



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS



VALOR DE MERCADO E POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS COMPANHIAS DE
CAPITAL ABERTO NO BRASIL ANTES, DURANTE E DEPOIS DA PANDEMIA

FELIPE CONTI THOMAS

MARIANA

2025

FELIPE CONTI THOMAS

VALOR DE MERCADO E POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS COMPANHIAS DE
CAPITAL ABERTO NO BRASIL ANTES, DURANTE E DEPOIS DA PANDEMIA

Monografia apresentada ao Curso de
Administração da Universidade Federal de
Ouro Preto como requisito para obtenção do
título de bacharel em Administração.

Orientadora: Profa. Dra. Simone Evangelista Fonseca

MARIANA

2025

SISBIN - SISTEMA DE BIBLIOTECAS E INFORMAÇÃO

T456v Thomas, Felipe Conti.

Valor de mercado e política de dividendos das companhias de capital aberto no Brasil antes, durante e depois da pandemia. [manuscrito] / Felipe Conti Thomas. - 2025.

33 f.: il.: tab..

Orientadora: Profa. Dra. Simone Evangelista Fonseca.

Monografia (Bacharelado). Universidade Federal de Ouro Preto. Instituto de Ciências Sociais Aplicadas. Graduação em Administração .

1. COVID-19, Pandemia de, 2020-2023. 2. Dividendos - Brasil. 3. Investidores (Finanças). 4. Sociedades comerciais - Finanças. I. Fonseca, Simone Evangelista. II. Universidade Federal de Ouro Preto. III. Título.

CDU 330.322(81)

Bibliotecário(a) Responsável: Essevalter De Sousa - Bibliotecário Coordenador
CBICSA/SISBIN/UFOP-CRB6a1407



FOLHA DE APROVAÇÃO

Felipe Conti Thomas

Valor de mercado e Política de dividendos das companhias de capital aberto no Brasil, antes, durante e depois da pandemia.

Monografia apresentada ao Curso de Administração da Universidade Federal de Ouro Preto de Ouro Preto como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Administração.

Aprovada em 03 de Setembro de 2025

Membros da banca

Doutora Simone Evangelista Fonseca - Orientadora - Universidade Federal de Minas Gerais

Doutor Fábio Viana de Moura - Fundação Getúlio Vargas

Doutora Jane Kelly Dantas Barbosa - Universidade Federal de Minas Gerais

Especialista Regiane Oliveira de Moraes Soares - Fundação Getúlio Vargas

Simone Evangelista Fonseca, orientadora do trabalho, aprovou a versão final e autorizou seu depósito na Biblioteca Digital de Trabalhos de Conclusão de Curso da UFOP em 15/09/2025.



Documento assinado eletronicamente por **Simone Evangelista Fonseca, PROFESSOR DE MAGISTERIO SUPERIOR**, em 15/09/2025, às 11:37, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.ufop.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0971958** e o código CRC **18480E29**.

AGRADECIMENTOS

A conclusão deste trabalho representa a culminação de um ciclo de grande aprendizado e dedicação. Esta conquista não seria alcançada sem a contribuição fundamental de pessoas essenciais em minha vida. A concretização deste trabalho marca o ápice de um período de intenso aprendizado e empenho. Esta realização só foi possível graças ao apoio crucial de pessoas fundamentais em minha jornada.

Em primeiro, gostaria de destacar a minha orientadora, Professora Simone Evangelista Fonseca. Agradeço imensamente por não me deixar desistir em nenhum momento e por me impulsionar com seu vasto conhecimento e orientações. Sou grato por sua atenção, paciência e por cada ensinamento que levarei por toda a vida, fica o meu respeito e admiração por esta pessoa.

À Universidade Federal de Ouro Preto, pela excelente estrutura oferecida e pelo corpo docente qualificado que tornou minha formação possível. Aos meus colegas de curso, agradeço pelas trocas de experiências e pela amizade que construímos ao longo desta trajetória.

