	Proventos	Desvio Padrão	PMA	LPA	Provento/PA
Média	-484,7	27,5	-7,81	51,89	0,15	0,10	18,82	0,53	0,01
Mediana	179,3	19,9	9,29	0,00	0,00	0,04	17,79	0,08	0,00
Desvio Padrão	2,98	14,9	132,02	192,08	0,24	0,12	9,20	1,95	0,02
Mínimo	-10,8	10,0	-754,68	-15,09	0,00	0,00	6,10	8,60	0,00
Máximo	4,2	56,7	76,58	1.130,19	0,76	0,45	44,58	2,09	0,09

Com relação ao setor de Bens Industriais, nota-se também um *Payout* Máximo durante o período analisado de 1.1130,19%. Este resultado se deve a empresa CCRO3 que, no exercício de 2020 reportou o menor lucro nos 5 anos analisados de R\$ 86 milhões, porém, foram distribuídos R\$ 973,24 milhões em proventos no mesmo exercício, conforme mostra a Tabela 11.

Tabela 12

**Pagamentos Proventos CCRO3 em 2020**

Exercício	Lucro (R\$ Milhões)	Valor do Provento por Ação	Montante do Provento (R\$ mil)	Data de Início de Pagamento	Quantidade de Ações no Período	Data Recorde	Ex- Dividendos
2020	191.032	0,297	600.000	23/04/2020	2.020.000.00 0	09/04/202 0	13/04/2020
2020	191.032	0,297	373.243	30/10/2020	2.020.000.00 0	01/10/202 0	02/10/2020

Fonte: Relação de Investidores da Companhia de Concessões Rodoviárias (Grupo CCR).

O resultado reforça o que diz a literatura, na qual em 2020, ano do início da pandemia da COVID-19 foi o menor resultado financeiro para CCRO3 dentro do período analisado de 5 anos, mas, a empresa decidiu pagar bons proventos para os seus acionistas.

A Tabela 13 apresenta o setor Saúde (8).

Tabela 13  
**Saúde (Setor 8)**  
**Número de empresas do Setor: 5**

	LL (R\$ Bilhões)	AT (R\$ Bilhões)	ROE	PAYOUT	Proventos	Desvio Padrão	PMA	LPA	Provento/PA
Média	556,9	12,9	15,36	60,78	0,84	0,56	20,08	1,16	0,04
Mediana	397,0	10,5	14,68	51,14	0,72	0,22	20,97	1,15	0,04
Desvio									
Padrão	521,6	13,9	6,68	35,91	0,97	0,63	8,05	0,73	0,05
Mínimo	-775,3	3,4	-1,59	0,00	0,00	0,06	5,33	-0,11	0,00
Máximo	1.698,3	73,2	29,59	152,48	4,80	1,92	38,76	2,69	0,25

A Tabela 14 apresenta o setor Materiais Básicos (9).

Tabela 14  
**Materiais Básicos (Setor 9)**  
**Número de empresas do Setor: 10**

	LL (R\$ Bilhões)	AT (R\$ Bilhões)	ROE	PAYOUT	Proventos	Desvio Padrão	PMA	LPA	Provento/ PA
Média	8,32	89,3	23,44	36,65	2,35	1,42	22,36	4,15	0,11
Mediana	2,2	53,9	12,39	30,68	0,91	0,52	15,63	1,95	0,06
Desvio									
Padrão	22,2	119,8	52,93	94,35	5,63	3,20	17,37	6,98	0,25
Mínimo	-10,7	7,6	146,03	-164,70	0,00	0,02	4,93	-8,81	0,00
Máximo	121,3	499,1	225,05	583,58	37,40	15,98	77,70	25,07	1,79

A Tabela 15 apresenta o último setor que é o da Tecnologia da Informação (10).

Tabela 15  
**Tecnologia da Informação (Setor 10)**  
**Número de empresas do Setor: 1**

	LL (R\$ Bilhões)	AT (R\$ Bilhões)	ROE	PAYOUT	Proventos	Desvio Padrão	PMA	LPA	Provento/PA
Média	292,7	6,3	8,86	49,96	0,31	0,20	21,92	0,69	0,02
Mediana	294,9	5,1	8,50	41,07	0,31	0,25	23,61	0,62	0,01
Desvio									
Padrão	173,5	3,7	2,75	20,06	0,07	0,12	9,70	0,29	0,01
Mínimo	60,6	2,3	4,71	35,88	0,21	0,07	9,08	0,37	0,01
Máximo	523,6	10,6	11,41	84,44	0,42	0,34	32,73	1,10	0,03

Outro ponto validado nas análises de estatística descritiva é a correlação entre o LPA (Lucro por ação) e a variável dependente Provento/Preço Médio da Ação, que foi rodado setorialmente para conferir se há ou não alta correlação entre as 2 variáveis.

A Tabela 16 apresenta a correlação do lucro por ação versus o provento/preço médio por ações.

Tabela 16

**Correlação LPA x Provento/PA**

Petróleo, Gás e Biocombustíveis	0,53
Utilidade Pública	0,44
Financeiro	0,10
Consumo Não Cíclico	0,48
Comunicações	0,90
Consumo Cíclico	0,40
Bens Industriais	0,35
Saúde	0,28
Materiais Básicos	0,46
Tecnologia da Informação	-0,03
<b>Média</b>	<b>0,47</b>

*Nota.* Foi auferida uma correlação média entre as 2 variáveis de 0,467.

**4.1 Resultados obtidos nas Regressões realizadas**

As regressões foram realizadas em MQO.

Tabela 17

**Regressão com Ativo Total (In), Controle Público e LPA****Modelo 1: MQO usando as observações 1-375**

Variável Dependente: Provento\_Acao

	<u>Coefficiente</u>	<u>Erro Padrão</u>	<u>Razão-T</u>	<u>P-valor</u>	<u>Significância</u>
Const	0,173	0,105002	1,648	0,1003	
Ln_At	-0,00642465	0,11437022	-1,47	0,1424	
Controle_Público	0,0959733	0,022946	4,183	3,60E-05	***
LPA	0,0154561	0,00164676	9,386	6,48E-19	***

A regressão verifica que há significância estatística a 1% para as variáveis Controle\_Público e Lucro por Ação (LPA).

