



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SERGIPE
CAMPUS PROFESSOR ALBERTO CARVALHO
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO**

THAIS MICHELLI NASCIMENTO OLIVEIRA

**ANÁLISE DAS VARIÁVEIS FINANCEIRAS QUE INFLUENCIAM A
DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS BRASILEIRAS COM ADR**

**ITABAIANA-SE
2024**

THAIS MICHELLI NASCIMENTO OLIVEIRA

**ANÁLISE DAS VARIÁVEIS FINANCEIRAS QUE INFLUENCIAM A
DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS BRASILEIRAS COM ADR**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Administração na Universidade Federal de Sergipe, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Área: Administração Financeira

Orientador: Prof. Dr. Antônio Vinícius Silva Caldas

ITABAIANA-SE
2024

THAIS MICHELLI NASCIMENTO OLIVEIRA

**ANÁLISE DAS VARIÁVEIS FINANCEIRAS QUE INFLUENCIAM A
DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS BRASILEIRAS COM ADR**

Aprovado em: ____/____/____

Banca Examinadora

Prof. Dr. Antônio Vinicius Silva Calda - Orientador
Doutorado em Administração

Profa. Dra. Valdice Barbosa de Queiroz Examinadora
Doutorado em Ciências da Educação

Prof. Me. Hiago da Silva Santos - Examinador
Mestre em Gestão da Informação e do Conhecimento

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, por me permitir concluir mais uma etapa tão importante na minha vida, por ser o meu guia e me ajudar a superar os momentos difíceis durante essa jornada.

Agradeço a minha mãe Glória, por todo apoio e incentivo durante essa jornada, torcendo pelo meu sucesso, incentivando a estudar e ir em busca dos meus objetivos, sua participação ativa em minha vida foi muito importante para meu crescimento.

Agradeço a todos os meus familiares, que torcem pelo meu sucesso, em especial in memoriam a vó Evanda, por ser um exemplo pra mim, por acreditar na minha capacidade e incentivo ao estudo, deixando um legado de humildade e honestidade.

Agradeço ao meu orientador, Vinícius Caldas, por todo suporte e dedicação, paciência e credibilidade depositada em minha capacidade durante a elaboração deste trabalho, o senhor foi importantíssimo para a concretização desta pesquisa.

Agradeço a todos os meus amigos, em especial a Elson, Claudia, Vitória, Ayla, Leandro e Naymara, por se tornarem uma família para mim e trilharam junto comigo este percurso, muito obrigada pela amizade de vocês, desejo muito sucesso para cada um.

Por fim, agradeço a todos que contribuíram direta ou indiretamente para o cumprimento desta etapa tão significativa da minha vida.

“Às vezes você tem quase que morrer por dentro, para se erguer de suas próprias cinzas e acreditar em si mesmo e amar a si mesmo para se tornar uma nova pessoa”.

Gerard Way

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
NYSE	Bolsa de Valores de Nova Iorque
B3	Brasil, Bolsa, Balcão

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 – Lista das 20 melhores empresas que pagaram dividendos no período de 2013 e 2022.	18
Quadro 2 – Lista de variáveis a serem tratadas nesta pesquisa	19
Tabela 1 - Resultado da média geral das empresas analisadas.....	21
Tabela 2 - Resultado das empresas dos segmentos de Bebida, alimentos e derivados.....	21
Tabela 3 - Resultado das empresas do segmento Banco.....	22
Tabela 4 – Resultado das empresas do segmento Petróleo.....	23
Tabela 5 - Resultado das empresas do segmento Siderurgia.....	23
Tabela 6 – Resultado das empresas do segmento Energia.....	24
Tabela 7 - Resultado das empresas de diversos setores.....	24
Tabela 8 - Resultado da regressão dos retornos das ações.....	25
Tabela 9 - Resultado da regressão dos dividend yield.....	26

Sumário

INTRODUÇÃO.....	11
1 TEORIA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	12
1.1 Teoria da relevância dos dividendos.....	14
1.2 Teoria da irrelevância dos dividendos.....	14
1.3 Teoria da sinalização.....	15
2 <i>PECKING ORDER THEORY</i>.....	16
3 CUSTOS DE AGÊNCIA E DIVIDENDOS.....	16
4 ESTUDOS SOBRE AS VARÁVEIS DETERMINANTES DAS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS.....	17
5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	18
6 RESULTADOS E ANÁLISE.....	20
7 CONCLUSÕES.....	27
REFERÊNCIAS.....	28

ANÁLISE DAS VARIÁVEIS FINANCEIRAS QUE INFLUENCIAM A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS BRASILEIRAS COM ADR¹

Thais Michelli Nascimento Olveira²

Antônio Vinicius Silva Caldas³

RESUMO

Este estudo pretende identificar as variáveis financeiras que se mostraram mais significativas para a distribuição de dividendos das empresas brasileiras emissoras de ADR, durante o período de 2013 e 2022. Secundariamente, objetivou-se analisar quais as empresas que distribuíram mais dividendos, durante o período de análise. Trata-se de um estudo descritivo, com abordagem quantitativa que analisou dados secundários de uma amostra de 20 firmas brasileiras emittentes de ADR na bolsa de Nova Iorque e que pagaram dividendos no período de 2013 e 2022. A técnica de análise foi os modelos de dados em painel, tratados no Excel e no software Stata 18. Conclui-se que as variáveis que foram determinantes na distribuição de dividendos foram retorno sobre o investimento (ROI), o retorno das ações e o nível de governança corporativa, sendo que as duas últimas influenciam negativamente.

Palavras-chave: ações. dividendos. variáveis financeiras. ADR.

ANALYSIS OF THE FINANCIAL VARIABLES INFLUENCING DIVIDEND DISTRIBUTION IN BRAZILIAN COMPANIES WITH ADR

This study aims to identify the financial variables that were most significant for the distribution of dividends by Brazilian companies issuing ADRs during the period from 2013 to 2022. Additionally, the objective was to analyze which companies distributed the most dividends during the analysis period. This is a descriptive study with a quantitative approach that analyzed secondary data from a sample of 20 Brazilian firms issuing ADRs on the New

York Stock Exchange and that paid dividends between 2013 and 2022. The analysis technique used was panel data models, processed in Excel and Stata 18 software. It was concluded that the variables that were determinants in dividend distribution were return on investment (ROI), stock returns, and the level of corporate governance, with the latter two having a negative influence.

Keywords: shares. dividends. financial variables. ADR.

ANÁLISIS DE LAS VARIABLES FINANCIERAS QUE INFLUYEN EN LA DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS EN EMPRESAS BRASILEÑAS CON ADR

Este estudio tiene como objetivo identificar las variables financieras que resultaron más significativas para la distribución de dividendos de las empresas brasileñas emisoras de ADR, durante el período de 2013 a 2022. Secundariamente, se buscó analizar cuáles empresas distribuyeron más dividendos durante el período de análisis. Se trata de un estudio descriptivo con enfoque cuantitativo que analizó datos secundarios de una muestra de 20 firmas brasileñas emisoras de ADR en la bolsa de Nueva York y que pagaron dividendos entre 2013 y 2022. La técnica de análisis utilizada fueron los modelos de datos en panel, tratados en Excel y en el software Stata 18. Se concluye que las variables que fueron determinantes en la distribución de dividendos fueron el retorno sobre la inversión (ROI), el retorno de las acciones y el nivel de gobierno corporativo, siendo que estas dos últimas influyen negativamente.