À minha família e aos meus amigos, por serem meu ponto de apoio incondicional. Agradeço pelo incentivo, pela motivação e até mesmo pela cobrança, que sempre me estimularam a ser melhor.

A Deus, pela força e pela certeza de sua presença nos momentos de dificuldade e incerteza.

Por fim, a todos que, de alguma forma, contribuíram para a minha caminhada acadêmica, meu muito obrigado.

Que este trabalho represente não apenas o fim de um ciclo acadêmico, mas também a materialização de todo o apoio que recebi.

"An investment in knowledge always pays the best interest".

(Benjamin Franklin)

RESUMO

A relação entre a política de dividendos e o valor de mercado das empresas é um debate persistente na literatura financeira. Este estudo teve como objetivo analisar os efeitos das políticas de distribuição de dividendos sobre o valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil, com foco na dinâmica observada nos períodos antes, durante e após a pandemia de COVID-19. A pesquisa, de natureza quantitativa e descritiva, utilizou dados secundários da plataforma Economatica®, com uma amostra de 329 empresas listadas na B3 durante o período de janeiro de 2018 a junho de 2025. Para a análise, foram empregadas estatísticas descritivas, correlação de Pearson e regressão linear com dados em painel. Os resultados confirmam as Teorias da Relevância dos Dividendos, do Pássaro na Mão e da Sinalização. Uma relação estatisticamente significativa positiva entre o pagamento de dividendos e o valor de mercado, controlada por endividamento, rentabilidade e tamanho das firmas foi identificada. Sendo que os efeitos não foram estáticos, a influência dos dividendos sobre o valor das empresas reduziu-se durante a pandemia em comparação com o período anterior a ela, retomando patamares no período após o evento. Com isso, as evidências apontaram que, em cenários de crise sistêmica e elevada incerteza, os investidores tendem a priorizar mais fatores exógenos ou mesmo a manter atenção sobre o baixo endividamento, a rentabilidade e o tamanho das empresas, em detrimento da política de dividendos no mercado financeiro brasileiro.

Palavras-chave: Política de Dividendos. Valor de Mercado. Pandemia do COVID-19. Payout. Investidores.

ABSTRACT

The relationship between dividend policy and company market value is a persistent debate in financial literature. This study aimed to analyze the effects of dividend distribution policies on the market value of publicly traded companies in Brazil, focusing on the dynamics observed in the periods before, during, and after the COVID-19 pandemic. The quantitative and descriptive research used secondary data from the Economatica® platform, with a sample of 329 companies listed on B3 during the period from January 2018 to June 2025. Descriptive statistics, Pearson's correlation, and linear regression with panel data were used for the analysis. The results confirm the Dividend Relevance, Bird in the Hand, and Signaling Theories. A statistically significant positive relationship between dividend and market value, controlled for debt, profitability, and firm size, was identified. Since the effects were not static, the influence of dividends on company value decreased during the pandemic compared to the period before it, returning to previous levels in the period after the event. Thus, evidence showed that, in scenarios of systemic crisis and high uncertainty, investors tend to prioritize exogenous factors or even focus on low indebtedness, profitability, and company size, to the detriment of dividend policy in the Brazilian financial market.

Keywords: Dividend Policy. Market Value. COVID-19 Pandemic. Payout. Investment.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	10
2. REVISÃO DE LITERATURA	13
2.1 Política de Distribuição de Dividendos na Teoria.....	13
2.2 A Distribuição de Dividendos na Prática e os Períodos de Crises	15
2.3 Valor de Mercado e a Política de Dividendos das Empresas	17
3. METODOLOGIA.....	19
3.1 Caracterização da pesquisa.....	19
3.2 Coleta de Dados.....	19
3.3 Tratamento de Dados.....	20
4. ANÁLISE DE RESULTADOS.....	22
4.1 Estatísticas Descritivas	22
4.2 Análise de Correlações	24
4.3 Resultados dos Modelos	25
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	27
REFERÊNCIAS	29
APÊNDICES	34
APÊNDICE A – Estatísticas das variáveis sem tratamento de <i>outliers</i>	34
APÊNDICE B – Resultados dos modelos sem erros-padrão robustos.....	35