Para as regressões foi utilizada a variável dependente Provento\_PA (Provento/ Preço médio anual da ação) como mostra a Tabela 18.

Tabela 18

**Incluído Dummies de Ano****Modelo 2: MQO, usando as observações 1-375**

Variável Dependente: Provento Acao

Omitido por colinearidade exata: Dano 2022

	Coefficiente	Erro Padrão	Razão-T	P-valor	Significância
Const	0,156	0,1073	1,453	0,1472	
Ln_At	-0,006	0,0044	-1,364	0,1734	
Controle_Público	0,0952	0,053	4,131	4,47E-05	***
LPA	0,0154	0,0016	9,162	3,71E-10	***
D_ano_2018	0,0186	0,0185	1,005	0,3154	
D_ano_2019	0,0084	0,0185	0,4563	0,6484	
D_ano_2020	0,001657	0,0185	0,0896	0,9287	
D_ano_2021	0,0072	0,0184	0,3918	0,6954	

A regressão com a inclusão de *Dummies* por ano verifica novamente que há significância estatística a 1% para as variáveis Controle\_Público e Lucro por ação (LPA).

A Tabela 19 apresenta a inclusão de *Dummies* Setoriais.

Tabela 19

**Incluído Dummies Setoriais****Modelo 3: MQO usando as observações 1-375**

Variável Dependente: Provento Acao

Omitido por colinearidade exata: D\_ano\_2022 e Dsetor\_10

	Coefficiente	Erro Padrão	Razão-T	P-valor	Significância
Const	0,279902	0,1305	2,145	0,0326	**
Ln_At	-0,0123714	0,0053	-2,334	0,0201	**
Controle_Público	0,112024	0,0263	4,247	2,77e-05	***
LPA	0,0144932	0,0018	8,045	1,29e-014	***
Dano_2018	0,0154932	0,01862	0,832	0,406	
Dano_2019	0,0059837	0,01853	0,3229	0,747	
Dano_2020	-0,00112999	0,01858	-0,0608	0,9515	
Dano_2021	0,00718194	0,01849	0,3885	0,6979	
Dsetor_1	0,0309966	0,0565	0,5482	0,5839	
Dsetor_2	0,0644477	0,05447	1,183	0,2375	
Dsetor_3	0,0499757	0,0544	0,918	0,3592	
Dsetor_4	0,0273123	0,054	0,5056	0,6135	
Dsetor_5	0,025423	0,054	0,4704	0,6383	
Dsetor_6	0,012391	0,0526	0,2354	0,814	
Dsetor_7	0,0271535	0,545	0,4976	0,6191	
Dsetor_8	0,00911509	0,0553	0,1647	0,8693	
Dsetor_9	0,0734533	0,0731	1,004	0,3163	

Com a inclusão das variáveis *dummies* setoriais, a regressão verifica novamente que há significância estatística a 1% para as variáveis Controle\_Público e Lucro por ação (LPA), além de 5% para a variável Ln\_AT (log Ativo Total), assim como para a constante.

A Tabela 20 apresenta as variáveis conjuntas entre Controle Público e Ano.

Tabela 20

**Análise de uso de variável conjunta (Ano x Empresas de Controle Público)**

Modelo 4: MQO, usando as observações 1-375

Variável Dependente: ProventoPA

	Erro		Razão-T	P-valor	Significância
	Coefficiente	Padrão			
Const	0,03774	0,0048	7,801	6,37E-14	***
ContrPublicox2018	0,367704	0,037004	9,937	8,95E-21	***
ContrPublicox2019	0,0358	0,037004	0,9677	3,34E-01	
ContrPublicox2020	0,030573	0,037004	0,8312	4,06E-01	
ContrPublicox2021	0,0747271	0,037004	2,019	0,0442	**
ContrPublicox2022	0,0196533	0,037004	0,5311	0,5957	

Na regressão utilizada com variáveis conjuntas Controle\_Público e Ano, verifica-se que há significância estatística a 1% para as ControlePublicox2018 e de 5% para a variável ControlePublicoxX2021. Analisando os resultados, verifica-se que houve um melhor desempenho na distribuição de proventos de empresas de controle público nos respectivos anos, frente as empresas privadas da amostra.

A Tabela 21 apresenta o uso da variável conjunta com inclusão do In Ativo e LPA.

Tabela 21

**Uso de variável conjunta incluindo Ln\_Ativo e LPA**

Modelo 5: MQO usando as observações 1-375

Variável Dependente: ProventoPA

	Erro		Razão-T	P-valor	Significância
	Coefficiente	Padrão			
Const	0,1371	0,08418	1,629	0,1042	
ControPublicox2018	0,3758	0,03757	10	5,44E-21	***
ControPublicox2019	0,0444	0,03766	1,179	0,2393	
ControPublicox2020	0,03915	0,03760	1,041	0,2985	
ControPublicox2021	0,0831	0,03760	2,211	0,0276	**
ControPublicox2022	0,0289	0,03778	0,7665	0,4438	
LN_AT	-0,004	0,00350	-1,167	0,2442	
LPA	-0,0004	0,00132	-0,3059	0,7598	

Nessa regressão foram incluídas as variáveis Lucro por ação (LPA) e Ln\_AT (log Ativo Total), mantendo as mesmas variáveis com significâncias apresentadas na regressão anterior.

A Tabela 22 apresenta o subconjunto de empresas após a regressão.

Tabela 22

**Subconjunto de Empresas****Modelo 6: MQO usando as observações 1-375**

Variável Dependente: Provento\_Acao

Omitido por colinearidade exata: Tecnologia da Informacao

	Erro			
	Coefficiente	Padrão	Razão-T	P-valor Significância
Const	0,0464	0,1062	0,4368	0,6625
Ln_At	-0,0002	0,0043	-0,06534	0,9479
LPA	-0,0005	0,0015	-0,3599	0,7191
PetroleoGas	0,002	0,0496	0,04072	0,9675
Financeiro	0,0202	0,0475	0,4259	0,6704
ConsumoNaoCiclico	-0,0219	0,0472	-0,4635	0,6433
UtilidadePublica	0,0636	0,0471	1,348	0,1784
ConsumoCiclico	-0,0009	0,04615	-0,01981	0,9842
BensIndustriais	-0,0159	0,0478	-0,3342	0,7384
Saude	-0,0089	0,04852	-0,1837	0,8544
MateriaisBasicos	-0,0033	0,0475	-0,0702	0,9441
Comunicacoes	0,0385	0,0639	0,6032	0,5468

Não foi verificada significância para a regressão com as variáveis de subconjunto de empresas LN\_AT e LPA.

