

## **DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E CRISES: QUAIS OS EFEITOS NAS EMPRESAS SUSTENTÁVEIS E NAS DEMAIS COMPANHIAS LISTADAS NA B3?**

**MURILO ALVES SANTOS**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

**MIGUEL HERNANDES JUNIOR**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

**EDSON ALVES FERREIRA**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

**ARTHUR ANTONIO SILVA ROSA**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

**KÁREM CRISTINA DE SOUSA RIBEIRO**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

Agradecimento à orgão de fomento:

N/A

# **DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E CRISES: QUAIS OS EFEITOS NAS EMPRESAS SUSTENTÁVEIS E NAS DEMAIS COMPANHIAS LISTADAS NA B3?**

## **1 INTRODUÇÃO**

A pandemia ocasionada pelo vírus SARS-COV-2 desencadeou a maior crise e colapso nos sistemas de saúde ao redor do mundo desde a gripe espanhola de 1918. Em conjunto com a pandemia do coronavírus, grave crise financeira se alastrou pelos mercados ao redor do globo, o que gerou fortes consequências tanto econômicas quanto sociais (Melo & Cabral, 2020).

A crise financeira impactou e continua a impactar tanto os mercados de países desenvolvidos quanto dos em desenvolvimento. Em virtude da necessidade de se reduzir as taxas de contágio e de salvar vidas, foram implantadas medidas de restrição ao contato e à circulação de pessoas por meio de rígidas quarentenas e a limitação do funcionamento apenas de comércios e negócios ligados diretamente a produtos essenciais (Sjödin, Wilder-Smith, Osman, Farooq & Rocklöv, 2020).

No Brasil o PIB (Produto Interno Bruto) registrou, em 2020, -4,1%, o pior desempenho registrado em 25 anos (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística [IBGE], 2021a). A taxa de desemprego chegou aos impressionantes 13,5% em 2020, o que representa um aumento no indicador de 3,0 p.p frente ao mesmo trimestre de 2019 (IBGE, 2021c).

Mediante este cenário, as empresas observaram reduções drásticas nas suas vendas e consequentemente nas receitas e lucros. Com o intuito emergencial de preservação de caixa, as organizações dispensaram e licenciaram funcionários, além da redução ou suspensão por completo da distribuição de dividendos (Krieger, Mauck, & Pruitt, 2020).

Apesar de ser compreensível a necessidade de reduzir os dividendos, a sua efetiva realização pode sinalizar ao mercado e aos investidores que a situação financeira da empresa não possui boa perspectiva no curto, médio e longo prazo, por isso os gestores possuem resistência em sua implementação (Miller & Rock, 1985).

Além disso, os dividendos possuem papel primordial ao serem distribuídos para os acionistas das organizações, pois retira recursos dos gestores que poderiam realizar investimentos ruins ou fazer mal uso deles, o que acarretaria queda na eficiência e lucratividade futura das empresas (Jensen, 1986).

Durante a crise de 2008 e 2009 foi constatada a redução na distribuição de dividendos nas empresas financeiras (especificamente nos bancos) e estabilidade na distribuição dos dividendos realizados pelas organizações não financeiras (Floyd, Li & Skinner, 2015).

Estudo mais recente, de autoria de Krieger *et al.* (2020) referente aos impactos da crise econômica e a distribuição de dividendos nas empresas norte-americanas demonstra que a grave crise financeira deflagrada em 2020 pelo coronavírus levou as empresas não financeiras, a reduzirem ou até a cortarem a distribuição de dividendos a níveis maiores do que os observados pelas empresas financeiras durante a crise de 2008, com o objetivo de obterem reservas de caixa e equilíbrio financeiro, mesmo com os fatores negativos de sinalização para o mercado e a possibilidade de conflitos de agência.

A bolsa de valores brasileira BM&F Bovespa (B3) criou no ano de 2005 o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) com intuito de certificar as empresas que possuem compromisso com o desenvolvimento sustentável, governança corporativa, transparência, entre outros; que acabam por diferenciá-las em termos de qualidade das demais empresas listadas na B3, mas que não possuem a certificação. Atualmente, das mais de 300 organizações listadas na bolsa, somente 39 possuem a certificação ISE. O valor de mercado destas empresas somadas equivale a 38% do total das companhias na B3 e, além disso, o índice ISE obteve uma valorização de +294,73% entre a data de sua criação e 25/11/2020, contra +245,06% do Ibovespa no mesmo período (Brasil, Bolsa, Balcão [B3], 2020).

A certificação no ISE, de acordo com os resultados do trabalho dos autores Cezarino, de Queiroz Murad e Resende (2020), pode influenciar positivamente as escolhas no curto prazo em épocas de adversidades econômicas, o que corrobora para moldar o futuro das empresas na busca pelo crescimento no valor da organização a longo prazo.

Além disso, o estudo dos autores Matos, Barros e Sarmento (2020) demonstrou que empresas europeias que possuíam maiores indicadores de sustentabilidade estavam atreladas a maior estabilidade nos ganhos de dividendos por parte dos acionistas ao comparar às demais empresas que não possuíam o indicador.

## **2 PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVOS**

No Brasil, onde além da figura dos dividendos há também a presença dos juros sobre capital próprio como forma alternativa para a distribuição de lucros (Futema, Basso & Kayo, 2009), os estudos que relacionam dividendos e as práticas sustentáveis nas organizações, principalmente atreladas à certificação ISE da B3, são ainda muito incipientes. Desta maneira, ao considerar a literatura de distribuição de dividendos em épocas de crises econômicas que prevê reduções ou até os cortes nos ganhos dos acionistas, e de outro lado as empresas com a certificação de sustentabilidade listadas no ISE, com maior qualidade, transparência da gestão e estabilidade nos dividendos, tem-se o seguinte questionamento que norteará o presente estudo:

**Em épocas de crise, as empresas inscritas no ISE têm a distribuição de seus dividendos alterada – realizando reduções ou cortes – em proporção superior às demais empresas listadas na B3 em épocas de crise?**

Mediante ao problema exposto, o objetivo desta pesquisa é identificar e analisar a distribuição dos dividendos das empresas listadas na B3 ao longo do período de 2010 a 2020 comparando a distribuição de dividendos das empresas certificadas no ISE com as não certificadas ao longo do período, especialmente nas crises econômicas.

## **3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

Nesta seção serão abordados os aspectos teóricos voltados para o contexto de dividendos, crise e sustentabilidade afim de permitir a contextualização, a correta avaliação e o devido embasamento a respeito da distribuição de dividendos por parte das empresas pertencentes ao ISE nos momentos de crise como ocorrido em 2020.

### **2.1 Dividendos**

A temática de dividendos está amplamente difundida na teoria de finanças. Nos estudos seminais de Lintner (1956) e Gordon (1959) esta prática foi definida como a forma e o montante de lucros distribuídos ou retidos, analisados ante à sua importância no retorno aos acionistas.

