

Payout, crises e desempenho de mercado: evidências dos BRICS

WAGNER DANTAS DE SOUZA JUNIOR

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

TARCÍSIO PEDRO DA SILVA

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

Agradecimento à órgão de fomento:

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

Payout, crises e desempenho de mercado: evidências dos BRICS

1 Introdução

Investidores anseiam pelo payout, e o anúncio dos dividendos e recompras sinaliza desempenho positivo em mercados com informação assimétrica (Miller & Rock, 1985). Ao contrário da sabedoria convencional, eles associam o alto pagamento ao forte crescimento de lucros, em decorrência do excesso de fluxo de caixa livre (Zhou & Rouland, 2019).

Sabe-se que a decisão de payout é influenciada pela geração e acúmulo de caixa e ausência de oportunidades de investimento das empresas (Abor & Bokpin, 2010), mas que períodos de crises motivam a substituição do pagamento pela liquidez interna, em vista das consequências negativas dos choques exógenos sob as políticas corporativas (Bliss et al., 2015). Por exemplo, Floyd et al. (2015) documentaram nos EUA que durante a crise do subprime de 2007 e 2008 os bancos resistiram ao corte dos dividendos para sinalizar força financeira, enquanto as indústrias foram inclinadas ao corte para sustentar investimentos. Já no Reino Unido, Kilincarslan (2022) explica que apesar do efeito negativo da crise mundial, as empresas mantiveram altas taxas de pagamento de dividendos suavizadas na década após a crise.

Mais recentemente, durante a crise mundial da COVID-19, os dividendos foram suspensos nas empresas americanas listadas, estimando-se uma economia de 30 bilhões de dólares, o que corresponde entre 10% e 20% de caixa das empresas como resposta ao choque exógeno (Pettenuzzo, 2023). Para os países do G-7, Ntantamis e Zhou (2022) identificam que, enquanto na Alemanha, França e Itália decidiram pelo corte generalizado nos dividendos, nos EUA, Japão e Canadá optou-se pela substituição dos dividendos pelas recompras de ações.

Considerando uma análise específica das empresas do S&P 1500, Mazur et al. (2023) explicam que, apesar da relação negativa entre a COVID-19 e os dividendos, empresas com baixos lucros mantiveram altos níveis de pagamento e baixa propensão ao corte. Tais resultados indicam o interesse na sinalização do payout em períodos de crise, mas a efetividade dessa estratégia para manter a base acionária em períodos de turbulência é uma questão em aberto.

Em decorrência do exposto, esse trabalho investiga o efeito moderador das crises econômicas na relação entre payout e desempenho de mercado das companhias abertas listadas no bloco BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul). O bloco dos BRICS é composto por países importantes no cenário geopolítico e econômico mundial, seja pela alta participação na produção do PIB mundial, exportação de commodities, tecnologias e consumo (Degenhart et al., 2021). O design da pesquisa envolve uma amostra de 2.741 pagadoras de dividendos, 25.461 observações entre 2000 e 2021 e análise de regressão OLS com efeitos fixos de empresa.

A pesquisa sobre dividendos justifica-se pela influência do pagamento na precificação de ativos (Lintner, 1956). Esse trabalho complementa os estudos de Floyd et al. (2015) e Mazur et al. (2023), entre outros recentes, sobre dividendos e recompras de ações em períodos de crises econômicas, no contexto dos mercados emergentes do BRICS. As principais contribuições são relativas à descoberta do efeito moderador positivo do payout sobre o índice M/B no período da crise do subprime, porém um efeito moderador negativo do payout sob o índice P/L durante a crise da COVID-19. Portanto, para o investidor, a política de pagamento deve ser ajustada na margem em resposta aos choques macroeconômicos.

2 Fundamentação Teórica

A literatura empírica em finanças corporativas trata os dividendos como relevantes para o investidor, e, portanto, há um compromisso implícito do gestor em manter a estabilidade do pagamento (Lintner, 1956). Isso significa que, ao iniciar a política de dividendos, gestores

perseguem uma meta de pagamento e são relutantes ao corte, suavizando as demais políticas corporativas para o cumprimento da meta de pagamento.

Além disso, sabe-se que o payout sinaliza a confiança do gestor na lucratividade futura da empresa (Miller & Rock, 1985). Isso porque o pagamento é um substituto das oportunidades de investimento e, portanto, empresas que distribuem dividendos já supriram suas necessidades de capital e possuem excesso de fluxo de caixa livre para distribuir aos acionistas.