Após todas as regressões, foi verificada a significância para a variável Controle Público acentuada na maioria em todas as regressões em que ela foi incluída.

Foi omitido o setor Tecnologia da Informação por colinearidade exata. Isso significa que dada a correlação perfeita entre 2 variáveis independentes, uma delas é excluída na regressão para evitar viés na análise de dados, bem como evitar dificuldade na interpretação dos resultados.

#### 4.2 Análise setorial das empresas públicas

Após verificar a significância de 1% de empresas de Controle Público, foi analisada cada empresa com seus pares setoriais dentro do IBOVESPA.

Apesar de a regressão de variável conjunta entre Controle Público x Ano ter apresentado significâncias para os anos de 2018 e 2021, o presente capítulo visa analisar o que ocorreu no último exercício analisado do estudo (2022) e verificar se as empresas de Controle Público pagaram mais que os demais pares setoriais versus o exercício imediatamente anterior, em linha com o estudo apresentado na Introdução que o ano de 2022 foi recorde para o pagamento de proventos.

Tabela 23

**PETROBRAS – PETR4 (Setor Petróleo, Gás e Biocombustíveis)**

<b>Variação 2021 X 2022</b>					
<b>Petróleo, Gás e Biocombustíveis</b>	<b>Controle</b>	<b>LL</b>	<b>LPA</b>	<b>Proventos</b>	<b>Dividend Yield</b>
PETR4	Público	76,21 %	76,21%	196,63%	74,16%
CSAN3	Privado	-55,58%	-55,53%	-32,29%	2,20%
PRIO3	Privado	157,09%	339,32%	0,00%	0,00%
VBBR3	Privado	-38,45%	-37,74%	-57,73%	4,66%
UGPA3	Privado	108,18%	107,45%	-8,93%	4,47%

Nota-se que PETR4 teve um desempenho superior aos seus pares setoriais do setor privado e, especificamente, nas variáveis do estudo de Proventos e *Dividend Yield* (Proventos/Preço Médio da Ação).

Tabela 24

**Banco do Brasil – BBAS3 (Setor Financeiro)**

<b>Variação 2021 X 2022</b>					
<b>Financeiro</b>	<b>Controle</b>	<b>LL</b>	<b>LPA</b>	<b>Proventos</b>	<b>Dividend Yield</b>
BBAS3	Público	51,34%	51,33%	84,08%	12,78%
ITUB4	Privado	8,29%	8,06%	26,39%	4,09%
BBDC4	Privado	-9,25%	-17,63%	-59,00%	2,38%
SANB11	Privado	-7,84%	-7,46%	-19,13%	7,60%
BPAC11	Privado	24,58%	24,69%	66,93%	2,77%

O Banco do Brasil teve um desempenho superior aos seus pares do setor privado e com todas as métricas melhores que os concorrentes. Cabe ressaltar que lucro líquido e lucro por ação foram o dobro do segundo colocado.

Tabela 25

**Empresas do Setor de Utilidade Pública (2022 x 2021)**

<b>Ut. Pública</b>	<b>Controle</b>	<b>LL</b>	<b>LPA</b>	<b>Proventos</b>	<b>Dividend Yield</b>
ELET3	Público	-36,32%	-56,58%	-69,07%	1,78%
CMIG4	Público	8,98%	-16,11%	22,28%	13,37%
CPLE6	Público	-77,23%	-77,23%	-32,37%	13,16%
EQTL3	Privado	-55,37%	-60,07%	-11,11%	2,56%
ENEV3	Privado	-67,61%	-74,22%	0,00%	0,00%
ENGI11	Privado	-20,88%	-29,64%	0,00%	0,00%
EGIE3	Privado	70,26%	70,26%	67,17%	7,60%
TAEE11	Privado	-34,53%	-34,53%	7,79%	13,51%
CPFE3	Privado	7,52%	7,52%	-12,40%	10,22%
ENBR3	Privado	-48,78%	-47,80%	119,38%	10,91%

As outras empresas de Controle Público que estão elencadas dentro do setor de Utilidade Pública (CPLE6, CMIG4, ELET3) não apresentaram resultados financeiros e de distribuição de proventos superiores aos seus pares setoriais de composição acionária privada.

Dados os resultados de PETR4 e BBAS3, foram analisados as Notas Explicativas e os Relatórios da Administração mais recentes de ambas (consolidado de 2022), como mostram os pontos a serem ressaltados:

### **BBAS3 (Banco do Brasil)**

O Banco do Brasil (2023, p. 16 e 39) alcançou lucro líquido de R\$ 29,8 bilhões em 2022, aumento de 51,3% em relação a 2021. O resultado foi positivamente influenciado pelos desempenhos do crédito com mix adequado e dos ativos da liquidez, aplicações interfinanceiras e operações com títulos e valores mobiliários, que refletiram no aumento do resultado da intermediação financeira, reforçado pelo crescimento das receitas com prestação de serviços, ao passo que as despesas administrativas permaneceram sob controle.

Além de um resultado que remunera acionistas e sustenta o crescimento do crédito, foram alcançados R\$ 80,1 bilhões, elevação de 35,9% em um ano, em valor adicionado à sociedade, quando considerados impostos, salários, dividendos e demais componentes

Para o exercício de 2023, foi aprovado o percentual de 40% do lucro líquido, ajustado conforme disposto nas letras “a” e “b” do inciso I do artigo 202 da Lei n. 6.404 (1976), a ser distribuído via dividendos e/ou Juros sobre Capital Próprio (JCP), tendo como balizadores o resultado do Banco, sua condição financeira, a necessidade de caixa, o Plano de Capital e suas metas e respectivas projeções...