Dentre os vários aspectos que permeiam a ampla discussão teórica acerca da política de distribuição de dividendos nas organizações, sua relação com as políticas de investimento e os conflitos de agência são aspectos destacáveis em meio ao cenário da pesquisa.

A decisão de distribuir ou não dividendos afeta a política de financiamento das empresas (Loss & Sarlo Neto, 2003) e se configura, além disso, como uma questão corporativa importante e relacionada às demais decisões financeiras tomadas pela empresa, inclusive de investimento (Abor & Bokpin, 2010). Ainda que indiretamente, o pagamento de dividendos influencia a capacidade de reinvestimento das organizações e, conseqüentemente, a sua estrutura de capital (Leite, Pamplona, da Silva, Brandt & de Oliveira Schlotfeldt, 2020).

Autores como Loss e Sarlo Neto (2003) mencionam a relevância do tema, discutido há décadas, e pautado na maximização do retorno dos acionistas e na possível relação com a política de investimento nas empresas. Para os autores, a decisão de pagar dividendos implica na análise de quanto ficará retido na organização e, conseqüentemente, quanto de investimentos

poderá ser financiado, visando o crescimento da empresa e, futuramente, a possibilidade de retornos ainda maiores aos acionistas.

Em consonância, Higgins (1972) elucida que as finalidades de investimento e financiamento de dívida são fatores que podem influenciar o pagamento de dividendos aos acionistas. Mesmo que se desconsidere a perfeição teórica dos mercados, não se pode desprezar a relação entre política de distribuição de dividendos e as decisões de investimento nas empresas (Fama, 1974).

A opção por pagar dividendos aos acionistas impacta diretamente no ritmo de crescimento da empresa, na medida em que direciona a execução dos investimentos à necessidade de captação de novos recursos que, via de regra, são de longo prazo, escassos, de difícil obtenção e com alto custo de captação (Gordon, 1959). Destaca-se, aqui, portanto, o *trade-off* entre aumentar a distribuição de dividendos, sinalizando um retorno imediato aos acionistas, mas, em contrapartida, minimizar o retorno para os mesmos, dada a menor clareza quanto aos futuros ganhos de capital na organização (Gordon, 1959; Lintner, 1956).

O segundo aspecto que deve ser considerado na análise da teoria que pauta as reflexões sobre distribuição de dividendos diz respeito aos conflitos de agência intrínsecos a ela.

Dada a não existência de mercados perfeitos como os que foram adotados como premissa por Miller e Modigliani (1961), passou-se a estudar, na teoria de dividendos, os efeitos que as imperfeições existentes no mercado podem gerar na distribuição de dividendos. Dentre tais imperfeições, citam-se os custos de agência (Forti, Peixoto, & Alves, 2015).

A relação de agência é definida por Jensen e Meckling (1976) como um contrato no qual uma pessoa – o agente – torna-se empregado de outrem – o principal – ou recebe dele delegação de poder para executar determinado serviço. Os conflitos que emanam dessa relação advêm da busca de ambos, agente e principal, pela maximização e, além disso pelo oportunismo das partes, levando com que o agente possa desconsiderar os interesses do principal em determinadas ocasiões.

Nas organizações, a relação entre acionistas e administradores pode ser considerada uma relação de agência, visto estes terem sido contratados por aqueles para lhes representar ante às decisões à frente da empresa. Dada a natureza desta relação, eventualmente os gestores optando por ações que visem o seu interesse ou a maximização dos resultados para si, temos constituídos então os conflitos de agência (Watts & Zimmerman, 1979).

A literatura expõe de maneira prática como estes conflitos podem acontecer na relação entre gestores e acionistas. Decisões voltadas para investimentos, financiamentos e sobre a política de dividendos da empresa, quando desalinhada aos interesses das partes, são ocasionadoras deste conflito. A não distribuição de dividendos, por exemplo, resulta no excesso de recursos disponíveis para a organização – fluxo de caixa livre – e a alocação destes recursos no consumo próprio (gratificações e benefícios) ou em investimentos e projetos duvidosos podem destruir o valor da empresa sendo, portanto, contrário aos interesses dos acionistas e configurados como conflitos de agência (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976).

O pagamento de dividendos pode atuar como um mitigante dos conflitos de agência na medida em que, por si só, resulta em menor proporção de lucros retidos e, conseqüentemente menores recursos disponíveis nas mãos dos administradores, o que reduz, portanto, as oportunidades de desperdício ou má aplicação dos recursos da organização (Bartram, Brown, & Stulz, 2012; Easterbrook, 1984; Jensen & Meckling, 1976; Lang & Litzenberger, 1989).

Os autores Fama e French (2001) analisaram os determinantes dos dividendos numa amostra de empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores norte-americana durante o período de 1926 a 1999 e, em suas conclusões, destacaram três determinantes fundamentais na distribuição de dividendos: rentabilidade, crescimento e tamanho das empresas.

Ao analisar os determinantes dos dividendos em 300 empresas brasileiras não financeiras durante o período de 1995 a 2011, os autores Forti, Peixoto e Alves (2015) identificaram como positivas e significativas para a distribuição de dividendos as variáveis tamanho, ROA (retorno dos ativos), *market to book*, liquidez e crescimento dos lucros. Como variável dependente os autores utilizaram dividendos divididos pelo ativo total, e como método de cálculo utilizaram o Tobit e o GMM (Método de Momentos Generalizados).

Em consonância com os determinantes dos dividendos, os autores (Rodrigues *et al.*, 2019) analisaram os efeitos da flexibilidade financeira atrelada à distribuição de dividendos em 614 empresas brasileiras no período de 2011 a 2016. Em seus achados os autores constataram que empresas com capacidade de endividamento estão positivamente relacionados com maior volume de dividendos, adicionalmente, constataram que empresas maiores, lucratividades superiores e melhores oportunidades de crescimento influenciam positivamente na maior distribuição de dividendos.

Estudo mais recente dos autores Forti e Freitas (2020) analisaram a relação de dividendos com a classificação do *rating* das 330 empresas brasileiras cadastradas na B3 no período de 1995 a 2017. Em seus achados constataram que empresas com maiores ratings pagam menores dividendos, o que indica que as organizações utilizam o rating como informação de sinalização adicional ao mercado e em virtude disso, realizam menores dividendos. Adicionalmente, os autores confirmaram as variáveis tamanho, crescimento dos lucros, ROA e alavancagem como positivos para maiores distribuições de dividendos. Como variável dependente os autores utilizaram dividendos divididos pelo patrimônio líquido e utilizaram como método de análise *Tobit*, *GMM* e *Pooled – Ols*.

Há de se considerar ainda no cenário nacional, a particularidade dos juros sobre capital próprio. De acordo com Futema, Basso & Kayo (2009), este mecanismo é análogo aos dividendos, porém com a particularidade de serem dedutíveis do imposto de renda e contribuição social.