Palabras clave: acciones, dividendos, variables financiera

INTRODUÇÃO

A política de dividendos, principalmente em um cenário globalizado e de crise, se caracteriza como uma tomada de decisão financeira que necessita de um vasto conhecimento em gestão, em finanças e na empresa como um todo, exigindo das companhias menores riscos e garantias de retorno, além da continuidade organizacional (Alves; Guedes; Souza, 2018).

Trata-se de uma escolha da organização na qual a alocação de recursos aos investidores é ajustada com base em indicadores financeiros e econômicos (Sousa; Penedo; Pereira, 2018). Os autores afirmam ainda que a distribuição de dividendos requer um planejamento estratégico, dado seu papel crucial na atração de novos investidores, na retenção dos já existentes e na determinação da proporção dos lucros a serem reservados nas contas da empresa.

Para Mota, Moura e Martins (2022), a forma como uma empresa distribui seus dividendos influencia os preços de suas ações, impactando em seus valores de mercado. Para Nascimento (2022), essa distribuição é uma decisão de natureza financeira, dada a complexidade envolvida na alocação dos lucros. Santos e Felix Júnior (2023), reforçam essa visão, ao afirmarem que no Brasil existe uma elevada concentração acionária, sendo a maioria dos acionistas minoritários.

Dentro do contexto brasileiro sobre a política de dividendos, todas as empresas nacionais listadas no Brasil, Bolsa, Balcão (B3), que apresentarem lucro, têm como obrigação distribuir, no mínimo, 25% desse valor aos seus acionistas, podendo ser um percentual maior, a depender da decisão da assembleia dos acionistas (Santos, 2023). Neste sentido, destacam-se as empresas Petrobras, Copel e Vale, por terem apresentado bons resultados, foram consideradas as melhores pagadoras de dividendos em 2022 (Baccarin, 2022).

A governança corporativa e o ciclo de vida das empresas podem oferecer explicações para a política de dividendos, com a primeira exercendo uma influência negativa, enquanto a segunda impacta positivamente nos pagamentos de dividendos (Freire *et al.*, 2021). Ainda segundo os autores, empresas com níveis mais elevados de governança corporativa tendem a distribuir menos dividendos, enquanto aquelas em fases de crescimento e maturidade no ciclo de vida tendem a adotar uma política mais generosa de pagamentos.

Dewasiri et al. (2019) Homem (2023) afirmam que em mercados emergentes e em desenvolvimento, as oportunidades de investimento, a lucratividade e os prêmios de dividendos desempenham um papel crucial na definição da política de distribuição de lucros. Em

contrapartida, Husain e Sunardi (2020), a política de dividendos não é influenciada pelos índices de rentabilidade das empresas e sua capacidade de aumentar o valor das empresas é limitada.

Assim, percebe-se, conforme exposto anteriormente, que não há uma concordância, entre os autores pesquisados por esta pesquisadora, sobre o que pode influenciar, dentre as variáveis financeiras, na distribuição de dividendos de uma empresa.

Ademais, Assaf Neto (2014) atesta que há uma precariedade nas prestações das informações financeiras das empresas brasileiras na B3, o que afetaria as corretas precificações dos seus custos de capital próprio e, em consequência, os valores dos seus dividendos. Neste sentido, Almeida e Rodrigues (2017) afirmam que as empresas brasileiras que emitem os *American Depositary Receipts* (ADR) na bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE), por atender a um mercado mais exigente, ajudam para que *disclosure* seja mais preciso.¹

De forma geral, este estudo pretende identificar as variáveis financeiras que se mostraram mais significativas para a distribuição de dividendos das empresas brasileiras emissoras de ADR, durante o período de 2013 e 2022. Secundariamente, objetivou-se analisar quais as empresas que distribuíram mais dividendos, durante o período de análise.

Este estudo contribuirá para um melhor entendimento sobre a política de dividendos e do valor dos pagamentos de lucros distribuídos aos acionistas, avaliando a relação de causa e efeito na distribuição de rendimentos. Além disso, é importante destacar que os resultados obtidos contribuem para a ampliação das discussões sobre a política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras, abordando diferentes perspectivas, o que proporciona uma visão única das particularidades e características das empresas.

1 TEORIA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Para Barros, Matos e Sarmiento (2020), a política de distribuição de dividendos de uma empresa é tão fundamental quanto suas escolhas de investimento e financiamento, uma vez que contribui para atingir a meta de maximização da prosperidade dos acionistas. Neste sentido, Purwaningsih (2020) compreende que uma estratégia de política de dividendos otimizada é capaz de harmonizar os dividendos atuais e o crescimento futuro, com o potencial de maximizar os valores das ações de uma empresa. As razões por trás da definição dessa política em empresas brasileiras podem divergir do padrão internacional, buscando potencializar o aumento do valor

¹ *Disclosure*: Divulgação

da companhia (Nascimento, 2022).

Para Graham (2020), uma empresa cujo principal objetivo não é o crescimento de seu negócio tende a distribuir dividendos mais elevados. Por outro lado, empresas que concentram seus esforços na expansão e no crescimento tendem a ter taxas de distribuição de dividendos mais baixas, tornando assim, essa distribuição não significativa no preço de mercado das ações. Nesses casos, a perspectiva de crescimento é frequentemente vista como a principal fonte de valorização do ativo.

Já Assaf Neto (2014), a política de dividendos de uma empresa envolve uma decisão sobre a deliberação de recurso financeiros, pelas assembleias de acionistas, visando ao reinvestimento de recurso em seu próprio benefício ou com relação à parcela dos resultados ser entregue aos acionistas na forma de dividendos em dinheiro. Essa proporção do lucro líquido a ser distribuída é pelo índice de payout de uma empresa.

Para Assaf Neto (2014, p. 575)

$$\text{Payout} = \frac{\text{Dividendos Distribuídos}}{\text{Lucro Líquido do Exercício}} \quad (1)$$

Outro índice é o *Dividend Yield*, que exhibe a porcentagem relativa dos dividendos distribuídos nos últimos doze meses em relação ao preço da ação (Peris, 2020, p. 59).

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividendos Pagos nos últimos 12 meses}}{\text{Preço atual da ação}} \quad (2)$$

Neste sentido, Rosa, Araújo e Rogers (2021) asseveram que o *dividend yield*, é uma medida que reflete a política de dividendos de uma empresa. Nesta linha, Assaf Neto (2014) ensina que quando o aumento dos dividendos resultar em uma diminuição de retornos das ações, é um sinal que os investidores estão em desacordo com as diretrizes seguidas pela empresa.