Estudos têm apontado que os dividendos são resilientes no século 21 (Brav et al., 2005), com tendência de crescimento a partir dos anos 2000 (Bliss et al., 2015) e mantendo-se na preferência dos investidores para a formação de portfólio de ativos. A política de pagamento é influenciada pela lucratividade e capitalização de mercado das ações (Abor & Bokpin, 2010), sendo as empresas com altos níveis de pagamento associadas ao alto crescimento de lucros futuros (Zhou & Ruland, 2009).

Especialmente nos mercados emergentes, como é o caso do Brasil, Vasconcelos e Martins (2019) demonstram que o fator crescimento supera os fundamentos quando se trata da seleção de empresas pagadoras de dividendos, visto que as empresas de crescimento mantêm o pagamento constante dos dividendos em relação ao lucro. Na China, Nie e Yin (2022) explicam que a mudança nos dividendos está inversamente relacionada à volatilidade dos fluxos de caixa.

Nos BRICS, Mrzyglód et al. (2021) explicam que há um padrão de suavização dos dividendos, e que características em nível de empresa, como estrutura de propriedade, risco de liquidez e alavancagem influenciam o payout. Degenhart et al. (2021) complementam essa visão ao indicar que nos BRICS há influência de fatores macroeconômicos e assimetria de mercado sobre a política de pagamento.

Grande parte das pesquisas analisa a política de pagamento sob um cenário de estabilidade macroeconômica. Os períodos de crises, no entanto, têm a capacidade de distorcer as políticas corporativas e mudar as preferências dos gestores sobre a política de pagamento (Bliss et al., 2015). Nos Estados Unidos, por exemplo, durante a crise mundial de 2007 e 2008, que acarretou um choque de iliquidez no mercado de crédito, bancos e industriais reduziram dividendos e recompras para acúmulo de caixa e financiar investimentos (Floyd et al., 2015). Mas o efeito da crise reduziu intensamente o número de pagantes no mundo (Bildik et al., 2015), por motivos de precaução de iliquidez de caixa.

Mais recentemente, a partir de 2020 até meados de 2023, a crise da pandemia da COVID-19 também teve influência sob a política de pagamento das empresas. Nos primeiros trimestres de 2020, a medida inicial para conter a iliquidez foi a suspensão dos dividendos (Pettenuzzo et al., 2020). Alguns países, como EUA e Canadá substituíram dividendos por recompras de ações, enquanto outros como o reino Unido, Alemanha, França e Itália optaram pelo corte generalizado do payout (Ntantamis & Zhou, 2022).

Em contraste, Mazur et al. (2020) explica as empresas do S&P 1500 foram em direção contrária ao comportamento padrão do mercado, mantendo e até aumento os níveis de pagamento de dividendos, recompras e dividendos especiais, apesar da previsão negativa de lucros futuros. Esses resultados sugerem que a relação entre pagamento e desempenho de mercado também é influenciada pelo otimismo dos CEOs, podendo superar o corte e o alisamento do pagamento mesmo em tempos de crise. Com base no exposto, entende-se que há uma relação entre pagamento e o desempenho de mercado, e que tempos de crise podem influenciar essa relação (Kilincarslan, 2021). Assim, desenvolve-se a hipótese da pesquisa:

H₁. Há um efeito moderador das crises econômicas na relação entre payout e desempenho de mercado.

3 Metodologia

A amostra inicial do estudo inclui empresas de capital aberto listadas nas bolsas de valores dos países do bloco BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul). Foram selecionadas 2.741 empresas pagadoras de dividendos, com dados entre o período de 2000 até 2021. São totalizadas 25.713 observações qualificadas para o contexto de análise.

Para a seleção da amostra foram adotados os seguintes critérios, com base na literatura recente: empresas com informações ausentes para ativos totais, dívida, patrimônio líquido, capitalização de mercado, índice preço/lucro, recompras de ações e dividendos; remoção de observações de empresas-anos em que não houve payout; empresas com patrimônio líquido e valor Q negativo (Abor & Bokpin, 2010; Ntantamis & Zhou, 2022).

O banco de dados contém variáveis contábeis e de mercado de empresas coletados na base Eikon Refinitiv. Já variável PIB foi coletada na base de dados da OCDE (2023). Todas as variáveis foram anualizadas para análise de dados.