No âmbito da convivência e diferenciação entre dividendos e juros sobre capital próprio tem-se aspectos que envolvem desde a natureza jurídica; o fundamento da remuneração; sua obrigatoriedade e, principalmente, a forma de tributação aplicada a cada uma dessas formas de remuneração de acionistas. Ao passo que os dividendos têm origem no lucro líquido e não se recolhe imposto de renda sobre eles, a figura dos juros sobre capital próprio é agrupada no resultado da empresa como despesa financeira e, portanto, se tornam dedutível na base tributável visto, portanto, como um benefício fiscal para as pessoas jurídicas (Gomes, Takamatsu & Machado, 2015).

## **2.2 Crise Econômica**

As crises econômicas são ciclos de recessão presentes no ambiente nos quais as empresas operam (Leite *et al.*, 2020), que surgem de forma inesperada, sem período certo de duração, configurando-se um evento com grande potencial transformador nas organizações (Latham & Braun, 2011), à medida que lhes confere a oportunidade de avaliar alternativas para melhor gerir capital de giro, custo de capital e fluxos de caixa (Kambil, 2008).

Por outro lado, associadas às ocorrências de crise, estão a escassez de recursos financeiros impactados em seu custo ou mesmo o prazo de captação (de Freitas, 2009); o impacto nas vendas, na política de preços e nas decisões de investimento, o que agrega maior complexidade à tomada de decisões do ponto de vista estratégico (Fabregá & Nicolau, 2016).

Ante a tais efeitos, as crises econômicas não podem ser negligenciadas nas análises corporativas, pois estes eventos trazem implicações diretas no desempenho das empresas e, conseqüentemente, na distribuição de dividendos (Leite *et al.*, 2020). A ocorrência de episódios de crise afeta a política de dividendos das organizações e fornece, portanto, oportunidade para identificar a sua reação ao choque econômico gerado (Lim, 2016).

O impacto das crises na política de dividendos é gerado face à sinalização das empresas aos seus investidores do risco de perdas econômicas futuras que, se traduzidas antecipadamente aos resultados da empresa, sinalizam redução nos dividendos distribuídos (Sampaio, Coelho & Holanda, 2015), mas também pelo processo da redução na alavancagem financeira enfrentada pelas empresas nestes contextos, culminando na redução do pagamento de dividendos (Lim, 2016).

A crise financeira de 2008 a 2009 que afetou grande parte dos países ao redor do mundo, evidenciou a necessidade de redução e até corte na distribuição de dividendos a ser realizada por empresas norte-americanas financeiras (principalmente bancos), o que não foi evidenciado em empresas não financeiras. Estes achados demonstraram que os cortes foram necessários em virtude da preservação do capital dos bancos, principalmente dos maiores que são regulados (Floyd *et al.*, 2015).

O ano de 2020 foi catastrófico para a economia mundial, pois as projeções de fechamento do resultado do PIB mundial apontam cerca de 3% de contração em virtude dos efeitos da pandemia do coronavírus (Fundo Monetário Internacional [IMF], 2020). No Brasil, o PIB teve perda de -4,1%, maior recuo em 25 anos da história do país, o que demonstrou maior fragilidade à crise desencadeada pelo coronavírus ante a média mundial (IBGE, 2021a).

Os autores Krieger *et al.* (2020), analisaram a distribuição de dividendos neste período de grandes incertezas em cerca de 1.400 ações que pagam dividendos das bases COMPUSTAT e CRSP (Centro de Pesquisa de Segurança e Preços) em empresas listadas na bolsa norte-americana no período compreendido do primeiro quadrimestre de 2015 ao segundo quadrimestre de 2020. Em seus achados constaram que os cortes ou omissões nas distribuições de dividendos foram maiores nos quadrimestres de 2020 em virtude da crise do coronavírus do que os registrados desde 2015, o que permitiu as organizações fluxos de caixa adicional e flexibilidade financeira para responderem as incertezas da crise.

### 2.3 Sustentabilidade

De acordo com Cruz e Assis (2009), o Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 (ISE) é um dos mecanismos utilizados para mensurar o desempenho e ordenar empresas que tenham gestão sustentável e socialmente responsável. Tal índice tem como propósito refletir o retorno de uma carteira de ativos com reconhecido compromisso socioambiental, além de atuar como promotor dessas práticas no mercado nacional e, em menor escala, satisfazer as expectativas dos acionistas.

A responsabilidade social se caracteriza como um conjunto de ações que envolvem o relacionamento entre a sociedade, os negócios da empresa e seus *stakeholders* (Bhattacharyya, Sahay, Arora, & Chaturvedi, 2008; Heslin & Ochoa, 2008; Scott, 2007). A responsabilidade social extrapola as discussões epistemológicas ou metodológicas e avança para os desdobramentos em situações específicas nas organizações brasileiras (Cruz & Assis, 2009).

Considerando pilares como a sociedade e comunidade; a promoção da cidadania e da democracia; a redução das diferenças entre ricos e pobres; a observância às condições de trabalhos e aos direitos trabalhistas e; o comportamento ético (Cruz & Assis, 2009), a responsabilidade social se traduz na busca das organizações por uma postura ética nas perspectivas social e ambiental durante o curso de suas atividades (Scott, 2007).

Uma empresa socialmente responsável, deve contemplar a sociedade nas relações de ganho que propõe para si e buscar continuamente ações de sustentabilidade para si e para a sociedade. A adoção destas práticas confere às organizações melhora na reputação com desdobramentos na imagem da empresa o que pode ser considerado como uma vantagem competitiva (Cruz & Assis, 2009).

Estudo dos autores Matos *et al.* (2020) realizado nas empresas europeias cadastradas na *Stoxx Europe 600*<sup>i</sup> no período de 2000 a 2019 demonstrou a relação positiva entre empresas

sustentáveis de acordo com a classificação da Thomson Reuters ESG (meio ambiente, social e governança corporativa) e a distribuição de dividendos. Em seus achados, elucidaram que empresas com maiores classificações no índice de sustentabilidade possuem maior estabilidade na distribuição de dividendos do que empresas que não realizam o investimento em práticas sustentáveis.

No entanto estudos realizados pelos autores Saeed e Zamir (2020) em 721 organizações listadas originariamente na Índia, China, Indonésia, Paquistão, Malásia, Coréia, Turquia e Rússia, demonstraram a relação negativa existente entre as empresas que se tornaram socialmente responsáveis com ampla divulgação de suas ações no mercado, relacionado com a distribuição de dividendos. De acordo com os autores a ampla divulgação de informações não financeiras atua como papel de governança, o que contribui para reduzir a assimetria de informações entre os gestores e os acionistas, e possibilita as empresas mais sustentáveis a acumular recursos por meio da redução nos dividendos para realizarem investimentos em oportunidades para crescimento dos negócios.

#### **2.4 Empresas Sustentáveis e a Distribuição de Dividendos na Crise**

As hipóteses formuladas e que serão alvos das tratativas propostas nesta pesquisa consideram, portanto, os principais pressupostos teóricos a respeito dos temas de dividendos, crise e sustentabilidade.