1. INTRODUÇÃO

No contexto do mercado financeiro, a política de distribuição de dividendos é um relevante aspecto considerado tanto na tomada de decisões estratégicas das empresas quanto dos investidores no Brasil. Ao examinarem as diversas alternativas de investimento do mercado acionário, os investidores interessados em recebimento de rendimentos tais como dividendos, juros sobre capital próprio, bonificações e direito de subscrição, recebem uma atenção especial, principalmente, em relação aos montantes de lucros distribuídos pelas companhias (Ribeiro, 2010; Corso *et al.*, 2012; Silva, Machado, 2015; Vancin e Procianoy, 2016; Correio *et al.*, 2017; Martucheli *et al.*, 2021; Mota *et al.*, 2023).

Diversos estudos investigam a relação entre o valor de mercado das empresas de capital aberto, sociedades anônimas com ações publicamente negociadas em bolsa, e a sua política de dividendos (Correia e Amaral, 2002; Corso *et al.*, 2012; Silva e Dantas, 2015; Alves *et al.*, 2018; Martucheli *et al.*, 2021; Santos *et al.*, 2022; Mota *et al.*, 2023). No entanto a discussão quanto à ocorrência dessa relação no Brasil, bem como a respeito da forma como ela se configura persiste dado ainda o contexto do mercado financeiro no país, uma vez que não há consenso na literatura (Silva, Machado, 2015; Zanon, Araújo, Nunes, 2017; Viana Júnior *et al.*, 2017; Martucheli *et al.*, 2021; Amorim *et al.*, 2021; Viana *et al.*, 2024).

Os estudos como Martucheli *et al.* (2021), e Viana Junior *et al.* (2017), apontam para a existência de uma relação direta e positiva entre a política de dividendos da empresa e seu valor de mercado, conforme a aversão a risco e preferência pelo ganho por parte dos investidores (Bhagat e Black, 2002; Franco, 2006; Correio *et al.*, 2017). A distribuição de dividendos tem um aspecto intrigante e complexo neste cenário, sendo a relação entre a distribuição de dividendos e o comportamento dos preços das ações, abordada com frequência pelas pesquisas de Finanças (Martucheli *et al.*, 2021; Mota *et al.*, 2023; Taveira *et al.*, 2024; Viana *et al.*, 2024). A decisão de uma empresa em optar por distribuir dividendos é multifacetada e envolve aspectos adversos provenientes de questões como financeiras, tributárias e até mesmo estratégicas.

A respeito de pesquisas sobre políticas de dividendos e aspectos das decisões de distribuição de resultados nas empresas, cabe destacar os seus respaldos em algumas teorias consolidadas existentes acerca desta temática conforme mencionado em Martins e Famá (2012). Dentre essas teorias, destacam-se a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (Miller e

Modigliani, 1961) e, em contrapartida, a Teoria da Relevância dos Dividendos, também denominada Teoria do Pássaro na Mão (Lintner, 1962; Gordon, 1963).

Segundo a perspectiva de Miller e Modigliani (1961), o valor de mercado de uma empresa está profundamente interligado com a sua habilidade de gerar fluxos de caixa futuros e aos riscos inerentes a este processo. Assim sendo, o gestor de uma organização não possui a capacidade de influenciar o valor de mercado da empresa através de alterações na política de dividendos. Esta foi chamada de Teoria da Irrelevância dos Dividendos.

Por outro lado, de acordo com Lintner (1962) e Gordon (1963), os acionistas têm preferência pelos dividendos correntes. Diante disso, a política de dividendos adotada diminui as incertezas de ganhos futuros, colaborando para elevação dos respectivos valores de mercado das companhias de capital aberto. Esta vertente ficou conhecida como a Teoria da Relevância dos Dividendos, ou como já mencionado, popularmente conhecida como Teoria do Pássaro na mão. Uma vez que, investidores têm uma preferência pelo ganho certo em detrimento das possibilidades de ganhos e perdas no futuro (Machado, Flach, Sallaberry, 2020; Martucheli *et al.*, 2021). Inclusive, sendo os dividendos utilizados como instrumentos para “acalmar” investidores em períodos de crise (Martucheli *et al.*, 2021).