O total destinado aos acionistas no exercício 2022 foi de R\$ 11,8 bilhões. O valor por ação destinado aos acionistas foi de R\$ 4,138.

### **PETR4 (Petrobras)**

Na Petrobras (2023, p. 4) foram alcançados recordes superlativos: lucro líquido e EBITDA, sigla referente a *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* recorrentes de, respectivamente, US\$ 34 bilhões e US\$ 67 bilhões, os quais, ainda que positivamente impactados pelo ambiente externo favorável, são resultados de diversas ações gerenciais relevantes tomadas ao longo dos últimos anos, uma vez que o preço do petróleo já esteve em patamares similares aos de 2022, sem que os mesmos resultados fossem observados.

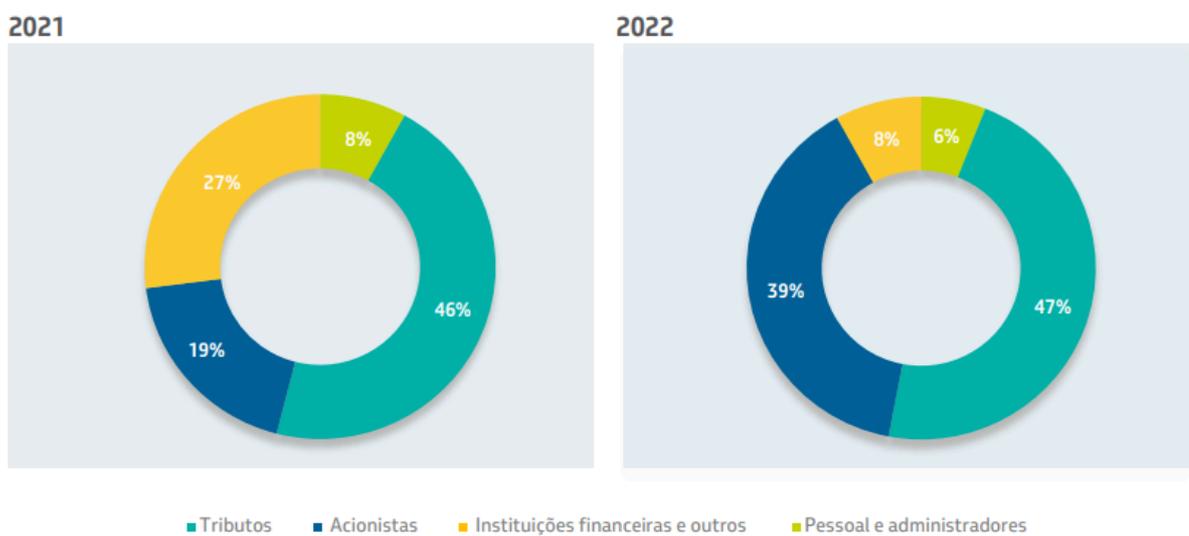
O lucro líquido em 2022 foi de R\$ 188,3 bilhões, comparado a R\$ 106,7 bilhões em 2021. Esse aumento se deve principalmente à alta de 43% do *Brent*, maiores margens de derivados, melhor resultado financeiro e ganhos com acordos de coparticipação em campos da

Cessão Onerosa, parcialmente compensado por maior recolhimento de impostos e ausência de ganhos com reversão de *impairment*.

Foi encaminhada para a apreciação da Assembleia Geral Ordinária (AGO) de 2023, que foi realizada em abril de 2023, a proposta de pagamento de remuneração adicional aos acionistas, em forma de dividendos, no montante de R\$ 35,8 bilhões, que, somados as antecipações, totalizam R\$ 222,6 bilhões.

A Figura 2 mostra o gráfico da distribuição de valor que foi gerada pela Petrobras.

#### DISTRIBUIÇÃO DO VALOR GERADO (%)



**Figura 2.** Distribuição do Valor Gerado pela Petrobras (2021 x 2022)

Nota-se que a distribuição para os acionistas foi o dobro em 2022 versus 2021 (39% x 19%).

### 4.3 Payout

Outra métrica importante para validar se houve aumento na distribuição de proventos em cada exercício é a da análise de *payout*. O *payout* é o percentual distribuído do lucro líquido para os acionistas da empresa em forma de proventos.

A Tabela 26 mostra anualmente o pagamento de proventos da Petrobras, na qual verifica-se um incremento muito acentuado do *payout* no exercício de 2022.

Tabela 26  
**PETR4 (Em bilhões R\$)**

<b>Data</b>	<b>Payout</b>	<b>Lucro Líquido</b>	<b>Total Proventos</b>	<b>Disponibilidades</b>	<b>Patr. Líquido</b>
31/12/2022	115,72%	189,05	218,70	56,19	364,30
31/12/2021	68,74%	107,20	73,70	62,02	389,60
31/12/2020	0,10%	6,20	5,96	64,28	311,20
31/12/2019	29,94%	40,97	12,27	33,30	299,10
31/12/2018	43,97%	26,70	11,74	58,05	283,50

Interessante observar que houve uma distribuição de proventos acima do lucro líquido do exercício de 2022 de R\$ 189 bilhões com um total de proventos de quase R\$ 219 bilhões, ou 115% do Lucro Líquido (*payout*). Além disso, comparando com o ano anterior de 2021, nota-se que a distribuição de proventos foi maior em R\$ 145 bilhões em 2022, **196,7%** de aumento.

Na Tabela 27 foram adicionadas informações de disponibilidades e Patrimônio líquido por exercício, em que se constata que houve uma diminuição de ambos ao longo do exercício de 2022 da ordem de R\$ 31 bilhões. Essa análise tenta verificar de onde saíram os recursos para o pagamento de proventos acima do lucro líquido e essa movimentação nos itens analisados é bastante próxima ao total de proventos distribuídos em 2022.