Na crise de 2008 – 2009 foi demonstrado que empresas norte-americanas não financeiras mesmo em grandes restrições de capital e aumento nos riscos, não tiveram alterações em seus dividendos neste período como houve nas empresas financeiras (Floyd *et al.*, 2015).

Infere-se desta maneira que episódios de crise econômica acentuam o risco de investimentos, os quais, somados à escassez de recursos, resultam em uma maior insegurança por parte dos acionistas. Desta maneira há uma maior demanda na manutenção ou no aumento na distribuição dos dividendos para manter a reputação das empresas e de seus gestores, ao sinalizar que os recursos disponíveis estariam direcionados prioritariamente aos acionistas. Tem-se desta forma a hipótese  $H_0$ .

*$H_0$ : Dentre todas as empresas listadas na B3 as pertencentes ao índice ISE distribuem mais dividendos em épocas de crise.*

Cenários de crise culminam na escassez de recursos financeiros disponíveis conforme de Freitas (2009) e; sobretudo dada a melhora que as práticas e classificações sustentáveis conferem às empresas ante aos seus acionistas (Cruz & Assis, 2009), infere-se que a melhor qualificação em termos de sustentabilidade certificada pelo ISE na B3, atue como um complemento de sinalização aos acionistas, e que por isso as empresas consigam pagar menores ou até omitir dividendos principalmente em épocas de crise. Tem-se desta forma a hipótese  $H_1$ .

*$H_1$ : Dentre todas as empresas listadas na B3 as pertencentes ao índice ISE reduzem ou até cortam dividendos em épocas de crise.*

Esta hipótese considera que tal redução se verifica como forma de garantir a saúde financeira das organizações, especialmente no que tange a recursos financeiros disponíveis para o suprimento de suas necessidades. Embora a política de dividendos figure como um mitigador dos conflitos de agência (Bartram *et al.*, 2012; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976; Lang & Litzenberger, 1989), a sua distribuição em menor patamar, nestes episódios e no tipo de organização estudada não os potencializa, visto menor oferta de recursos no mercado, demanda maior de liquidez nas organizações e, principalmente, a boa reputação estabelecida na relação gestor-acionista.

### **3 METODOLOGIA**

O presente estudo é realizado em 665 empresas listadas na B3 durante o período de 2010 a 2020. Inicia-se em 2010 em virtude da implantação do IFRS o que permite maior

comparabilidade e estabilidade dos dados a serem analisados. Destas 665 empresas, em média 28 estão cadastradas na certificação ISE da B3 anualmente. As empresas financeiras em virtude de suas particularidades foram retiradas da amostra.

A base de dados utilizada foi obtida ao mesclar os dados da Economática® (informações contábeis e financeiras provenientes das empresas cadastradas na B3), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), B3 (dados de governança e indicador ISE) e do IBGE (PIB brasileiro).

Em seguida serão apresentadas as variáveis utilizadas no estudo que podem influenciar na distribuição de dividendos das empresas. As fórmulas e os cálculos que foram utilizados para a obtenção das variáveis, estão apresentados na Tabela 1.

A distribuição dos dividendos como variável dependente é representada pela proxy Dividendos (DIV), que de acordo com Forti & Freitas (2020), deve ser relativizada pelo patrimônio líquido e não pelos lucros, a fim de se capturar somente a variação dos dividendos e não a dos lucros. A escolha do patrimônio líquido para a relativização dos dividendos, se dá em virtude de comportamento mais estável dele ante aos lucros, que podem ser positivos ou negativos ao longo dos anos, podendo-se chegar a ter distribuição de dividendos mesmo a organização com lucratividade negativa.

Para tamanho (TAM), adotada como variável de controle e calculada a partir do logaritmo natural do ativo total da empresa, espera-se relação positiva com a distribuição de dividendos, pois maiores empresas, por serem mais maduras, não necessitam realizar grandes gastos com investimentos, ou em virtude de possuírem outras formas de financiamentos que não sejam provenientes da retenção de lucros, conseguem maior distribuição de dividendos (Forti & Freitas, 2020; Forti *et al.*, 2015; Rodrigues *et al.*, 2019).

Para controlar rentabilidade, a variável incluída no modelo foi o ROA (retorno sobre ativos), mensurada pela razão entre lucro operacional e total de ativos. Espera-se, para ela, um comportamento positivo ante à distribuição de dividendos, sugerindo que empresas com maiores rentabilidades possuam maior capacidade e por isso distribuam maiores dividendos (Forti & Freitas, 2020; Forti *et al.*, 2015).

Alavancagem (ALAV), calculada pela razão entre o passivo total e o patrimônio líquido, é tratada como *proxy* de endividamento e pode ter comportamento positivo ou negativo ante à distribuição de dividendos. Positivo como um efeito de sinalização no qual, maior alavancagem pressupõe maiores fluxos de caixas futuros, desta maneira a fim de confirmar esta hipótese os gestores devem pagar maiores dividendos para confirmar esta sinalização (Forti & Freitas, 2020; Martins & Famá, 2012). Negativo, pois empresas com maior endividamento possuem fluxos de caixas comprometidos com seus credores, o que reduziria a flexibilidade financeira e consequentemente menores possibilidades de dividendos (Forti *et al.*, 2015; Ranajee, Pathak, & Saxena, 2018; Rodrigues *et al.*, 2019; Rozeff, 1986).

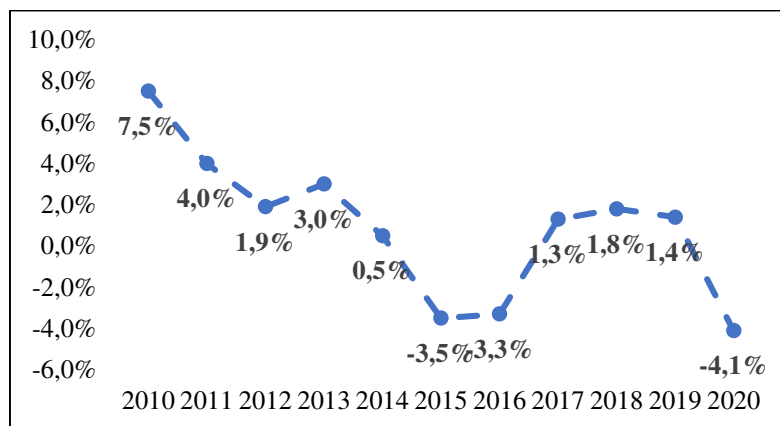
Para crescimento dos lucros (CLUC), espera-se um comportamento positivo, pois maior crescimento na lucratividade das empresas possibilita a redução das incertezas dos gestores e por conseguinte maiores distribuição nos dividendos (Forti *et al.*, 2015). Esta variável foi calculada pela razão entre a diferença de lucros no exercício corrente e no ano anterior e o total de lucros auferidos no ano anterior.