Assim, pode-se levantar a primeira hipótese (H₁) para este estudo: **há uma relação de causalidade negativa e significativa entre os retornos das ações e os pagamentos de dividendos.**

Gitman (2017) sugere que optar por distribuir dividendos pode envolver a necessidade de obter financiamento externo, tendo em vista que quanto maior for este valor, maior será a necessidade de se recorrer a financiamento por meio de empréstimos ou pela emissão de ações, a fim de sustentar as operações da empresa. Nesta mesma linha, Rodrigues *et al.* (2019)

identificaram que as empresas detentoras de capacidade de dívida possuem uma maior propensão em distribuir dividendos.

Assim, pode-se levantar a segunda hipótese (H₂) para este estudo: **há uma relação significativa e positiva entre o endividamento da empresa e a sua política de dividendos.**

A seguir, são apresentadas as principais teorias sobre política de dividendos.

1.1 Teoria da relevância dos dividendos

A teoria da Relevância dos Dividendos, identificada igualmente como teoria do Pássaro na Mão, apresentada por Gordon e Lintner (1959), defende que os acionistas têm preferências por obter os lucros à expectativa futura de ganhos financeiros, sob a premissa de diminuir os riscos e mitigar as inconstâncias. Pereira (2018) afirma que existem investidores que preferem procurar empresas que distribuem dividendos consistentes como fonte de renda, optando por aquelas que fazem pagamentos periódicos, portanto, as ações seriam mais valorizadas pelos investidores.

Gordon e Lintner (1959) formularam a ideia de que dividendos mais generosos proporcionam aos investidores um nível de risco inferior em comparação com a perspectiva incerta de ganhos futuros de capital. A estabilidade dos dividendos contrasta com a incerteza que envolve os possíveis ganhos vindouros. Isso leva investidores que possuem uma aversão ao risco a preferirem receber dividendos. Como resultado desse raciocínio, o mercado tende a atribuir um valor mais elevado às ações de empresas que fazem a distribuição de dividendos mais substanciais.

No entanto, Assaf Neto (2014) faz uma crítica dirigida à teoria do pássaro na mão, salientando que o risco associado a uma empresa é definido com base nos fluxos de caixa operacionais futuros, sendo esses relacionados ao montante de capital investido na atividade principal da organização, e não tanto por meios dos fluxos financeiros gerados por dividendos.

Em contrapartida, com o aprofundamento nos estudos foi perceptível que há também uma irrelevância dos dividendos, devido a isso, iniciou-se um estudo sobre essa teoria que será explicada a seguir.

1.2 Teoria da irrelevância dos dividendos

A perspectiva apresentada por Gordon (1959) sugere que um aumento na distribuição

de dividendos resultaria em maior riqueza para os acionistas, através do aumento do valor da empresa. O autor argumentava que há uma relação positiva entre dividendos não distribuídos e a taxa de desconto. Em contrapartida, a acumulação *de free cash flow* na empresa poderia levar a um aumento na taxa de retorno, uma vez que os ganhos de capital futuros são incertos.

Miler e Modigliani (1961) propagaram a teoria da Irrelevância dos dividendos, sustentando que, do ponto de vista dos acionistas, o patrimônio da empresa não é afetado pela sua política de dividendos ou pelos métodos de financiamento utilizados, deveria ser determinado unicamente pelas escolhas das oportunidades de investimentos das organizações. No entanto, essa falta de importância dos dividendos está condicionada à presença de expectativas racionais, dispensa de impostos e taxas de transação, bem como à minimização de assimetrias de informação e outras irregularidades no mercado.

Outro ponto a considerar foi a teoria da sinalização que será analisada a seguir, essa teoria fundamentou os estudos anteriores e obteve evidências empíricas consistentes.

1.3 Teoria da sinalização

Esta teoria tem suas bases na desigualdade de informações, em que uma das partes tem acesso exclusivo à informação, ou seja, os administradores detêm mais informações a respeito do destino da empresa do que o mercado. Essa discrepância na posse de informações exemplifica a desigualdade e é aproveitada pelos gestores como uma vantagem, por meio de uma política de dividendos, sinalizam o mercado quanto os seus bons resultados (Miller; Rock, 1985). Miller e Modigliani (1961), encontraram apoio empírico sólido para essa teoria ao observar que a maioria das empresas adotava o pagamento de dividendos.

De maneira geral, para Alves (2020) a administração das empresas possui acesso a informações privilegiadas acerca do desenvolvimento da companhia. Os gestores detêm um conhecimento mais aprofundado sobre os riscos inerentes ao negócio, a situação atual da empresa e as perspectivas de evolução futura, entre outros aspectos.

Nascimento (2022) na Teoria da Sinalização, o montante declarado de dividendos representa um elemento estratégico, incrementá-los em momentos oportunos pode ser uma maneira eficaz de enviar sinais positivos ao mercado financeiro e aos investidores.

2 PECKING ORDER THEORY

A *Pecking Order Theory*, igualmente reconhecida como teoria da ordem ou estrutura hierárquica de financiamento, foi proposta por Myers e Majluf (1984), os criadores argumentam que as organizações dão preferência às suas fontes de capital que utilizam, partindo da suposição de que o investimento para de captação de recursos se eleva devido à existência de assimetria de informações, a obtenção de financiamento por parte das empresas pode se dar através de três fontes: financiamento interno, endividamento e capital próprio. O estudo de Mendonça et al., (2019) demonstrou uma correlação inversa entre o risco e o endividamento, em consonância com os princípios da teoria *Pecking Order*.

Para Marion (2019) o endividamento contribui para a obtenção subsequente de lucro, proporcionando a continuidade das empresas em relação a fonte dos recursos utilizados para financiar suas operações, investimentos, outros ativos, projetos e oportunidades de crescimento, visando a geração de benefícios futuros.

Sampaio et al., (2021) afirmam que as empresas apresentam distintas demandas por ativos e que os riscos e oportunidades de crescimento variam entre os diferentes segmentos dos níveis de endividamento total, de curto prazo e de longo prazo. Esses níveis de aderência a *teoria Pecking Order*, não é uniforme para todas as empresas, os resultados evidenciam que a dívida total e a de curto prazo mostraram os maiores níveis de conformidade com a teoria, enquanto a dívida de longo prazo apresentou o menor índice de aderência.

Para Alves (2020) as empresas devem priorizar o financiamento de suas necessidades de capital por meio de recursos próprios gerados internamente. Somente quando esses recursos não são suficientes para cobrir tais necessidades é que os gestores devem considerar o uso de dívida financeira, visando mitigar os efeitos adversos associados à assimetria de informação. Em circunstâncias extremas, as empresas deveriam recorrer à emissão de ações, ou seja, aumentos de capital. O autor afirma ainda que as empresas com elevadas demandas de capital, muitas oportunidades de crescimento, e em fases iniciais de seu ciclo de vida, tendem a distribuir dividendos limitados ou até mesmo a se absterem de fazê-lo.