A variável dependente do estudo é o desempenho de mercado foi representado por três variáveis de resposta, sendo a razão preço/lucro, o market-to-book e o Q de Tobin, todos amplamente difundidos na literatura de finanças (Degenhart et al., 2021). A variável independente é o payout, representado pela soma dos dividendos e recompras de ações escalonado pelos ativos totais (Nie & Yin, 2022).

Três variáveis de controle foram utilizadas na equação principal: o investimento, representado pelas despesas de capital escalonado pelo ativo total; a alavancagem, calculada pela razão dívida total sobre ativo total; e o logaritmo do PIB per capita. Para representar os tempos de crise, foram adicionadas variáveis dummy para os períodos da crise do subprime (2007 e 2008) e da COVID-19 (2020 e 2021).

A análise de dados foi conduzida por meio de regressão no método dos mínimos quadrados ordinários (OLS), com efeitos fixos em nível de empresa (Hsiao, 2022). A autocorrelação serial foi removida com a defasagem da variável resposta em um período (t-1). O teste qui-quadrado foi aplicado para avaliar a significância do efeito moderador, comparando-se os modelos de regressão com e sem interação das variáveis explicativas.

4 Análise dos Resultados

A Tabela 1 relata a estatística descritiva das variáveis do estudo. Em média a razão P/L da amostra é de 9 vezes o lucro das companhias, enquanto o market-to-book (M/B), isto é o valor de mercado médio é duas vezes o patrimônio contábil. O valor Q é de 3,92 indicando oportunidades de crescimento positivas no ambiente dos BRICS. O PAYOUT médio equivale a 0,02% o valor dos ativos totais, enquanto o investimento 24% e a alavancagem 29% dos ativos. O PIB per capita médio no período de análise de US\$ 4.402 no bloco.

Tabela 1. Resumo descritivo

	P/L	M/B	Q	PAYOUT	INV	ALAV	lnPIB
Média	9,56	2,39	3,92	0,02	0,24	0,29	8,28
Mediana	7,38	1,25	2,60	0,01	0,18	0,17	8,98
σ	26,66	6,21	7,40	0,18	0,9	2,57	-3,11

Legenda: P/L é a razão preço sobre lucro; MB é o market-to-book-, Q refere-se ao Q de Tobin; INV é o investimento bruto de capital (CAPEX); EC é o grau de alavancagem total, PIB é a o logaritmo do PIB per capita; e σ é o desvio padrão.

Fonte: Dados da pesquisa

A turbulência no ambiente macroeconômico dos países do BRICS pode ser observada pela volatilidade da série histórica trimestral do PIB na Figura 1. É comumente aceito que a

datação de oito trimestres consecutivos de fraco crescimento ou índices negativos dão indícios de recessão ou crises econômicas (FGV/IBRE, 2023). Nesse sentido, nota-se alta volatilidade na série dos países em geral entre 2007-2008 (crise do subprime) e a partir de 2020 (crise da COVID-19). Não se pode ignorar, no entanto, que série histórica do Brasil (2014-2016) aponta indícios de recessão econômica com oito semestres consecutivos de PIB negativo e seis períodos consecutivos na Rússia (2014-2015). O cenário macroeconômico, então, indica instabilidade do produto em diferentes épocas no contexto analisado.