Sustentabilidade (DISE), é uma das variáveis foco do estudo, composta por uma *dummy* atribuída às empresas nos respectivos anos da série estudada em que elas estejam listadas no ISE. O comportamento com os dividendos pode ser negativo, em virtude da certificação ISE exercer papel complementar de sinalização ao mercado e aos acionistas das boas práticas da organização, bem como do compromisso com a transparência das ações da gestão, o que minimiza a assimetria de informação. Desta maneira as empresas que investem em sustentabilidade por meio da certificação poderiam contar com fluxos maiores de caixa e recursos para investirem em novos projetos (Saeed & Zamir, 2020). E também pode ocorrer uma relação positiva com os dividendos, pois de acordo com os autores Matos *et al.* (2020),



empresas com certificação de sustentabilidade podem ser sinônimo para os investidores de estabilidade na distribuição dos dividendos em virtude de suas práticas de gestão.

Como variável de crise financeira, também foco neste estudo, é utilizada a *dummy* DCRISE, que assumiu valor 1 para anos no qual o PIB brasileiro assumiu valor negativo e 0 para valores do PIB positivos. Dentro do período estudado os anos que tiveram recessão no Brasil foram 2015 - 2016 e 2020, com os valores em percentuais do PIB em -3,5%, -3,3% e -4,1%, respectivamente. A Figura 1 elucida a evolução do PIB brasileiro de 2010 a 2020 (IBGE, 2021b).



**Figura 1:** Evolução do PIB brasileiro 2010 – 2020.

Fonte: Adaptado de IBGE (2021b)

A variável DCRISE pode se comportar tanto positiva quanto negativamente ante à distribuição dos dividendos. A relação positiva foi evidenciada e descrita por Floyd *et al.* (2015), que identificaram que as empresas norte-americanas não financeiras apesar da crise de 2008-2009 mantiveram seus dividendos estáveis para sinalizar solidez financeira aos seus acionistas. No entanto, o mesmo não se confirmou no estudo de Krieger *et al.* (2020) que demonstrou que as empresas norte-americanas não financeiras, frente às incertezas da pandemia do coronavírus no ano de 2020, decidiram por reduzir ou até cortar dividendos afim de obterem caixa para se resguardarem frente aos desafios impostos.

A variável participação no novo mercado (DNM) é variável de controle do tipo *dummy* que assume valor 1 para empresas cadastradas no Novo Mercado da B3 e valor de 0 para empresas que não estão cadastradas. Espera-se que o sinal seja negativo, pois a adesão a níveis mais altos de governança corporativa sugere que as emissões das ações sejam somente ordinárias e, portanto, com maior transparência e exigência de um número mínimo de ações destinadas à livre negociação, o que resulta na possibilidade de menores pagamentos de dividendos do que das demais empresas (Allan & Coelho, 2012; Fonteles, Júnior, de Vasconcelos, & De Luca, 2012).

Tabela 1

**Variáveis da pesquisa**

Variáveis	Descrição	Expressão	Relação Esperada	Autores
DIV	Dividendos distribuídos aos acionistas	Soma dos dividendos e juros sobre capital próprio / Patrimônio Líquido	Variável Dependente	(Forti & Freitas, 2020)
TAM	Tamanho das empresas	Logaritmo natural do Ativo Total da empresa	(+)	(Forti & Freitas, 2020; Forti et al., 2015; Rodrigues et al., 2019)
ROA	Retorno do Ativo	Lucro Operacional / Ativo Total	(+)	(Forti & Freitas, 2020; Forti et al., 2015)

ALAV	Alavancagem	Passivo Total / Patrimônio Líquido	(+ / -)	(Forti & Freitas, 2020; Forti et al., 2015)
CLUC	Crescimento dos Lucros	(Lucro atual – Lucro ano anterior dividido) / lucro ano anterior	(+)	(Forti & Freitas, 2020)
DISE	<i>Dummy</i> de sustentabilidade	1 para empresas listadas no ISE da B3 e 0 para as não listadas	(+ / -)	(Matos et al., 2020; Saeed & Zamir, 2020)
DCRISE	<i>Dummy</i> para crise financeira	1 para anos com crise financeira e 0 para anos sem crise	(+ / -)	(Floyd et al., 2015; Krieger et al., 2020)
DNM	<i>Dummy</i> Participação no novo mercado	1 para empresas listadas no novo mercado e 0 para não listadas	(-)	(Allan & Coelho, 2012; Fonteles et al., 2012)

Fonte: Produzida pelos autores

A partir das variáveis e objetivo do presente artigo, foi montado o modelo econométrico baseado em Forti & Freitas (2020) e Forti *et al.* (2015). O modelo econométrico foi executado pelo método Tobit, que é o mais indicado para amostras que possuam dados com amostras censuradas (37% da base apresentou dados zerados para a variável dividendos).

Pelo resultado do teste de Hausman, refutou-se a utilização dos dados aleatórios, o que impossibilitou a utilização do painel de dados Tobit, desta maneira foram utilizados os Efeitos Fixos (teste de Hausman) e o método Pooled Tobit (Rodrigues *et al.*, 2019).

Para se responder ao objetivo e as hipóteses do presente artigo, foi realizada ainda a interação das variáveis DISE e DCRISE a fim de se investigar o papel complementar de sinalização ao mercado e aos acionistas das boas práticas de sustentabilidade da organização em épocas de crise e consequente redução dos dividendos em crises financeiras.

O modelo proposto é, portanto:

$$\text{Dividendos}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tamanho}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{Alavancagem}_{i,t} + \beta_4 \text{Crescimento dos Lucros}_{i,t} + \beta_5 \text{DISE}_{i,t} + \beta_6 \text{DCrise}_{i,t} + \beta_7 \text{DNM}_{i,t} + \beta_8 (\text{DCRISE}_{i,t} \times \text{DISE}_{i,t}) + \text{SETOR}_i + \text{ANO}_t + \varepsilon_{i,t}$$

Notas:  $i$  e  $t$  se referem a empresa e ano;  $\alpha$  intercepto da regressão; SETOR *dummies* de setor; ANO *dummies* de ano;  $\varepsilon$  termo de erro da regressão.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção serão apresentados os resultados obtidos na pesquisa, iniciando-se pela análise da estatística descritiva e análise de correlação dos dados, dispostos nas Tabelas 2 e 3, respectivamente.

Antes, contudo, destaca-se o procedimento de *winsorização* aplicado sobre a base de dados ao nível de 2%, como forma de repelir na base os *outliers*, cujo resultado está visível na Tabela 2. Por esta análise, nota-se melhor comparabilidade entre os números e maior alinhamento dos mesmos à realidade financeira das organizações. Por tais motivos as análises serão concentradas nos indicadores *winsorizados*.

Pela análise descritiva dos dados, identificou-se que, para o número de 3.853 observações, o dividendo médio distribuído pelas empresas equivale a cerca de 5% do seu patrimônio líquido, variando entre a não distribuição (DIV = 0) até um cenário onde o total de distribuição aos acionistas atinge 50% do valor do patrimônio da empresa.