3 CUSTOS DE AGÊNCIA E DIVIDENDOS

A teoria elaborada por Jensen e Meckling (1976) define a organização como um todo de acordos contratuais, nos quais os acionistas detêm direitos sobre os bens e os movimentos

financeiros da organização. Além disso, acentuam que as oportunidades de crescimento demandam maior endividamento, o que, por consequência, exige que os gestores atuem de maneira mais eficiente. Já Yang, Singh e Wang (2019) indicam que a compensação dos executivos deve estar vinculada a indicadores de desempenho, a fim de garantir que esses profissionais tomem decisões que beneficiem os resultados dos acionistas.

Padia e Callaghan (2021) afirmam que os resultados da empresa devem estar em conformidade com a remuneração dos executivos, do contrário, os envolvidos podem agir priorizando seus interesses individuais, de maneira que desalinhe as metas da organização.

Padilha (2023) destaca o papel dos dividendos na administração de conflitos de interesses decorrentes da separação entre a propriedade do capital próprio e a direção da sociedade, por um lado, e das relações de agência entre credores e acionistas, por outro.

4 ESTUDOS SOBRE AS VARIÁVEIS DETERMINANTES DAS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS

No estudo realizado por Alves, Guedes e Souza (2018), concluiu-se que quando há um lucro favorável nas empresas, maior será a distribuição dos dividendos. De forma complementar, Galvão et al. (2019) salientam que as empresas com maior rentabilidade (ROI e RSPL) e aquelas pertencentes a algum nível diferenciado de governança da B3 (Novo Mercado, Nível 1 e 2) têm uma probabilidade maior de realizar pagamentos de dividendos mais elevados. Neves, Cunha e Vilas (2020) destacaram o investimento em capital fixo, o endividamento, razão *book value*, *free cash flow* (FCF), liquidez e dividendos pagos no ano anterior como determinantes na explicação dos dividendos distribuídos no período global.

Leite et al. (2020) observaram que as empresas que sofreram perda de desempenho em períodos de crise econômica, comparativamente ao período de prosperidade, não diminuíram os pagamentos de dividendos. Corroborando este achado, Martucheli et al. (2021) concluíram que em cenários de recessão econômicas no Brasil, as empresas aumentam a distribuição de dividendos, para fazer frente às maiores incertezas no mercado.

Logo, pode-se perceber que a distribuição de dividendos sofre a influência de diversas variáveis diferentes.

O que resulta na terceira hipótese (H3) deste estudo: **as rentabilidades líquidas e operacionais, a liquidez corrente e os níveis de governança corporativa afetam, positiva e significativamente, as políticas de dividendos das empresas estudadas.**

5 PROCEDIMENTO METODOLÓGICOS

Segundo Gil (2019), é categorizado como pesquisa descritiva, pois visa detalhar as características e propriedades de uma população ou fenômeno específico, além de examinar e/ou estabelecer relações entre variáveis. Esta pesquisa possui ainda uma abordagem quantitativa, tendo em vista que faz uso de dados quantificados numericamente, além de empregar instrumentos (Oliveira, 2021).

Com o propósito de atingir os objetivos delineados neste trabalho, foram examinados dados provenientes de uma amostra constituída por empresas brasileiras que emitem ADR e negociam suas ações na NYSE, cujo quantitativo, de acordo com França Lopes, Martins e Beuren (2023), formam um universo de 38 empresas companhias. Este estudo utilizou uma amostra de 20 firmas, sendo este o quantitativo das que pagaram dividendos no período de 2013 e 2022, conforme consta no site StockAnalysis (2024).

Segundo Oliveira (2021), durante a fase de coleta de dados, são implementadas as etapas e ações que foram previamente planejadas durante a definição da metodologia para a pesquisa. Este estudo fez uso de dados secundários, tendo em vista que são informações públicas, ainda não foram tratadas (Ferreira, 2015).

Os Quadros 1 e 2 apresentam, respectivamente, a lista das 20 empresas com ADR que pagaram dividendos no período de 2013 e 2022 e as variáveis que foram tratadas neste estudo.

Quadro 1 – Quadro das 20 empresas com ADR que pagaram dividendos no período de 2013 e 2022.

Empresa	Sector	Nível de governança
AMBEV	BEBIDAS	-
ASSAI	ALIMENTOS	NM
BRF	CARNES E DERIVADOS	NM
BRADESCO	BANCOS	N1
BRASIL AGRO	AGRO	NM
BRASKEM	PETROQUIMICO	N1
CEMIG	ENERGIA	N1
CIELO	SERVIÇOS FINANCEIROS	NM
COPEL	ENERGIA	N2
COSAN	PETROLEO	NM
ELETRON	ENERGIA	N1

EMBRAER	MATERIAL AERONAUTICO	NM
GERDAU	SIDERURGIA	N1
ITAU	BANCOS	N1
PETROBRAS	PETROLEO	N2
SABESP	SANEAMENTO	NM
SIDERURGICA	SIDERURGIA	-
SUZANO	PAPEL E CELULOSE	-
ULTRAPAR	PETROLEO	NM
VALE	MINERAÇÃO	NM

Fonte: Elaboração própria (2024)

Quadro 2 – Quadro de variáveis que foram tratadas neste estudo.

Variável	Conceito	Autor
Valor da empresa por EBITDA (EV_EBITDA)	É um múltiplo de análise que compara o valor de uma empresa com seus pares.	(Graham,2016)
Endividamento	Compromisso da empresa em cumprir suas obrigações com terceiros com base em seus ativos.	(Assaf Neto, 2014)
Liquidez corrente	Indicador que evidencia a capacidade de uma empresa em cumprir suas obrigações no curto prazo.	(Assaf Neto, 2014)
Giro do Ativo	A taxa de giro de ativos mede a quantidade de vendas em relação aos ativos de uma empresa.	(Assaf Neto, 2014)
RSPL	É um indicador financeiro utilizado para avaliar a rentabilidade de uma empresa em relação ao investimento feito pelos seus sócios	(Graham,2016)
ROI	Mede o quanto eficaz uma empresa é ao investir seu capital para aumentar os lucros.	(Phillips, 2008)
<i>Dividend Yield</i>	Porcentagem relativa dos dividendos distribuídos nos últimos doze meses em relação	(Peris, 2020)

	ao preço da ação.	
Retorno das ações	Medida para avaliar o desempenho de um investimento em ações e é frequentemente expresso como uma porcentagem.	(Graham,2016)

Fonte: Elaboração própria (2024)

Para Gil (2019), o processo de tratamento de dados visa validar as informações que foram coletadas de forma a possibilitar condições uma condição de análise. Para tanto, foram utilizados a planilha Excel e o software estatístico Stata 18.0.