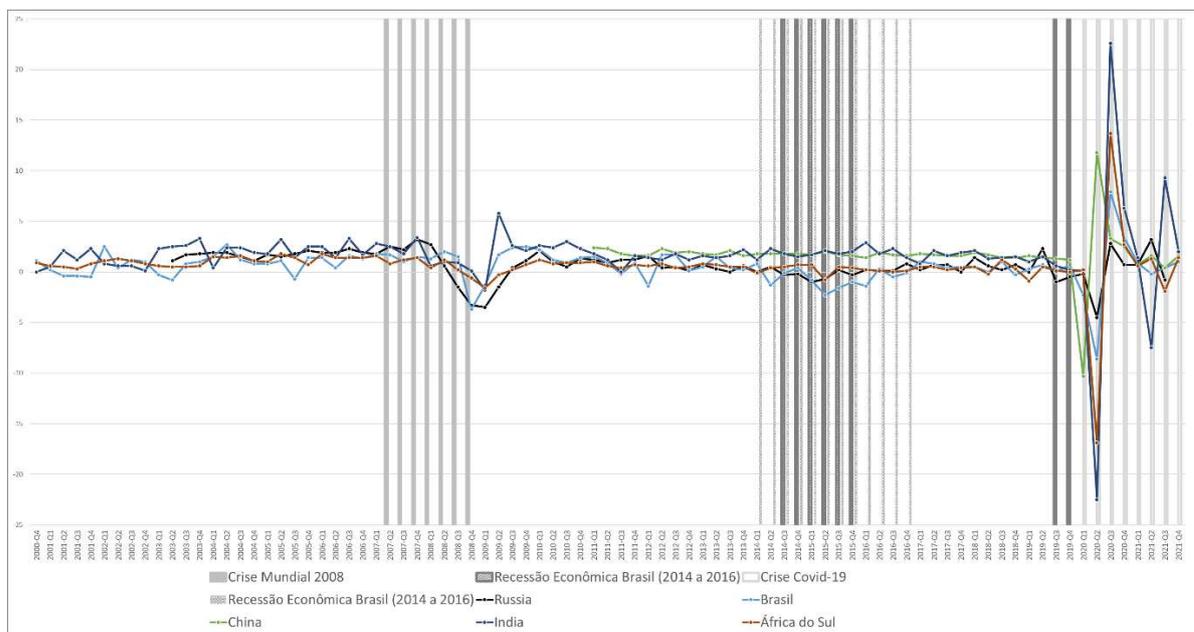


Figura 1. Evolução do PIB Trimestral dos BRICS de 2020-Q4 a 2021-Q4
Fonte: OECD (2023).

A partir do exposto, foram estimadas quatro modelos de regressão OLS com efeitos fixos de empresa para cada uma das variáveis dependentes: P/L, M/B e Q. O primeiro modelo (1) considera apenas os efeitos diretos do Payout e da Crise do Subprime sob a variável resposta, enquanto o segundo modelo (2) inclui a variável moderadora Payout*Crise do Subprime. Seguindo a mesma lógica, o terceiro modelo (3) inclui somente os efeitos diretos do Payout e da Crise da Covid-19 sob a variável resposta, e o quarto modelo (4) a variável moderadora Payout*Crise da Covid-19. A Tabela 2 apresenta os resultados.

Na análise da relação payout e P/L, não foi possível observar efeito significativo do payout durante a crise do subprime nos países dos BRICS. Ao contrário, na crise da COVID-19, foi possível observar um efeito direto negativo do payout (-3,68), da crise (-3,03) e um efeito moderador negativo da interação Payout*Crise Covid-19 (-25,88), com ambos os coeficientes estatisticamente significativos. Pela análise do teste qui-quadrado, a relação de moderação é estatisticamente significativa ao nível de 1%.

Ao avaliar a relação payout e M/B, nota-se que há um efeito moderador positivo da crise do subprime na relação payout-M/B (3,99). O teste qui-quadrado explica que essa relação de moderação é estatisticamente significativa ao nível de 1%. Em menor grau, encontra-se um efeito positivo da crise da Covid-19 sobre o M/B (0,43), porém sem efeito moderador.

No que tange a relação payout e Q, nota-se um efeito direto positivo significativo do Payout sobre Q (2,67), sem efeito moderador para crise do subprime. Por outro lado, na Covid-19, também há um efeito positivo direto da crise sobre Q (2,68), e um coeficiente estatisticamente significativo e positivo do efeito moderador Payout*Covid-19 (3,10) a um nível de 10%. Porém, não é possível atestar o efeito moderador pelo teste qui-quadrado.