Quanto ao tamanho (TAM), o valor médio dos ativos totais das empresas analisadas é de R\$1,3bi, variando entre o mínimo de R\$79,8 mil e o máximo de R\$133,5 bilhões. Por sua vez, em relação ao ROA, indicador de rentabilidade sobre os ativos, o valor médio percebido na amostra foi de -6%. Os extremos para tal variável estão entre -319% e 31%. Cabe considerar a respeito destes indicadores que, em média 27% das empresas da amostra encerraram com lucro operacional negativo entre os anos de 2010 e 2020 na base de dados original. Em termos de alavancagem, o resultado médio é de 1,55. Nesta variável, o patrimônio líquido negativo de

algumas empresas remete ao patamar mínimo (-7,40). O máximo percebido é de 15,79. A variável CLUC que mede, a partir do lucro operacional, a taxa de evolução anual do lucro das empresas indica que, em média, o lucro do ano atual é menor (21%) que o auferido pelas organizações no ano anterior.

Na análise das *dummies*, em média 28 empresas compõem anualmente o índice ISE, sendo o ano com maior incidência de empresas neste índice o de 2015, com 33 e os três últimos do período contemplado (2018-2020) os de menor relevância na participação, com 25 empresas. No que tange à participação no Novo Mercado, a média é de 108 companhias, sendo percebido um movimento crescente, de 81 em 2010 (menor patamar) para 155 em 2020, quando o levantamento atinge o seu pico.

Tabela 2

**Estatística Descritiva**

Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.
DIV	3853	0,06	0,17	-0,37	3,87
TAM	4115	14,09	2,93	0,17	20,85
ROA	4108	-0,48	11,90	-670,19	8,05
ALAV	4115	226,23	14.322,85	-732,04	918.778
CLUC	3986	-2,79	124,61	-7.596,16	549,50
DISE	7315			0	1
DCRISE	7315			0	1
DNM	7315			0	1
Variáveis Winsorizadas	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.
DIV	3853	0,05	0,10	0	0,50
TAM	4115	14,08	2,82	4,38	18,71
ROA	4108	-0,06	0,53	-3,19	0,31
ALAV	4115	1,55	3,42	-7,40	15,79
CLUC	3986	-0,21	2,97	-12,47	10,13

**Variáveis winsorizadas a 2% exceto DISE; DCRISE; DNM:** DIV - Dividendos distribuídos aos acionistas; TAM - Tamanho das empresas; ROA - Retorno do Ativo; ALAV - Alavancagem; CLUC - Crescimento dos Lucros; DISE - Dummy de sustentabilidade; DCRISE - Dummy para crise financeira; DNM - Dummy para crise financeira

Fonte: Elaborado pelos autores

Pela análise da Tabela 3, verifica-se que, excetuando-se CLUC, todas as demais variáveis independentes apresentam alta correlação com a variável dependente – DIV. Com relação às variáveis dependentes, as correlações significantes, que estão assinaladas em asterisco (\*), apesar de existirem, não impactam a qualidade dos modelos em termos de multicolinearidade, conforme resultado apresentado através do teste VIF (*variance inflation fator*), registrado na Tabela 4.

Tabela 3

**Matriz de Correlação**

	DIV	TAM	ROA	ALAV	CLUC
DIV	1				
TAM	0,1722*	1			
ROA	0,1691*	0,6138*	1		
ALAV	0,1804*	0,1947*	0,1386*	1	

CLUC      0,0235      0,0143      -0,0019      -0,0463\*      1

**Variáveis winsorizadas a 2%:** DIV - Dividendos distribuídos aos acionistas; TAM - Tamanho das empresas; ROA - Retorno do Ativo; ALAV – Alavancagem; CLUC - Crescimento dos Lucros.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A seguir, na Tabela 4 são demonstrados os resultados das regressões de efeitos fixos e Pooled Tobit. Importante destacar que foi realizada a correção de problemas de heterocedasticidade pela estimação das regressões por erros robustos.

Tabela 4

**Resultado Regressões**

Variável Dependente DIV					
Variáveis	Efeitos Fixos	Pooled Tobit			
TAM	-0,00559	<b>0,0100***</b>	VIF	1,290	1,290
ROA	0,00754	<b>0,317***</b>	Teste de Wald	0,000	0,000
CLUC	0,000284	0,0000575	Teste de Woodridge	0,000	0,000
ALAV	<b>0,00241***</b>	<b>0,00565***</b>	Teste de Breuch – Pagan	0,000	0,000
DISE=1	0,000626	<b>0,0454***</b>	Teste de Chow	0,000	0,000
NM=1	<b>-0,0170**</b>	-0,00267	Teste de Hausman	0,000	0,000
DCRISE=1	<b>-0,00577**</b>	-0,00488	Observações	3753	3753
DCRISE=1 X DISE=1	<b>-0,0237*</b>	-0,0180	RHO	0,665	
Setor	Sim	Sim	Pseudo R2		-1,27
Ano	Sim	Sim	Log pseudolikelihood		847,854
Constante	<b>0,134***</b>	<b>-0,155***</b>	Left censored observations		1404
			Uncensored observations		2349

**Variáveis winsorizadas a 2% exceto DISE; DCRISE; DNM:** DIV - Dividendos distribuídos aos acionistas; TAM - Tamanho das empresas; ROA - Retorno do Ativo; ALAV – Alavancagem; CLUC - Crescimento dos Lucros; DISE - Dummy de sustentabilidade; DCRISE - Dummy para crise financeira; DNM - Dummy para crise financeira; Regressões controladas por Ano e Setor.

Fonte: Elaborado pelos autores

Primeiramente serão analisadas as variáveis pela regressão por efeitos fixos.

A variável ALAV obteve uma significância positiva com dividendos demonstrando que organizações com maiores níveis de alavancagem distribuem maiores dividendos. Este resultado demonstra a sinalização para os investidores que a empresa espera fluxos de caixa maiores no futuro e por isso acaba por pagar maiores dividendos (Forti & Freitas, 2020).

A variável NM também apresentou relação significativa, porém negativa, demonstrando que, em virtude da adesão a níveis mais altos de governança corporativa, com maior transparência e maior participação nas decisões pelos acionistas, há menor necessidade de sinalização ao mercado com uma consequente redução nos pagamentos de dividendos (Allan & Coelho, 2012; Fonteles *et al.*, 2012).

Com relação à variável de crise financeira (DCRISE), obteve-se uma relação significativa e negativa com a distribuição de dividendos, o que demonstra que em situações de incertezas futuras as organizações utilizam da redução ou até mesmo cortes nos dividendos para se resguardarem financeiramente e poderem melhor combaterem épocas de crises econômicas (Krieger *et al.*, 2020).