Tabela 27  
**BBAS3 (Em bilhões R\$)**

<b>Data</b>	<b>Payout</b>	<b>Lucro Líquido</b>	<b>Total Proventos</b>	<b>Disponibilidades</b>	<b>Patr. Líquido</b>
31/12/2022	39,87%	29,85	11,9	68,82	163,07
31/12/2021	32,78%	19,72	6,46	54,49	146,11
31/12/2020	31,69%	13,29	4,21	176,18	127,83
31/12/2019	38,52%	18,90	7,27	71,93	109,97
31/12/2018	28,04%	15,08	4,23	60,32	104,53

Com relação ao Banco do Brasil, verifica-se um comportamento mais estável ao longo do período de 5 exercícios analisados, com média de 34,18%. O *Payout* próximo de 40% para o exercício de 2022 é encontrado, inclusive, no relatório de administração do BB elencado anteriormente neste mesmo estudo. Ao contrário da Petrobrás, nota-se um incremento do Patrimônio Líquido e Disponibilidades (2021 x 2022).

No entanto, o exercício de 2022 teve o maior *payout* do período analisado e um acréscimo de 21,62% com relação ao ano anterior (2021) e dado o desempenho do lucro líquido maior em 2022 de 51,36%, a distribuição de proventos no último exercício foi ainda maior,

com um acréscimo de 84,21%, quase dobrando o valor distribuído em proventos, ou seja, um incremento nominal de R\$ 5,44 bilhões.

#### 4.4 Comparação do *Payout* com pares internacionais

A Tabela 28 apresenta comparação de *payout* com as principais empresas concorrentes da Petrobras (PETR4) e Banco do Brasil (BBAS3) no mercado norte-americano de empresas listadas na *New York Stock Exchange (NYSE)*.

Para a Petrobras foram elencadas as 3 principais empresas petrolíferas norte-americanas de exploração e extração de petróleo; *Exxon Mobil*, *Chevron Texaco* e *Conoco Philips*, durante o exercício de 2022.

Tabela 28

##### **Pares Internacionais de PETR4 (Exercício 2022)**

<b>Empresas</b>	<b><i>Payout</i></b>	<b>Lucro</b>	
		<b>Líquido</b>	<b>Convenção</b>
Chevron	31,26	35,47	US GAAP
Exxon Mobil	26,57	55,74	US GAAP
Petrobrás	115,72	36,23	IFRS
Conoco Philips	35,21	18,68	US GAAP

*Nota.* PETR4 – Lucro Líquido ajustado pela Ptax 31/12/2022 – R\$ 5,2170 (USD/BRL)

Mesmo com a comparação com pares internacionais, verifica-se um *payout* de Petrobrás acentuado.

A média de *payout* dos pares internacionais da Petrobrás é de 31,01%, em que se verifica que PETR4 teve um *payout* superior de 273,17% que os demais concorrentes estrangeiros da amostra.

Para o Banco do Brasil há na Tabela 29 a apresentação de 4 Instituições financeiras norte-americanas listadas na NYSE. São elas: *Bank of America*, *Citigroup*, *J.P. Morgan Chase*, *Wells Fargo*.

Tabela 29

##### **Pares Internacionais de Banco do Brasil (Exercício 2022)**

<b>Empresas</b>	<b><i>Payout</i></b>	<b>Lucro</b>	
		<b>Líquido</b>	<b>Convenção</b>
Bank Of America	25,49	27,53	US GAAP
JP Morgan	31,52	37,68	US GAAP
Citigroup	26,71	14,85	US GAAP
Wells Fargo	34,46	13,18	US GAAP
Banco do Brasil	39,87	5,72	IFRS

*Nota.* BBAS3 – Lucro Líquido ajustado pela Ptax de 31/12/2022 – R\$ 5,2170 (USD/BRL)

A média de *payout* dos pares internacionais de Banco do Brasil é de 29,54%, em que se verifica que BBAS3 teve um *payout* mais elevado de 39,87%. Acima dos demais concorrentes estrangeiros da amostra.

#### 4.5 Testes de robustez

No intuito de validar todos os resultados obtidos foram realizados novos cálculos para aprofundar as evidências encontradas.

a) Foi realizado um tratamento na base de dados, onde foram excluídos os resultados de empresas que não realizaram o pagamento de proventos a partir de 2 anos dentro do período analisado (2018-2022).

b) Uma variável *dummy*, da COVID quase foi criada para empresas que não pagaram proventos apenas nos anos de 2020 e 2021. No entanto, ao analisar as não pagadoras (Tabela 30), apenas 1 das 17 empresas da amostra não distribuiu resultados nos respectivos anos.

Tabela 30

#### **Empresas e Número de Exercícios sem distribuição de Proventos**

<b>Empresas</b>	<b>Ticker</b>	<b>Número Exercícios</b>	<b>Ano</b>
SUZANO	SUZB3	2	2020, 2021
RUMO	RAIL3	4	
ENEVA	ENEV3	5	
PETRORIO	PRI03	5	
BRASIL FOODS	BRFS3	5	
NATURA	NTCO3	4	
ENERGISA	ENGI11	5	
EMBRAER	EMBR3	4	
AZUL	AZUL3	5	
VIA VAREJO	VIIA3	4	
COGNA	COGN3	3	
MARFRIG	MRFG3	3	
ALPARGATAS	ALPA4	2	2019, 2022
MINERVA	BEEF3	2	2018, 2019
CVC	CVCB3	3	
ECORODOVIAS	ECOR3	4	
GOL	GOLL4	4	
IGUATEMI	IGTI11	4	

*Nota.* Elencado apenas os anos das empresas que não pagaram proventos por 2 anos

Com a análise desses dados, foi decidido manter na base os dados de Suzano (SUZB3) e excluído os dados das demais 17 empresas (22,7% do total da amostra).

Nota-se através dessa análise, que não houve alteração na decisão de realizar distribuição de proventos das empresas do IBOVESPA durante a pandemia da COVID-19, compreendido nos anos de 2020 e 2021, pois somente 1 empresa das 75 analisadas, não distribuiu nos respectivos anos.

Nesse sentido, foi decidido não ser necessário criar uma variável *dummy* para testar COVID.

c) Após o tratamento na base, foram realizadas todas as regressões novamente e foi encontrada significância estatística para a variável ROE a 1%, além de manter a mesma significância já encontrada para a variável Controle Público, conforme mostra a Tabela 31.

d) Como limitação do trabalho, dado a pequena amostra estudada, pode haver grandes distorções nos resultados.