Table 2 – Desempenho de mercado, payout e crises econômicas no BRICS

Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Painel A: variável dependente P/L</i>				
<i>C</i>	5,85*	5,76*	8,77*	6,37
<i>P/L</i> _{<i>it-1</i>}	0,07*	0,07*	0,07*	0,07
<i>PAYOUT</i> _{<i>it</i>}	-3,13	-1,14	-3,68**	-1,76
<i>CRISE_SUBPRIME</i> _{<i>it</i>}	-1,28	-	-	-
<i>(PAYOUT * CRISE_SUBPRIME)</i> _{<i>it</i>}	-	-3,14	-	-
<i>CRISE_COVID19</i> _{<i>it</i>}	-	-	-3,03*	-
<i>(PAYOUT * CRISE_COVID19)</i> _{<i>it</i>}	-	-	-	-25,88**
<i>INV</i> _{<i>it</i>}	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>ALAV</i> _{<i>it</i>}	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
<i>PIB</i> _{<i>it</i>}	0,31*	0,31*	0,02	0,25
$\Delta\chi^2 / (g.l.)$	2,00 / 5 = 0,84		15,00 / 5 = 0,01*	
<i>R</i> ²	0,41	0,41	0,41	0,41
DW	1,98	1,98	1,98	1,98
Número de empresas	2.212	2.212	2.212	2.212
<i>N</i>	15.422	15.422	15.422	15.422
<i>Painel B: variável dependente M/B</i>				
<i>C</i>	3,28*	3,34*	2,88*	3,29
<i>M/B</i> _{<i>it-1</i>}	0,12*	0,12*	0,12	0,12*
<i>PAYOUT</i> _{<i>it</i>}	0,59	-1,98	0,66	0,64
<i>CRISE_SUBPRIME</i> _{<i>it</i>}	0,11	-	-	-
<i>(PAYOUT * CRISE_SUBPRIME)</i> _{<i>it</i>}	-	3,99**	-	-
<i>CRISE_COVID19</i> _{<i>it</i>}	-	-	0,43*	-
<i>(PAYOUT * CRISE_COVID19)</i> _{<i>it</i>}	-	-	-	-0,24
<i>INV</i> _{<i>it</i>}	0,00	0,00	0,00**	0,00**
<i>ALAV</i> _{<i>it</i>}	-0,05*	-0,05*	-0,05	-0,05
<i>PIB</i> _{<i>it</i>}	-0,05*	-0,05*	-0,01	-0,01**
$\Delta\chi^2 / (g.l.)$	17,00 / 5 = 0,04*		17,00 / 5 = 0,04*	
<i>R</i> ²	0,48	0,48	0,48	0,48
DW	1,97	1,97	1,97	1,97
Número de empresas	2.438	2.438	2.438	2.438
<i>N</i>	19.603	19.603	19.603	19.603
<i>Painel C: variável dependente Q</i>				
<i>C</i>	2,18*	2,15*	1,77*	2,11*
<i>Q</i> _{<i>it-1</i>}	0,49*	0,49	0,49*	0,49*
<i>PAYOUT</i> _{<i>it</i>}	2,67*	3,99	2,68*	2,46
<i>CRISE_SUBPRIME</i> _{<i>it</i>}	-0,12	-	-	-
<i>(PAYOUT * CRISE_SUBPRIME)</i> _{<i>it</i>}	-	2,38	-	-
<i>CRISE_COVID19</i> _{<i>it</i>}	-	-	0,42*	-
<i>(PAYOUT * CRISE_COVID19)</i> _{<i>it</i>}	-	-	-	3,10***
<i>INV</i> _{<i>it</i>}	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>ALAV</i> _{<i>it</i>}	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00
<i>PIB</i> _{<i>it</i>}	-0,03*	-0,03*	0,00	0,00
$\Delta\chi^2 / (g.l.)$	9,00 / 5 = 0,10***		3,00 / 5 = 0,7	
<i>R</i> ²	0,56	0,56	0,47	0,47
DW	1,97	1,97	1,98	1,98
Número de empresas	2.741	2.741	2.741	2.741
<i>N</i>	25.713	25.713	25.713	25.713

Fonte: dados da pesquisa.

As evidências para os BRICS são resumidos da seguinte forma. Primeiro, houve um efeito negativo da Crise da Covid-19 na razão P/L das empresas dos BRICS e um efeito moderador negativo na relação payout e desempenho de mercado das empresas. Esses resultados são consistentes com efeitos dos choques de liquidez da COVID-19 sobre a oferta

de capital das empresas e a consequente queda nos lucros, que levou as pagadoras de dividendos suspenderem os dividendos para suavizar o pagamento subsequente (Pettenuzzo et al., 2023).

Em segundo lugar, nota-se um efeito moderador positivo da relação Payout*Crise do subprime no market-to-book das empresas dos BRICS. E em terceiro lugar, evidencia-se que a Crise da Covid-19 também influenciou positivamente o M/B das empresas. Esses resultados indicam que durante a crise mundial de 2008 os dividendos atuaram sinalizaram maior valor de mercado das empresas, consistente com a noção de *high quality* das empresas no portfólio para o investidor. Esses resultados dão suporte para a aceitação da hipótese H₁ do estudo, de modo em que há sinalização do payout para a criação de valor no bloco dos BRICS (Vasconcelos & Martins, 2019; Degenhart et al., 2021; Nie & Yin, 2022).