A interação entre as variáveis ISE e DCRISE obteve significância negativa com a distribuição de dividendos, demonstrando que, em situações de crise financeira, as empresas detentoras da certificação ISE (melhores práticas de governança e sustentabilidade) conseguem

reduzir a distribuição de seus dividendos e focar seus recursos para o melhor enfrentamento da crise financeira. Este achado confirma a hipótese 1 do presente estudo, na qual as organizações que possuem maior disponibilidade de informações no mercado conseguem reduzir os dividendos afim de poderem se resguardarem ante a crises financeiras, não necessitando sinalizar ao mercado robustez financeira, pois esta já é conhecida em virtude de suas informações amplamente divulgadas.

O segundo modelo utilizou a estimação da regressão pelo método *tobit* que, de acordo com os autores Forti *et al.* (2015) e Rodrigues *et al.* (2019), é o melhor método para ser utilizado em variáveis dependentes censuradas (neste caso específico os dividendos). Em virtude da impossibilidade de utilização do painel de dados *tobit* (teste de Hausman ser negativo para utilização de dados em painel para efeitos aleatórios) a estimação foi realizado pelo método *pooled tobit* (Rodrigues *et al.*, 2019).

Neste segundo modelo, a variável TAM demonstrou uma relação positiva e significativa com a distribuição de dividendos, o que confirma que organizações mais maduras não possuem grandes necessidades de investimentos ou que conseguem obter melhores condições de financiamentos que não sejam pela retenção de lucros e consequente redução de dividendos (Forti & Freitas, 2020; Forti *et al.*, 2015; Rodrigues *et al.*, 2019).

A variável ROA obteve relação positiva e significativa com a distribuição de dividendos, o que demonstra que organizações com maior rentabilidade possuem maior capacidade e, por isso, distribuem mais dividendos (Forti & Freitas, 2020; Forti *et al.*, 2015). Alavancagem (ALAV) assim como no modelo de efeitos fixos, apresentou relação positiva e significativa com a distribuição de dividendos, o que reforça a interpretação que empresas mais alavancadas esperam maiores fluxos de caixa futuros e, desta maneira, pagam mais dividendos (Forti & Freitas, 2020).

Com uma relação positiva e significativa, a variável DISE demonstrou ser uma sinalizadora de pagamentos de dividendos, o que demonstra que empresas com certificação de sustentabilidade e governança possuem estabilidade na política de dividendos, gerando maior segurança no investimento de seus acionistas, pois garantem o equilíbrio das participações nos lucros e resultados das organizações a longo prazo (Matos *et al.*, 2020).

A variável *dummy* de crise, tanto na análise isolada quanto na interação com a variável ISE, apesar de possuírem coeficiente negativos, seguindo a tendência dos resultados encontrados no painel de dados de efeitos fixos, não apresentaram significâncias estatísticas. Não podendo desta forma afirmar que as empresas com certificação ISE em anos de crise reduzem as suas emissões de dividendos.

## 5 CONCLUSÃO / CONTRIBUIÇÃO

O presente estudo teve como objetivo evidenciar se empresas possuidoras de certificação ISE na B3, alterariam sua distribuição de dividendos, reduzindo ou até mesmo interrompendo em épocas de crise financeira e, além disso, qual seria a análise comparativa nesse âmbito entre tais empresas e as demais listadas na bolsa brasileira.

Para isso a base de dados utilizada foi de 665 empresas listadas na B3. Destas, anualmente, cerca de 28 em média possuem a certificação ISE. Os resultados foram obtidos por meio de regressões de dados em painel de efeitos fixos e, em seguida, pelo método *pooled tobit*, que para dados censurados (variável dividendos) se torna o mais recomendável (Rodrigues *et al.*, 2019).

Desta maneira, os resultados por efeitos fixos demonstraram que organizações com certificação ISE em épocas de crise reduzem a distribuição de dividendos e, por conseguinte, focam seus esforços e recursos no enfrentamento da restrição financeira. Estes cortes tornam-se possíveis, em virtude da grande abertura das informações das empresas no mercado e da

confiança que elas possuem com relação a robustez financeira, implicando em menor necessidade de sinalização financeira aos seus investidores.

Crises financeiras demonstraram também que mediante as restrições, as organizações reduzem as emissões de dividendos para se protegerem. Além disso, organizações que estão no novo mercado da B3 também reduzem as emissões de dividendos.

Em contrapartida organizações mais alavancadas realizam maiores distribuição de dividendos, pois não são dependentes dos recursos destinados aos acionistas para se financiarem.

Os resultados obtidos por meio do pooled tobit, não confirmaram que organizações certificadas pelo ISE em épocas de crise financeira reduzem as distribuições de dividendos (coeficiente da interação negativo mas sem significância estatística para o modelo).

No entanto o modelo demonstrou que organizações maiores (TAM), com melhores retornos sobre o ativo (ROA) e que são mais alavancadas (ALAV) realizam maior distribuições dos dividendos. Além disso, foi demonstrado que organizações com a certificação ISE também distribuem mais dividendos do que se comparadas as que não pertencem a este índice, o que expressa que estas organizações certificadas possuem maior estabilidade e retornos garantidos aos acionistas. Desta maneira a certificação ISE acaba por se demonstrar como uma sinalizadora de pagamentos de dividendos aos investidores e acionistas.

Como implicação, foi demonstrado que apesar de não ser comprovado que empresas com a certificação ISE em épocas de crises reduzem as emissões de dividendos, foi encontrado o resultado que a certificação ISE possui uma função sinalizadora ao mercado da estabilidade de emissão de dividendos.

Não contemplar o pagamento de dividendos mínimos obrigatórios no Brasil foi uma limitação da pesquisa, a partir da qual abrem-se oportunidades para novos trabalhos que podem abranger também a utilização de amostra ampliada, contemplando outros índices da B3. Além disso, no que tange a aspectos de governança corporativa, dado o contexto de distribuição de dividendos, a inclusão de outras variáveis de controle pode conferir novas oportunidades de análise.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abor, J., & Bokpin, G. A. (2010). Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets. *Studies in Economics and Finance*, 27(3), 180–194. <https://doi.org/10.1108/10867371011060018>
- Allan, P. H., & Coelho, A. C. D. (2012). Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 52(4), 448–463.
- B3. (2020). *B3 divulga a 16ª carteira do ISE B3*. Retrieved from [https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/Release\\_2020.pdf](https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/Release_2020.pdf)
- Badea, L., Ionescu, V., & Guzun, A. A. (2019). What is the causal relationship between stoxx europe 600 sectors? But between large firms and small firms? *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, 53(3), 5–20. <https://doi.org/10.24818/18423264/53.3.19.01>
- Bartram, S. M., Brown, G. W., & Stulz, R. M. (2012). Why are U . S . Stocks More Volatile ? *The Journal of Finance*, 67(4), 1329–1370.
- Bhattacharyya, S. S., Sahay, A., Arora, A. P., & Chaturvedi, A. (2008). A toolkit for designing firm level strategic corporate social responsibility (CSR) initiatives. *Social Responsibility Journal*, 4(3), 265–282. <https://doi.org/10.1108/17471110810892802>
- Cezarino, L. O., de Queiroz Murad, M., & Resende, P. V. (2020). Being green makes me greener? An evaluation of sustainability rebound effects. *Journal of Cleaner Production*, 269, 1–10. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.121436>