Como técnica de análise, foi utilizado o formato de painel, que é caracterizado por uma série temporal de, pelo menos, duas variáveis (as utilizadas neste trabalho estão dispostas no Quadro 1) relativas a um determinado número de entidades (empresas, por exemplo) que devem ser as mesmas durante toda a análise (Brooks, 2019). Ainda segundo o autor, as entidades podem ter o mesmo quantitativo das informações requeridas (painel balanceado) ou não (desbalanceado), o que não afeta a análise.

Para se escolher o tipo de painel a ser usado, fixos ou aleatórios, Hamilton (2012) sugere o uso do teste de Hausman. Caso o seu p-valor seja inferior a 5%, deve-se optar pelo painel de efeitos fixos. Neste caso, ao autor explica estes dois tipos de painéis consideram a existência de variáveis não incluídas no modelo e que afetam a dependente. A diferença é que os efeitos fixos consideram que há uma correlação não nula entre aquelas variáveis e as preditoras. Já no aleatórios, esta correlação é nula.

Entretanto, Mehmetoglu e Jakobsen (2022) ensinam que antes de se considerar o uso dos dados em painel, é necessário verificar se cabe o emprego do modelo dos mínimos quadrados ordinários agrupados (*Polled*), através das aplicações dos testes de Chow e do multiplicador LM de Breusch e Pagan. O primeiro é utilizado para os efeitos fixos; o segundo, para os aleatórios. Em ambos os casos, caso o p-valor seja superior a 5%, utiliza-se o modelo *Polled*.

Por fim, foi aplicada a clusterização dos erros padrões, conforme ensinado por Arellano (1987), a fim de evitar problemas de heterocedasticidade e autocorrelação das variáveis independentes.

6 RESULTADOS E ANÁLISE

Neste capítulo, serão apresentados os resultados da coleta e tratamento de dados mediante a análise de dados, buscando responder as questões da pesquisa.

Tabela 1 - Resultado da média geral das empresas analisadas.

Variável	OBS	Média	Desvio Padrão	Min	Máx.
EV_EBITDA	183	6,18	13,75	-154,59	30,4
Endividamento	183	1,73	3,47	-27,452	25,25
Liquidez Corrente	163	1,56	0,66	0,364	5,08
Giro do Ativo	179	0,63	0,73	0,04	3,85
RSPL	179	0,14	0,61	-4,988	4,93
ROI	183	0,09	0,09	-0,31	0,43
Dividend Yield	176	0,05	0,05	0	0,382
Retorno das ações	189	0,086	0,38	-0,9818	1,44

Fonte: Elaboração própria (2024)

Conforme pode ser visto na Tabela 1, sempre em termos médios, o EV/EBITDA das empresas foi de 6,18, o que significa que elas valem 6,18 vezes o valor do seu lucro antes do juros tributos, depreciação e amortização (EBITDA). O Endividamento de 1,73 indica que as dívidas superam os recursos próprios em 26 pontos percentuais. Que essas empresas são, em média, capazes de pagar suas obrigações de curto prazo, ou seja, para cada R\$ 1,00 de obrigações de curto prazo, as empresas possuem, em média de R\$ 1,56, conforme liquidez corrente. O giro de ativo atesta que para cada R\$ 1,00 investido no ativo retorna R\$ 0,68 de vendas. Um RSPL (0,14) superior ao ROI (0,09) indica que o endividamento das empresas foram utilizados favoravelmente para alavancar a rentabilidade das empresas. O *dividend yield* informa que os dividendos renderam 5% ao ano. As ações renderam 8,6% ao ano.

A fim de entender melhor a situação de cada empresa no disposto na Tabela 1, as Tabelas 2 a 7 apresentam os resultados individuais por empresa e por setor.

Tabela 2 - Resultado das empresas dos segmentos de Bebidas, alimentos e derivados.

Variável	AMBEV	ASSAI	BRF
EV_EBITDA	12,13	3,9	10,76
Endividamento	0,07	3,4	2,12
Liquidez Corrente	0,98	0,91	1,41
Giro do Ativo	0,54	1,70	0,81
RSPL	0,22	0,38	0,018

ROI	0,24	0,13	0,04
Dividend Yield	0,04	0,008	0,01
Retorno das ações	0,02	0,17	-0,16

Fonte: Elaboração própria (2024)

Ao se analisar as empresas do setor de bebidas, alimentos e derivados, observa-se que a Ambev e a BRF obtiveram um indicador EV/EBITDA superior à média das demais empresas estudadas, 12,13 e 10,76, respectivamente. Apesar de a ASSAI ter sido a única do setor que ficou abaixo da média geral no EV/EBITDA, ela obteve um endividamento muito superior do que a média das demais empresas, 3,4, o que significa uma estrutura de capital com 77,27% de dívidas, sendo que essas, pelo que é indicado ao se comparar o RSPL com o ROI, alavancaram favoravelmente a empresa. O ASSAI se destaca também pelo giro do seu ativo, onde R\$ 1,00 investido resultou em R\$ 1,70 de vendas. Entretanto, assim como a AMBEV, não teve condições de arcar com suas dívidas de curto prazo. A única foi a BRF, tendo, para cada R\$ 1,00 de dívida de curto prazo a empresa possuía R\$ 1,41 para pagamento. Entretanto, todas elas pagaram dividendos abaixo da média. O mesmo ocorreu com o retorno das ações, sendo a pior situação da empresa BRF, que apresentou prejuízo de 16%.

Tabela 3 - Resultado das empresas do segmento Banco

Variável	BRADESCO	CIELO	ITAU
EV_EBITDA	9,11	7,79	14,29
Endividamento	0,722	1,03	2,32
Liquidez Corrente	-	1,30	-
Giro do Ativo	0,06	0,24	0,06
RSPL	0,16	0,36	0,19
ROI	0,004	0,14	0,07
Dividend Yield	0,04	0,058	0,07
Retorno das ações	0,05	-0,05	0,09

Fonte: Elaboração própria (2024)

O segmento bancário apresentou um indicador EV/EBITDA maior do que a média das demais empresas, com destaque para o Itaú 14,29. Ele também possui o maior endividamento 2, 32, o que representa quase 70% de dívidas. Entretanto, essas foram capazes de melhorar os retornos dos proprietários, tendo em vista a alavancagem favorável, expressada pelo RSPL maior do que o ROI. Com relação aos pagamentos de dividendos, o setor apresentou uma média próxima das demais empresas analisadas. No tocante ao retorno das ações, tem-se o destaque

da Cielo, com prejuízo de 5%.

Tabela 4 - Resultado das empresas do segmento Petróleo.