A estratégia de distribuição de dividendos adotada reflete dados relevantes sobre o desempenho financeiro das empresas para o mercado. Essa decisão, assim como informações dos demonstrativos financeiros e demais indicativos da gestão das companhias são interpretadas pelo mercado no contexto da denominada Teoria da Sinalização (Spence, 1978). A vertente aborda aspectos da existência de possíveis disparidade informacional entre gestores e acionistas. Neste contexto, a distribuição de dividendos conforme a política empresarial surge como um aspecto relevante na determinação de valor de tais empresas para o mercado (Bhattacharya, 1979; Rock, 1985; Williams, 1985)

A relação entre a distribuição de dividendos e o valor de mercado das companhias é complexa e influenciada por múltiplos fatores. Dentre eles, a percepção do mercado, as implicações fiscais, as características setoriais e as variações temporais. A dinâmica dessa interconexão é sensível a elementos como mudanças em políticas econômicas, as condições macroeconômicas gerais e a própria estrutura corporativa das empresas (Alves, Guedes, Souza, 2018; He *et al.*, 2020; Santos, Lima, 2022; Viana *et al.*, 2024).

A própria pandemia de COVID-19 impôs novos desafios e transformações ao cenário econômico em nível mundial e local das empresas, bem como impactou diretamente o seu comportamento corporativo e as suas políticas de distribuição de dividendos (Melo e Cabral,

2020; Santos *et al.*, 2023; Taveira *et al.*, 2024). O vírus SARS-CoV-2 foi identificado em Wuhan – cidade da China, em dezembro de 2019, sendo posteriormente denominado como COVID-19 ou Coronavírus, conforme a Organização Pan-Americana de Saúde (2023). A disseminação rápida em escala a nível mundial, juntamente com elevação da taxa de mortalidade e agravamento dos problemas enfrentados pelos sistemas de saúde, levou a Organização Mundial de Saúde (OMS) a declarar a situação como de fato uma Pandemia em 11 de março de 2020. Sendo que somente em 22 de abril de 2022, a situação teve o fim declarado pelo Ministério da Saúde no Brasil.

De acordo com Santos *et. al.* (2023), devido à necessidade de reduzir as taxas de contágio do COVID-19 e preservar vidas foram implementadas medidas de restrição ao contato e à circulação de pessoas. Medidas tomadas através de quarentenas rigorosas e da limitação do funcionamento apenas de comércios e negócios relacionados diretamente a produtos, serviços e atividades essenciais. A pandemia não desencadeou apenas uma grave crise no setor de saúde, ela provocou ainda problemas financeiros, econômicas e sociais em todos os países (Melo e Cabral, 2020).

Neste cenário, devido aos efeitos da pandemia sobre a Economia, observou-se que as empresas tiveram reduções acentuadas nos volumes de receitas e lucros, o que consequentemente ocasionou políticas de diminuição ou mesmo corte da distribuição de dividendos (Santos *et. al.*, 2023). Adicionalmente, a incerteza durante o período pandêmico influenciou expressivamente o valor das ações dos diferentes segmentos do mercado brasileiro. Isso porque a imprevisibilidade proveniente da elevada incerteza do cenário levou a uma aversão ao risco e a uma alta volatilidade nos preços dos ativos. As reações dos investidores às diversas notícias sobre o avanço da doença, as medidas de restrição e as perspectivas econômicas resultavam em flutuações significativas dos preços das ações das empresas (Chain, Januzzi, Bouzan, 2022).

Diante do exposto, o objetivo deste estudo foi analisar os efeitos das políticas de distribuição de dividendos sobre o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na bolsa de valores nos períodos antes, durante e após a pandemia do COVID-19. A relevância da pesquisa reside em sua contribuição para a literatura ao abordar a persistente discussão sobre a relação entre política de dividendos e valor de mercado, e especialmente, ao investigar o a relação considerando-se ainda uma crise global inesperada como a pandemia, que levou a reduções de receitas, cortes de dividendos e até mesmo endividamento das empresas.