Tabela 31

**Regressão com Base Tratada**

**Modelo 7: MQO usando as observações 1-375**

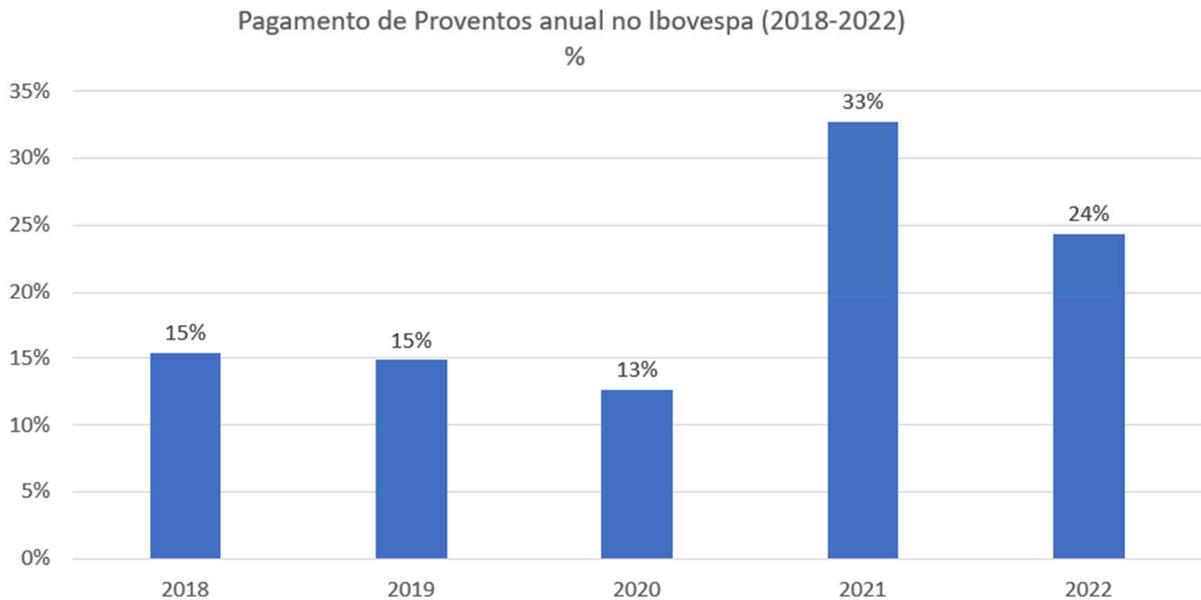
Variável Dependente: Provento\_Acao

Omitido por colinearidade exata: D\_ano\_2022 e Dsetor\_10

	<u>Coefficiente</u>	<u>Erro Padrão</u>	<u>Razão-T</u>	<u>P-valor</u>	<u>Significância</u>
Const	0,302	0,168			*
Ln_AT	-0,013	0,0069			**
ContrPublico	0,1376	0,031			***
D_ano_2018	0,0162	0,025			
D_ano_2019	0,003	0,024			
D_ano_2020	-0,0135	0,024			
D_ano_2021	0,01606	0,024			
Dsetor_1	0,0871	0,0684			
Dsetor_2	0,0983	0,064			
Dsetor_3	0,06854	0,065			
Dsetor_4	0,03885	0,0654			
Dsetor_5	0,054	0,06397			
Dsetor_6	0,0201	0,06278			
Dsetor_7	0,0227	0,07323			
Dsetor_8	0,0215	0,06481			
Dsetor_9	0,1179	0,086			
ROE	0,0013	0,0003			***

A nova regressão realizada após a base tratada verifica novamente significância a 1% para a variável Controle Público e também para ROE.

A Figura 3 apresenta o pagamento de proventos por exercício do IBOVESPA.



**Figura 3.** Pagamento de Proventos por Exercício no IBOVESPA

A referida figura corrobora com os resultados encontrados, pois apresenta resumidamente os pagamentos de proventos por exercício, em que os anos da pandemia da Covid-19 (2021) apresentam uma distribuição acima dos outros anos estudados no IBOVESPA.

## 5 Considerações Finais

Os resultados corroboram com a literatura, uma vez que as empresas não diminuem a distribuição de proventos para os acionistas em períodos economicamente recessivos e não foi constatada a alteração desse padrão ao longo da pandemia da COVID-19 nas empresas do IBOVESPA.

Dado o resultado das regressões, em que a variável controle público tem a maior significância estatística dentre todas as empresas analisadas da amostra realizada no IBOVESPA, nota-se que as empresas que possuem controlador estatal têm uma distribuição acima das demais empresas, evidenciando possivelmente que o acionista majoritário conta com esses recursos para pagamentos de despesas ordinárias em cada exercício.

Esse estudo pode produzir academicamente novos trabalhos no pós-pandemia, auxiliando em temas sobre o comportamento da distribuição de proventos das ações do IBOVESPA e em cenários de possíveis crises ou períodos economicamente recessivos.

Para pesquisas futuras, sugere-se a inclusão de recompras de ações separando a quantidade realizada em programas de recompra de empresas de capital aberto para cada exercício, a fim de saber o percentual total recebido pelos acionistas em conjunto com outros proventos.