Além do exposto, foram realizados testes adicionais com o índice LPA com variável resposta e regressões OLS considerando o efeito moderador nos períodos de recessão econômica no Brasil (2014 a 2016) e Rússia (2014 e 2015), no entanto os resultados neste trabalho não são conclusivos. O desdobramento do efeito das crises sobre o desempenho de mercado das empresas permanece em debate.

5 Conclusão

Se os dividendos emitem ou não um sinal para o mercado e qual o conteúdo informacional é uma questão em debate na literatura de finanças corporativas. Evidências empíricas apontam que os dividendos e recompras são valorizados pelos investidores, e por isso, as empresas moldam suas preferências pelo pagamento em uma política de distribuição.

A precificação dos ativos com base nos dividendos comumente observa o comportamento financeiro das empresas em períodos de estabilidade econômica e a política de pagamento, no entanto, períodos de crises econômicas também moldam as preferências dos gestores pela distribuição dos lucros. Nessa direção, essa pesquisa se propõe a avaliar o efeito moderador das crises econômicas na relação entre payout e desempenho de mercado das companhias abertas listadas no bloco BRICS.

Os principais resultados da pesquisa indicam que houve um efeito negativo da Crise da Covid-19 na razão P/L das empresas e um efeito moderador negativo na relação payout e desempenho de mercado das empresas. Também foi possível evidenciar um efeito moderador positivo da relação payout e a crise do subprime no market-to-book das empresas dos BRICS. Por último, aponta-se que a Crise da Covid-19 também influenciou positivamente o M/B das empresas. Os resultados levam a aceitação da hipótese do estudo de que há um efeito moderador das crises econômicas na relação entre payout e desempenho de mercado no bloco do BRICS, e que esses resultados dão suporte à noção teórica da sinalização do payout.

Entre as limitações do estudo cita-se a ausência de dados da Rússia anterior dados trimestrais do PIB da China. Novos estudos precisam continuar a ser desenvolvido nessa área considerando outras métricas de desempenho de mercado, o controle da endogenia em análises econométricas e novas variáveis de controle, incluindo a governança corporativa e a participação de investidores institucionais.

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.

Bildik, R., Fatemi, A., & Fooladi, I. (2015). Global dividend payout patterns: The US and the rest of the world and the effect of financial crisis. *Global Finance Journal*, 28, 38-67.

Bliss, B. A., Cheng, Y., & Denis, D. J. (2015). Corporate payout, cash retention, and the supply of credit: Evidence from the 2008–2009 credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 521-540.

Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.

FGV/ IBRE (2023). *Comitê de Datação de Ciclos Econômicos*. CODACE. Acesso em 17, junho 2023, de <https://portalibre.fgv.br/codace>.

Degenhart, L., Silva, T. P., & Nakamura, W. T. (2021). Desempenho de mercado e a distribuição de dividendos em empresas pertencentes ao BRICS. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 40(3), 39-59.

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*, 118(2), 299-316.

Hsiao, C. (2022). *Analysis of panel data*. 4th ed. Cambridge University Press.

Kilincarslan, E. (2021). Smoothed or not smoothed: The impact of the 2008 global financial crisis on dividend stability in the UK. *Finance Research Letters*, 38, 101423.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.

Mazur, M., Dang, M., & Vo, T. T. A. (2023). Dividends and share repurchases during the COVID-19 economic crisis. *Journal of Financial Research*, 46(2), 291-314.

Mrzygłód, U., Nowak, S., Mosionek-Schweda, M., & Kwiatkowski, J. (2021). What drives the dividend decisions in BRICS countries? *Oeconomia Copernicana*, 12(3), 593-629.

Nie, J., & Yin, L. (2022). Do dividends signal safety? Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 82, 102123.

Ntantamis, C., & Zhou, J. (2022). Corporate payout, cash holdings, and the COVID-19 crisis: Evidence from the G-7 countries. *Finance Research Letters*, 50, 103275.

OECD. (2023). Quarterly GDP. *OECD Statistics*. Acesso em 17, junho 2023, de <https://data.oecd.org/gdp/quarterly-gdp.htm>

Pettenuzzo, D., Sabbatucci, R., & Timmermann, A. (2023). Payout suspensions during the Covid-19 pandemic. *Economics Letters*, 224, 111024.

Vasconcelos, L. N. C. D., & Martins, O. S. (2019). Value and growth stocks and shareholder value creation in Brazil. *Revista de Gestão*, 26(3), 293-312.

Zhou, P., & Ruland, W. (2019). Dividend payout and future earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 62(3), 58-69.