- Cruz, B. D. P. A., & Assis, D. R. C. de. (2009). OS REFLEXOS DA CRISE FINANCEIRA NAS PRÁTICAS DE RESPONSABILIDADE SOCIAL DE EMPRESAS DO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA QUE COMPÕEM O ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL DA BM&F BOVESPA. *Revista Pensamento Contemporâneo Em Administração*, 3(2), 35–50.
- de Freitas, M. C. P. (2009). Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. *Estudos Avançados*, 23(66), 125–145. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142009000200011>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Fabregá, M. B., & Nicolau, A. R. (2016). Emprendimiento y supervivencia empresarial en época de crisis: El caso de Barcelona. *Intangible Capital*, 12(1), 95–120. <https://doi.org/10.3926/ic.689>
- Fama, E. F. (1974). The Empirical the Dividend Relationships Between and of Investment Firms Decisions. *The American Economic Review*, 64(3), 304–318.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.002>
- Fonteles, I. V., Júnior, C. A. P., de Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2012). Política de Dividendos das Empresas Participantes do Índice Dividendos da Bm & FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(3), 173–204.
- Forti, C. A. B., & Freitas, K. S. (2020). Relação entre os dividendos e a classificação de rating de empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(42), 120–137. <https://doi.org/https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n42p120>
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. e A. (2015). Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167–180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>
- Futema, M. S., Basso, L. F. C. & Kayo, E. K. (2009). *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49), 44-62.
- Gomes, P. H. da C. P., Takamatsu, R. T., & Machado, E. A. (2015). Determinantes da Política de Remuneração do Capital Próprio: Dividendos versus Juros sobre Capital Próprio. *REUNIR: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 5(2), 62-85.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105.
- Heslin, P. A., & Ochoa, J. D. (2008). Understanding and developing strategic corporate social responsibility. *Organizational Dynamics*, 37(2), 125–144. <https://doi.org/10.1016/j.orgdyn.2008.02.002>
- Higgins, R. C. (1972). The corporate dividend-saving decision. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7(2), 1527–1541.
- IBGE. (2021a). *Indicadores IBGE - Contas Nacionais Trimestrais Indicadores de Volume e Valores Correntes Out.-Dez. 2020*. Retrieved from [https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/2121/cnt\\_2020\\_4tri.pdf](https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/2121/cnt_2020_4tri.pdf)
- IBGE. (2021b). PIB a preços de mercado - Taxa acumulada em 4 trimestres (%), 1º trimestre 1996 - 4º trimestre 2020. Retrieved from [https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas&utm\\_source=landing&utm\\_medium=explica&utm\\_campaign=pib#evolucao-](https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas&utm_source=landing&utm_medium=explica&utm_campaign=pib#evolucao-)

taxa

- IBGE. (2021c). *PNAD Contínua Trimestral: desocupação recua em cinco das 27 UFs no 4º trimestre de 2020*. Retrieved from <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/30236-pnad-continua-trimestral-desocupacao-recua-em-cinco-das-27-ufs-no-4-trimestre-de-2020>
- IMF. (2020). *WORLD ECONOMIC OUTLOOK INTERNATIONAL MONETARY FUND The Great Lockdown. World Economic Outlook*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>
- Jensen, M. . (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323–329. <https://doi.org/https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kambil, A. (2008). What is your recession playbook? *Journal of Business Strategy*, 29(5), 50–52. <https://doi.org/10.1108/02756660810902341>
- Krieger, K., Mauck, N., & Pruitt, S. W. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. *Finance Research Letters*, 1–7. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101910>
- Lang, L. H., & Litzenberger, R. H. (1989). Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis? *Journal of Financial Economics*, 24(1), 181–191.
- Latham, S., & Braun, M. (2011). Economic recessions, strategy, and performance: a synthesis. *Journal of Strategy and Management*, 4(2), 96–115. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1108/17554251111128592>
- Leite, M., Pamplona, E., da Silva, T. P., Brandt, E. T., & de Oliveira Schlotefeldt, J. (2020). Determinantes do pagamento de dividendos nos períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras. *Desafio Online*, 8(1), 68–90.
- Lim, K. (2016). The Shift of a Dividend Policy and a Leverage Policy during the 2008 Financial Crisis. *International Journal of Finance & Banking Studies (2147-4486)*, 5(6), 09–14. <https://doi.org/10.20525/ijfbs.v5i6.600>
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2003). Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade & Finanças*, 14(spe), 39–53. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772003000400008>
- Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Rae-Revista De Administracao De Empresas*, 52(1), 24–39.
- Matos, P. V., Barros, V., & Sarmiento, J. M. (2020). Does ESG Affect the Stability of Dividend Policies in Europe? *Sustainability*, 12(21), 1–15. <https://doi.org/10.3390/su12218804>
- Melo, C., & Cabral, S. (2020). A Grande Crise e as Crises Brasileiras : O Efeito Catalisador da COVID-19. *Revista Eletrônica Gestão & Soc Iedade*, 14(39), 3681–3688. <https://doi.org/10.21171/ges.v14i39.3259>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40, 1031–1051. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985>
- Ranjee, R., Pathak, R., & Saxena, A. (2018). To pay or not to pay : what matters the most for dividend payments ? *International Journal of Managerial Finance*, 14(2). <https://doi.org/10.1108/IJMF-07-2017-0144>
- Rodrigues, D. R., Fodra, M., de Sousa Ribeiro, K. C., & da 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.  
Retrieved from  
<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/4800>
- Rozeff, M. S. (1986). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- Saeed, A., & Zamir, F. (2020). How does CSR disclosure affect dividend payments in emerging markets? *Emerging Markets Review*, 46, 100747.  
<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100747>
- Sampaio, T. C. Q., Coelho, A. C., & Holanda, A. P. (2015). Adoção de conservadorismo nos lucros em períodos de crise financeira: evidências no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 34(1), 71–85. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v34i1.24922>
- Scott, S. (2007). Corporate Social Responsibility and the Fetter of Profitability. *Social Responsibility Journal*, 3(4), 31–39. <https://doi.org/10.1108/17471110710840215>
- Sjödin, H., Wilder-Smith, A., Osman, S., Farooq, Z., & Rocklöv, J. (2020). Only strict quarantine measures can curb the coronavirus disease (COVID-19) outbreak in Italy, 2020. *Eurosurveillance*, 25(13), 1–6. <https://doi.org/10.2807/1560-7917.ES.2020.25.13.2000280>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1979). The demand for and supply of accounting theories: The market for excuses. *Accounting Review*, 273–305.

---

<sup>i</sup> Stoxx Europe 600 Index – Índice composto por 600 empresas de 17 países da região da Europa (Badea, Ionescu, & Guzun, 2019).