## Referências

- Almeida, H., Fos, V., & Kronlund, M. (2016). The real effects of share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 119(1), 168-185. Recuperado de [https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X15001476?casa\\_token=hNG0cThdp7gAAAAA:DxK6LMsCSIUe0cY7f3HKCzY3UQLEefuN5BoG8C6fMh4JnfVmPsi9R1U9BWQjiH2R5qEGCofgzPM](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X15001476?casa_token=hNG0cThdp7gAAAAA:DxK6LMsCSIUe0cY7f3HKCzY3UQLEefuN5BoG8C6fMh4JnfVmPsi9R1U9BWQjiH2R5qEGCofgzPM)
- Amorim, G., Lima, N. C., & Brunozi, A. C., Jr., (2021). Distribuição de dividendos e valor de empresas listadas na B3. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 14(3), 003–018/019. <https://doi.org/10.14392/asaa.2021140301>
- Assaf, A., Neto, Ambrozini, M. A., & Lima, F. G. (2007). *Dividendos: Teoria e prática*. Ribeirão Preto: Inside Books.
- Assaf, A., Neto, & Lima, F. G. (2014). *Fundamentos de administração financeira* (3a ed.). São Paulo: Atlas.
- Banco do Brasil (2023). *Relatório Administração Banco do Brasil 2022*. Recuperado de [https://www.bb.com.br/docs/portal/secex/manualagoebb2023-Contas\\_e\\_Demonstracoes\\_Financeiras.pdf](https://www.bb.com.br/docs/portal/secex/manualagoebb2023-Contas_e_Demonstracoes_Financeiras.pdf)
- Bernardo, H. P., & Ikeda, R. H. (2013). O enigma dos dividendos e o risco sistemático. *Revista Universo Contábil*, 9(1), 104-120.
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *The journal of portfolio management*, 2(2), 5-8. Recuperado de <https://commeconvenu.net/wp-content/uploads/2018/10/The-dividend-puzzle-Fisher-Black-1976.pdf>
- Bruni, A. L., Gama, A., Famá, R., & Firmino, A. L. G. (2003). O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: Um estudo empírico no Brasil. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 3. Recuperado de <https://www.semanticscholar.org/paper/O-an%C3%BAnuncio-da-distribui%C3%A7%C3%A3o-de-dividendos-e-seu-sobre-Bruni-Gama/a4056cdfca6faf8a5814e08028939a8c34af1cc3>
- Chain, D. R., Januzzi, F. V., & Bouzan, P. M. (2022). Análise dos efeitos da covid-19 sobre o preço das ações de diferentes setores do mercado brasileiro. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 10(2), 22-41. Recuperado de <https://web.s.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=0&sid=f5e7d1ed-2e9b-450e-86bd-9830fa1ea6a7%40redis&bdata=Jmxhbm9cHQYnImc2l0ZT1laG9zdC1saXZl#AN=161431152&db=bth>
- Comdinheiro (2018 a 2023). Informações da Base de Dados. Recuperado de <http://www.comdinheiro.com.br>
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2018 a 2023). Informações da Base de Dados. Recuperado de <http://www.gov.br/cvm/pt-br>
- Companhia de Concessões Rodoviárias – CCR (2018 a 2023). Relações com Investidores.

Recuperado de <https://ri.grupoccr.com.br/informacoes/dividendos-e-historico/>

- Cyrela (2018). Histórico de proventos. Recuperado de <https://ri.cyrela.com.br/informacoes-financeiras/historico-de-proventos/>
- Dalmácio, F. Z., & Corrar, L. J. (2007). A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: Uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 1(1), 17-30.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2009). Corporate payout policy. *Foundations and Trends in Finance*, 3(2-3) 95-287. Recuperado de <https://econpapers.repec.org/article/nowfntfin/0500000020.htm>
- De Bortoli, D. (2016). Teoria do prospecto, traços da personalidade, teste de reflexão cognitiva e avaliação do perfil do investidor: Um estudo em finanças comportamentais. Recuperado de <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/167803/340643.pdf?Sequence=1>
- Do Valle, M. R., & Albanez, T. (2012). Juros altos, fontes de financiamento e estrutura de capital: o endividamento de empresas brasileiras no período 1997-2006. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(16), 49-72.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1988). Dividend yields and expected stock returns. *Journal of financial economics*, 22(1), 3-25.
- Famá, R., & Iovine, A. (2012). O que revelam os estudos publicados no Brasil sobre política de dividendos. *Revista de Administração de Empresas-RAE (Impresso)*, 52, 1-15.
- Ferreira, M. P., Cordeiro, J. F., Cruz, A. F. D., & Cunha, M. F. D. (2020). Impacto da recompra de ações no valor das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 24(1), 112-127. Recuperado de <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/UERJ/article/viewArticle/3386>
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26, 167-180. Recuperado de <https://www.scielo.br/j/rcf/a/CKNKLxyCdkmxyQzrthvNz3L/abstract/?lang=pt>
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 329-360.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics*, 99-105. doi: <http://dx.doi.org/10.2307/1927792>
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of finance*, 18(2), 264-272.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity?. *The journal of Business*, 75(3), 387-424.

- Instituto de Resseguros do Brasil – IRB* (2023). Relações com Investidores. Recuperado de <https://ri.irbre.com>
- Janus Henderson Investors. (2023). *Janus Henderson Global Dividend Index* (37th ed.). Recuperado de <https://www.janushenderson.com/en-be/advisor/insights/global-dividend-index/>
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado de [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)
- Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado de [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10303.htm#:~:text=L10303&text=LEI%20No%2010.303%2C%20DE%2031%20DE%20OUTUBRO%20DE%202001.&text=Altera%20e%20acrescenta%20dispositivos%20na,a%20Comiss%C3%A3o%20de%20Valores%20Mobili%C3%A1rios.](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm#:~:text=L10303&text=LEI%20No%2010.303%2C%20DE%2031%20DE%20OUTUBRO%20DE%202001.&text=Altera%20e%20acrescenta%20dispositivos%20na,a%20Comiss%C3%A3o%20de%20Valores%20Mobili%C3%A1rios.)
- Leite, M., Pamplona, E., Silva, T. P. da, Brandt, E. T., & Schlotfeldt, J. O. (2020). Determinantes do Pagamento de Dividendos nos Períodos de Prosperidade e Crise Econômica em Empresas Brasileiras. *Desafio Online*, 8(1). Recuperado de <https://desafioonline.ufms.br/index.php/deson/article/view/9151>
- Lima, L. A. D. O. (2020). Auge e declínio da hipótese dos mercados eficientes. *Brazilian Journal of Political Economy*, 23, 531-546.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
- Loss, L., & Sarlo, A., Neto. (2003). Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade & Finanças*, 14, 39-53.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Mota, D. C. (2007). *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10438/2311>

- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Petrobrás (2023). *Relatório Administração Petrobrás 2022*. Recuperado de <https://www.investidorpetrobras.com.br/apresentacoes-relatorios-e-eventos/relatorios-anuais/>
- Procianoy, J. L. (2006). A política de dividendos e o preço das ações. In G. Vargas, & R. P. C. Leal (Orgs.), *Gestão de investimentos e fundos* (pp. 39-164). Rio de Janeiro: Financial.
- Rabelo, G. B., Ponte, V. M. R., Viana, D. B. C., Jr., & Domingos, S. R. M. (2017). A distribuição de dividendos como ferramenta sinalizadora de desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 162-182. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/1170/117054197009.pdf>
- Rodrigues, D. R., Fodra, M., Ribeiro, K. D. S., & Cruz, A. F. (2019). Determinantes da distribuição de dividendos no Brasil: uma análise entre flexibilidade financeira e política de distribuição de resultados. *Contabilidade Vista & Revista*, 30(2), 84-112. Recuperado de <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/4800>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Lamb, R. (2015). *Administração financeira*. Porto Alegre: AMGH Editora.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- Santos, J. F. dos, & Galvão, K. da S. (2015). Política de dividendos e seus fatores determinantes: Evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. *Revista da FAE*, 18(1), 52-69. Recuperado de <https://revistafae.fae.edu/revistafae/article/view/31>
- Securities and Exchange Commission – SEC (2018 a 2023). Informações da Base de Dados. Recuperado de <https://www.sec.gov.br>
- Silva, C. P., & Machado, M. A. (2015). A influência da política de dividendos sobre a volatilidade das ações. *Revista de Contabilidade e Controladoria (RC&C)*, 7(3).
- Silveira, A. D. M. D., Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: Evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12, 763-788.
- Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: O efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/3058/305845303005.pdf>
- Zanon, A. R. M., Araújo, C. G. de, & Nunes, A. (2017). Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(3), 326-339. Recuperado de <https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/3844>

## Anexo

**Ações do IBOVESPA (composição janeiro de 2023) consideradas no estudo**

	<b>Ação</b>	<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>
1	PETR4	PETROBRÁS	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
2	VALE3	VALE	Materiais Básicos
3	ITUB4	BANCO ITAÚ	Financeiro
4	BBDC4	BRADESCO	Financeiro
5	B3SA3	B3	Financeiro
6	ABEV3	AMBEV	Consumo não Cíclico
7	BBAS3	BANCO DO BRASIL	Financeiro
8	ELET3	ELETOBRÁS	Utilidade Pública
9	RENT3	LOCALIZA	Consumo Cíclico
10	ITSA4	ITAÚSA	Financeiro
11	WEGE3	WEG	Bens Industriais
12	JBSS3	JBS	Consumo não Cíclico
13	BPAC11	BANCO BTG	Financeiro
14	HAPV3	HAPVIDA	Saúde
15	SUZB3	SUZANO	Materiais Básicos
16	EQTL3	EQUATORIAL	Utilidade Pública
17	LREN3	LOJAS RENNER	Consumo Cíclico
18	GGBR4	GERDAU	Materiais Básicos
19	RAIL3	RUMO	Bens Industriais
20	ENEV3	ENEVA	Utilidade Pública
21	RADL3	RAIA DROGASIL	Saúde
22	CSAN3	COSAN	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
23	PRI03	PETRORIO	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
24	VBBR3	VIBRA	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
25	BBSE3	BB SEGURIDADE	Financeiro
26	HYPE3	HYPERA PHARMA	Saúde
27	CMIG4	CEMIG	Utilidade Pública
28	VIVT3	VIVO	Comunicações
29	BRFS3	BRASIL FOODS	Consumo não Cíclico
30	SBSP3	SABESP	Utilidade Pública
31	CCRO3	CCR	Bens Industriais
32	KLBN11	KLABIN	Materiais Básicos
33	TOTS3	TOTVS	Tecnologia da Informação
34	UGPA3	ULTRAPAR	Petróleo, Gás e Biocombustível
35	MGLU3	MAGAZINE LUIZA	Consumo Cíclico
36	NTCO3	NATURA	Consumo não Cíclico
37	CPLE6	COPEL	Utilidade Pública
38	ENGI11	ENGIE	Utilidade Pública
39	SANB11	SANTANDER BRASIL	Financeiro
40	EGIE3	EGIE	Utilidade Pública
41	EMBR3	EMBRAER	Bens Industriais
42	TAEE11	TAESA	Utilidade Pública
43	CSNA3	CSN	Materiais Básicos
44	CRFB3	CARREFOUR BRASIL	Consumo não Cíclico
45	BRKM5	BRASKEM	Materiais Básicos
46	GOAU4	METALÚRGICA GERDAU	Materiais Básicos
47	CPFE3	CPFL	Utilidade Pública

Continua

			Conclusão
	<b>Ação</b>	<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>
48	MULT3	MULTIPLAN	Financeiro
49	CIEL3	CIELO	Financeiro
50	AZUL4	AZUL	Bens Industriais
51	BRAP4	BRADSPAR	Materiais Básicos
52	ENBR3	EDP BRASIL	Utilidade Pública
53	VIAA3	VIA VAREJO	Consumo Cíclico
54	FLRY3	FLEURY	Saúde
55	SLCE3	SLC AGRÍCOLA	Consumo não Cíclico
56	COGN3	COGNA	Consumo Cíclico
57	MRFG3	MARFRIG	Consumo não Cíclico
58	CYRE3	CYRELA	Consumo Cíclico
59	USIM5	USIMINAS	Materiais Básicos
60	ALPA4	ALPARGATAS	Consumo Cíclico
61	ARZZ3	AREZZO	Consumo Cíclico
62	BEEF3	FRIGORÍFICO MINERVA	Consumo não Cíclico
63	BPAN4	BANCO PAN	Financeiro
64	CVCB3	CVC BRASIL	Consumo Cíclico
65	DXCO3	DEXCO DURATEX	Materiais Básicos
66	ECOR3	ECORODOVIAS	Bens Industriais
67	EZTC3	EZTEC	Consumo Cíclico
68	GOLL4	GOL	Bens Industriais
69	IGTI11	IGUATEMI	Financeiro
70	MRVE3	MRV	Consumo Cíclico
72	QUAL3	QUALICORP	Saúde
73	SMTO3	SÃO MARTINHO	Consumo não Cíclico
74	YDUQ3	YDUQS	Consumo Cíclico
75	ALSO3	ALIANSCE SONAE	Financeiro