Variável	COSAN	PETROBRAS	ULTRAPAR
EV_EBITDA	5,33	5,02	10,43
Endividamento	5,37	1,17	1,43
Liquidez Corrente	1,85	1,31	2,18
Giro do Ativo	0,31	0,40	3,25
RSPL	0,25	0,18	0,14
ROI	0,07	0,11	0,08
Dividend Yield	0,03	0,087	0,03
Retorno das ações	0,08	0,25	0,05

Fonte: Elaboração própria (2024)

No setor de petróleo, destaca-se a empresa Ultrapar, com o indicador EV/EBITDA de 10,43, muito superior a média das demais empresas. A Ultrapar também se destaca por sua liquidez corrente, 2,18, ou seja, para cada R\$ 1,00 de dívida de curto prazo, a existe R\$ 2,18 para pagamento. Apesar de todas as empresas deste setor apresentarem mais capital de terceiros do que próprio em suas estruturas de capital, a empresa Corsan possui o maior o endividamento, 5,37, o que representa 84,30% de dívidas no total de recursos disponíveis para a empresa. Entretanto, essas dívidas se mostraram extremamente favoráveis ao retorno dos seus acionistas, tendo em vista o grau de alavancagem financeira de 1,63 (relação RSPL / ROI). No pagamento de dividendos, a única companhia que pagou mais do que a média das outras empresas analisadas foi a Petrobras, 8,7%. Essa empresa também se destacou no retorno de suas ações, 25%.

Tabela 5 - Resultado das empresas do segmento Siderurgia.

Variável	GERDAU	SIDERURGICA
EV_EBITDA	5,23	6,5
Endividamento	0,60	3,7
Liquidez Corrente	2,36	1,86
Giro do Ativo	0,81	0,45
RSPL	0,07	0,18
ROI	0,07	0,09
Dividend Yield	0,041	0,066
Retorno das ações	0,07	0,06

Fonte: Elaboração própria (2024)

No setor siderúrgico, a companhia Siderúrgica Nacional apresentou um indicador EV/EBITDA, 6,5, superior à média do mercado. Com relação ao endividamento, essa companhia possui uma dívida muito superior à da Gerdau. Entretanto, para essa última, o endividamento não foi favorável, pois o valor do RSPL foi igual ao do ROI. Com relação ao pagamento de dividendos, a Siderúrgica pagou uma média ligeiramente superior às demais empresas analisadas. Entretanto, esse setor teve um retorno das ações inferior à média.

Tabela 6 - Resultado das empresas do segmento Energia.

Variável	CEMIG	COPEL	ELETROBRAS
EV_EBITDA	3,99	4,61	2,38
Endividamento	0,92	2,27	0,82
Liquidez Corrente	0,95	1,21	1,42
Giro do Ativo	0,52	0,46	0,19
RSPL	0,17	0,11	0,04
ROI	0,10	0,07	0,02
Dividend Yield	0,10	0,072	0,032
Retorno das ações	0,09	0,19	0,25

Fonte: Elaboração própria (2024)

No setor de energia, todas as empresas obtiveram um indicador EV/EBITDA menor que a média geral. Em termos de endividamento, a Copel é que possui o maior percentual de dívidas em sua estrutura de capital, quase 70%. Com relação à liquidez corrente, a Cemig foi a única que não apresentou condições de arcar com suas dívidas de curto prazo, posto que para cada R\$ 1,00 de dívida, ela possuía apenas R\$ 0,95 centavos. A Eletrobras foi a que pagou menos dividendos durante o período analisado, mas, ao mesmo tempo, aquela que ofereceu o maior retorno de suas ações, 25%.

Tabela 7 - Resultado das empresas de diversos setores

Variável	BRASIL AGRO	BRASKEM	EMBRAER	SABESP	SUZANO	VALE
EV_EBITDA	4,54	-8,67	6,09	6,72	3,04	7,41
Endividamento	0,29	5,37	1,03	0,74	4,45	0,61
Liquidez Corrente	2,07	1,11	2,21	1,005	2,71	1,47
Giro do Ativo	0,35	0,93	0,47	0,39	0,33	0,38
RSPL	0,12	0,15	-0,01	0,12	-0,26	0,14
ROI	0,08	0,05	0,0007	0,09	0,12	0,13

Dividend Yield	0,053	0,056	0,07	0,0298	0,015	0,063
Retorno das ações	0,17	0,14	0,003	0,09	0,09	0,13

Fonte: Elaboração própria (2024)

No setor Destaca-se a Braskem por ter um indicador EV/EBITDA de - 8,67, o que indica que o valor de mercado da empresa está sendo destruído. Ela também possui o maior endividamento, com quase 84% de dívidas, mas que estão sendo favoráveis aos acionistas. Destaca-se também a empresa Embraer por ter um RSPL de - 1%, e isso interfere diretamente no endividamento da empresa que possui 50% de dívidas, mas essas não estão trazendo os benefícios esperados pelos acionistas. A empresa também destaca-se por ter o menor retorno de ações, 0,3%.

Em resumo, as empresas que pagaram dividendos médios inferiores aos distribuídos pelas demais companhias foram as seguintes, nesta ordem: Embraer (0,7%), Assaí (0,80%), BRF (1%), Suzano (1,5%), Ultrapar (3%), Sabesp (2,98%), Cosan (3%), Eletrobras (3,2%) Ambev (4%), Gerdau (4,1%) e Bradesco (4,54%). Em contrapartida, os maiores dividendos foram distribuídos pelas seguintes firmas, corroborando os estudos de Baccarin (2022): Cemig (10%), Petrobrás (8,7%), Copel (7,2%), Itaú (7%), Siderurgica (6,6%), Vale (6,3%), Cielo (5,8%) , Braskem (5,6%) e Brasilagro (5,3%).

A fim de testar a H₁ deste estudo (há uma relação de causalidade negativa e significativamente e entre os retornos das ações e os pagamentos de dividendos), foi feita uma regressão múltipla, tipo pooled, tendo em vista que os testes de Chow e do multiplicador LM de Breusch e Pagan retornaram p-valores menores do que 5%, 0,3855 e 1,000, respectivamente. Os resultados estão apresentados na Tabela 8, tendo como variável dependente os retornos das ações das empresas analisadas.

Tabela 8 – Resultados da regressão dos retornos das ações

Retornos das ações	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P>z	[95% conf,	Intervalo
EV_EBITDA	0,0012001	0,0033531	0,36	0,721	-0,0054389	0,0078391
Endividamento	-0,0066468	0,0140736	-0,47	0,638	-0,0345116	0,0212181
Liquidez Corrente	-0,0680065	0,0650435	-1,05	0,298	-0,1967881	0,060775
Giro do Ativo	0,0075587	0,0461439	0,16	0,870	-0,0838031	0,0989205
RSPL	0,13368	0,086265	1,55	0,124	-0,0371187	0,3044786
ROI	0,9562529	0,4763044	2,01	0,047	0,0132034	1,899,302
Dividend Yield	-1,502272	0,6730564	-2,23	0,027	-2,834,876	-0,1696667
SetorB3	-0,0124263	0,0096087	-1,29	0,198	-0,0314509	0,0065982

GCB3	-0,0946336	0,04245	-2,23	0,028	-0,1786817	-0,0105855
_cons	0,4886185	0,1696095	2,88	0,005	0,1528034	0,8244336

Fonte: Elaboração própria (2024)

Ao se analisar os dados da Tabela 8, percebe-se que as únicas variáveis que foram estatisticamente significativas a um nível de 5% foram o ROI, o *dividend yield* e os níveis de governança da B3 (GCB3). Pode-se entender que um aumento de 1% no ROI provoca uma elevação de 0,96% nos retornos das ações. Entretanto, empresas com o maiores níveis de governança tem retornos das ações menores. Verificou-se ainda que um aumento de 1% no *dividend yield* diminuem em 1,5% os retornos das ações. Conforme alertado por Assaf Neto (2014), isso pode ser um sinal que os investidores estão em desacordo com as diretrizes seguidas pela empresas.

Assim, não se pode rejeitar a H1, tendo em vista que o pagamento de dividendos diminuem os retornos das ações.

Para identificar as variáveis financeiras que se mostraram mais significativas para a distribuição de dividendos das empresas brasileiras emissoras de ADR, durante o período de 2013 e 2022, e, consequentemente, testar a H2 (há uma relação significativa e positiva entre o endividamento da empresa e a sua política de dividendos) e a H3 (as rentabilidades líquidas e operacionais, a liquidez corrente e os níveis de governança corporativa afetam, positiva e significativamente, as políticas de dividendos das empresas estudadas) deste estudo, foi feita uma regressão em painel. O teste de Chow retornou um p-valor menor do que 5% (0,0224), o que implica dizer que o modelo de painel com efeitos fixos é preferível. Entretanto, aplicando-se o teste de Hausman, conforme indicado por Hamilton (2012), o resultado do p-valor (0,1258) indicou que o modelo aleatório seria o mais indicado.

Tabela 9 - Resultado da regressão dos dividend yield.

Dividend Yield	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P>z	[95% conf.	Intervalo
EV_EBITDA	-0,0001715	0,0004567	-0,38	0,707	-0,0010665	0,0007235
Endividamento	0,0003489	0,0019143	0,18	0,855	-0,003403	0,0041008
Liquidez Corrente	-0,0108858	0,0092604	-1,18	0,240	-0,0290358	0,0072643
Giro do Ativo	-0,0025632	0,006892	-0,37	0,710	-0,0160712	0,0109448
RSPL	0,0086102	0,0114175	0,75	0,451	-0,0137676	0,0309881
ROI	0,2337817	0,0602999	3,88	0,000	0,115596	0,3519674

Retorno das ações	-0,0268386	0,0117998	-2,27	0,023	-0,0499659	-0,0037114
Setor B3	-0,001042	0,0014556	-0,72	0,474	-0,0038948	-0,0018109
GCB3	-0,0155283	0,006317	-2,46	0,014	-0,0279093	-0,0031472
_cons	0,0938307	0,0239549	3,92	0,000	0,04688	0,1407814

Fonte: Elaboração própria (2024)

As variáveis que se mostraram estatisticamente significativas a 5% foram o ROI, o retorno das ações e o nível de governança corporativa (GCB3). O aumento de 1% no ROI provoca um aumento de 23,38% nos dividend yield. Além disso, níveis mais elevados de governança diminuem em 1,55% os dividend yield. Estes resultados contradizem Galvão et al. (2019) ao afirmarem que quanto maiores as rentabilidade e os níveis de governança da B3, maiores seriam os pagamentos de dividendos. Entretanto, reforçam as descobertas de Freire et al. (2021), ao afirmarem que as empresas com níveis mais elevados de governança corporativa pagariam menos dividendos. No tocante ao retorno das ações, o aumento de 1% neles diminui em 2,68% o pagamento de dividendos.

Com relação à H2, a mesma foi rejeitada, tendo em vista que o endividamento, mesmo não sendo estatisticamente significativo nem a 10%, está negativamente relacionado com o pagamento de dividendos.

No tocante à H3, o RSPL e a liquidez corrente não foram significativos a 5% causaram a rejeição deste hipótese, além do fato dos níveis de governança influenciarem negativamente.

7 CONCLUSÕES

Esta pesquisa pretendeu identificar as variáveis financeiras que se mostraram mais significativas para a distribuição de dividendos das empresas brasileiras emissoras de ADR, durante o período de 2013 e 2022. Secundariamente, objetivou-se analisar quais as empresas que distribuíram mais dividendos, durante o período de análise.

Concluiu-se que as maiores pagadoras de dividendos, durante o período analisado foram: Cemig (10%), Petrobrás (8,7%), Copel (7,2%), Itaú (7%), Siderurgica (6,6%), Vale (6,3%), Cielo (5,8%), Braskem (5,6%) e Brasilagro (5,3%).

Com relação às hipóteses levantadas neste estudo, pode-se concluir que: o pagamento de dividendos diminui o retorno das ações (não rejeição da H₁). O endividamento não é estatisticamente válido para explicar o pagamento de dividendos, mesmo estando negativamente relacionado com eles (rejeição da H₂). O retorno sobre o capital próprio e a

liquidez corrente não puderam explicar os pagamentos dos dividendos (rejeição da H₃).

Assim, as variáveis que tiveram poder explicativo para o pagamento de dividendos foram o retorno sobre o investimento (ROI), o retorno das ações e o nível de governança corporativa, sendo que as duas últimas influenciam negativamente.

Com este estudo, se alcançou o objetivo de identificar que as diversas variáveis investigadas na literatura sobre o tema têm impactos positivos ou negativos sobre a distribuição de dividendos. Além disso, é importante destacar que os resultados obtidos contribuem para a ampliação das discussões sobre a política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras, abordando diferentes perspectivas, o que proporciona uma visão única das particularidades e características das empresas.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, J. E. F. de; RODRIGUES, H. S. Effects of IFRS, analysts, and ADR on voluntary disclosure of Brazilian public companies. **Journal of International Accounting Research**, v. 16, n. 1, p. 21-35, 2017.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 15. ed. - Barueri (SP): Atlas: Instituto Assaf, 2014.
ALVES, F. I. A. B.; GUEDES, Y. R.; SOUZA, J. L. **Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública**. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, v. 8, n. 1, jan. /abr., 2018.

ARELLANO, M. **Computing Robust Standard Errors for Within-Group Estimators**. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, v. 49, p. 431-434, 1987.

BARROS, V.; MATOS, P. V.; SARMENTO, J. M. **What firm's characteristics drive the dividend policy? A mixed-method study on the Euronext stock exchange**. Journal of Business Research, 115, p. 365-377, 2020.

BACCARIN, P. **Melhores e piores pagadoras de dividendos em 2022**. Genial Investimento, 2022. Disponível em: <https://blog.genialinvestimentos.com.br/melhores-e-piores-pagadoras-de-dividendos-em-2022/>. Acesso em: 10 ago. 2023.

BREALEY, R.; MYERS, S.; ALLEN, F. (2018). **Princípios de Finanças Corporativas**. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda.

BRESSAN, J. T. **A influência da liquidez na variação dos preços das ações**. 2021. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Taquari - Univates, Lajeado, RS, nov. 2016.

BROIETTI, C; SILVA, B. A. da. Revista de Contabilidade da UFBA, Salvador, BA, v. 17, p. 1-16, 2023.

BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. Cambridge university press, 2019.

DEWASIRI, N. J; KORALALAGE, W. B. Y; AZEEZ, A. A; WEERASINGHE, D. K. V.A. **"Determinantes do dividendo política: evidências de um mercado emergente e em desenvolvimento"**, *Finanças Gerenciais*, v. 45, n. 3, p. 413-429, 2019.

FAROOQ, O; AHMED, N. **Dividend policy and political uncertainty: Evidence from the US presidential elections**. *Research in International Business and Finance*, 48, p. 201–209, 2019.

FERREIRA, M. P. **Pesquisa em administração e ciências sociais aplicadas: um guia para publicação de artigos acadêmicos**. Rio de Janeiro: LTC, 2015.

FREIRE, M. M. A; LIMA, J. E. N. da C; PONTE, V. M. R; GUIMARÃES, D. B. **Influência da governança corporativa e ciclo de vida na política de dividendos das maiores empresas da B3**. *RACEF – Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*. v. 12, n. 3, p. 20-38, 2021.

GALVÃO, K. da S., SANTOS, J. F. dos, ARAÚJO, J. M. de. **Política de Distribuição de Dividendos: uma análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e do payout incremental pelas empresas brasileiras**. *Enfoque: Reflexão Contábil*, v. 38, n. 3, p. 57–75, 2019.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 7. ed. - São Paulo: Atlas, 2019.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 14. Ed. – São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2017.

GORDON, M. J. (1959). **Dividends, earnings, and stock prices**. *The Review of Economics and Statistics*, v. 41, n. 2, p. 99-105.

HAMILTON, L. C. **Statistics with STATA: Version 12**. Boston. MA: Cengage Learning, 2012.

HOMEM, W. R. F. **Determinantes da política de dividendos dos bancos comerciais e múltiplos com carteira comercial no Brasil**. 2023.

HUSAIN, A. KADIM; NARDI, T. SUNARDI. **Determinantes da Política de Endividamento e do Desempenho da Companhia**. *Revista Internacional de Economia e Administração de Empresas (IJEBA)*, vol. 8, n. 4, p. 204-213, 2020.

JENSEN, M; MECKLING, W. (1976). **Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure**. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360.

LEITE, M.; PAMPLONA, E.; SILVA, T. P.; BRANDT, E. T.; SCHLOTEFELDT, J. O. (2020). **Determinantes do Pagamento de Dividendos nos Períodos de Prosperidade e Crise Econômica em Empresas Brasileiras**. *Desafio Online*, v. 8, n. 1, p. 68-90.

LINTNER, J. **Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations**. *The review of Economics and Statistics*, 243-269, 1962.

MARION, J. C. **Análise das Demonstrações Contábeis**, 8ª edição. São Paulo: Atlas, 2019.

MARTUCHELI, C.T., RIBEIRO, J.E., SILVA, E.A; SOUZA, A.A. PINHEIRO, J.L. **Política de Dividendos e Períodos de Recessão: Evidências no Mercado de Capitais Brasileiro**. Contabilidade Gestão e Governança, v. 24, n. 1, p. 37–54, 2021.

MEHMETOGLU, M.; JAKOBSEN, T. G. **Applied statistics using Stata: a guide for the social sciences**. Sage, 2022.

MENDONÇA, F.F.P., MARTINS, H.C., TERRA, P. R. S. **Estrutura de Capital e Mecanismos de Governança Externos à Firma: Uma Análise Multipaís**. Revista de Administração Contemporânea, v.23, n. 6, p. 765 -785, 2019.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. **Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares**. The Journal of Business, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MILLER, M. H.; ROCK, K. **Dividend policy under asymmetric information**. The Journal of Finance, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.

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

NEVES, M. E. D.; CUNHA, M. M.; VILAS, J. **Determinantes dos Dividendos no Setor de Telecomunicações**. Revista Brasileira de Gestão de Negócios, v. 22, n. 3, p. 669-685, 2020.
OLIVEIRA, A. P. W. L. C. de. **Metodologia científica**. 1. ed - Curitiba: Contentus, 2021.

PADIA, N.; CALLAGHAN, C. H. **Executive director remuneration and company performance: panel evidence from South Africa for the years following King III**. Personnel Review, v. 50, n. 3, p. 829-844, 2021.

PEREIRA, E. **Resultado por Ação: Um Estudo Descritivo das Companhias Comerciais de Eletrodomésticos com Base no Pronunciamento Técnico CPC 41**. Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 2018.

PERIS, R. W. **Finanças Corporativas**. Curitiba: Contentus, 2020.

PHILLIPS, J. J. **O valor estratégico dos eventos: como e por que medir ROI**. São Paulo, Aleph, 2008.

Purwaningsih, S. **The Effect of Profitability, Sales Growth and Dividend Policy on Stock Prices**. Asian Journal of Economics, Business and Accounting, 2020.

RODRIGUES, D. R., FODRA, M., RIBEIRO, K. C. S., CRUZ, A. F. **Determinantes da Distribuição de Dividendos no Brasil: Uma Análise entre Flexibilidade Financeira e Política de Distribuição de Resultados**. Contabilidade Vista & Revista, v. 30, n. 2, p. 84-112, 2019.

ROSA, A. A. Silva; ARAÚJO, F. B. de B; ROGERS, P. **Política de dividendos e volatilidade do preço das ações das empresas brasileiras de capital aberto.** Research, Society and Development, v. 10, n. 4, 2021.

ROSA, A. A. S; BASTOS, T. E. F; RIBEIRO, K. C. de S. **Uma análise do impacto da governança corporativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras.** Revista Interdisciplinar Científica Aplicada, Blumenau, V.16, nº 4, p.33-50, 2022.

SANTOS, J. P. do. **As 20 empresas com os maiores dividend yield de 2022.** Bora Investir. Disponível em: <https://borainvestir.b3.com.br/tipos-de-investimentos/renda-variavel/as-20-empresas-com-os-maiores-dividend-yield-de-2022/>. Acesso em 02 set. 2023.

SANTOS, J. É; FELIX JÚNIOR, L. A. **Relação entre conselho de administração e a política de dividendos: evidências do Brasil.** RGO - Revista Gestão Organizacional, Chapecó, v. 16, n. 1, p. 192-211, jan. /abr., 2023.

SOUSA, V. H. T. F. de; PENEDO, A. S. T.; PEREIRA, V. S. **Estudo Bibliométrico sobre Dividendos no Brasil.** Revista Capital Científico, v. 16, n. 3, p. 81-94, 2018.

StockAnalysis. Disponível em: [Stock Analysis - Free Online Stock Information for Investors.](#) Acesso em 30 jan. 2024.

YANG, C.; SINGH, P.; WANG, J. **The effects of firm size and firm performance on CEO pay in Canada: A Re-Examination and Extension.** Canada Journal Administration Science, 2019.