Analisar as estratégias de distribuição de lucros das empresas brasileiras ao longo do tempo, os cenários de incerteza e de recuperação favorecem a compreensão da dinâmica do mercado financeiro. Além disso, os achados podem servir de apoio a investidores individuais e formuladores de políticas públicas, uma vez que fornecem informações importantes sobre o comportamento das empresas e a precificação de ativos em momentos anteriores, durante e após crises e incertezas no mercado.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Política de Distribuição de Dividendos na Teoria

No âmbito das finanças corporativas, a política de distribuição de dividendos representa uma das decisões estratégicas empresariais constantemente debatidas e estudadas, sendo frequentemente descrita ainda como o "enigma dos dividendos" (Bernardo e Ikeda, 2013; Forti *et al.*, 2015; Araujo Simon *et al.*, 2019). A decisão se o lucro de uma empresa deve ser distribuído aos acionistas ou retido para reinvestimento é uma decisão estratégica de resultados em finanças, pois pode influenciar tanto o valor da empresa quanto a percepção dos investidores.

Uma das teorias mais influentes no campo dos estudos de dividendos e valor de mercado foi a proposta por Modigliani e Miller em 1961, no artigo publicado no *The Journal of Business* no referido ano. Em seu trabalho, os autores argumentaram que, em um mercado de capitais perfeito, isto é, sem a influência de impostos, custos de transação ou assimetria de informação, a política de dividendos é irrelevante para o valor da empresa e para a riqueza de seus acionistas (Martins; Famá, 2012; Ross; Westerfield; Jordan, 2022).

Segundo a perspectiva de Modigliani e Miller (1961) no artigo *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, o valor de mercado de uma companhia é determinado exclusivamente por sua capacidade de gerar lucros e por sua política de investimentos. Em outras palavras, o valor independe da distribuição ou reinvestimento e é determinado pela expectativa de fluxos de caixa e pelo risco a eles associados. Os investidores seriam indiferentes entre receber seus retornos na forma de dividendos ou através do ganho de capital resultante da valorização das ações, pois poderiam, eles mesmos, criar seus próprios dividendos vendendo uma parte de suas ações (Modigliani e Miller, 1961).

Em contrapartida direta à Teoria da Irrelevância, surgiram os trabalhos de Gordon (1963) e Lintner (1962), que defenderam a relevância da política de dividendos. Esta abordagem, denominada também como a Teoria do Pássaro na Mão, postula que os investidores não são indiferentes aos dividendos e ganhos de capital. Pelo contrário, eles preferem a certeza do recebimento de um dividendo hoje à incerteza de um possível ganho de capital no futuro (Ross, Westerfield, Jordan, 2022). Com isso, tal preferência por retornos correntes e menos arriscados levaria os investidores a valorizar mais as empresas que pagam dividendos consistentes, o que consequentemente levaria a um maior valor de mercado para essas companhias (Viana Junior *et al.*, 2017).

Adicionalmente, outras teorias buscaram explicar a importância dos dividendos com base nas imperfeições do mercado. Por exemplo, a Teoria da Sinalização que sugere que os anúncios de dividendos transmitem informações importantes acerca do corpo administrativo da empresa (que possui informações privilegiadas, não disponíveis e evidentes) para o mercado (Mota, Moura, Martins, 2023). A decisão de iniciar, aumentar ou manter uma política de dividendos estável nas organizações pode ser interpretada como um sinal de confiança da gestão nas perspectivas futuras de lucro da empresa. Por outro lado, um corte inesperado nos dividendos poderia sinalizar possíveis dificuldades à frente, gerando uma reação negativa do mercado (Silva, Machado, 2015; Melo e Fonseca, 2015).

Já a Teoria da Agência aborda os conflitos de interesse entre gestores (agentes) e acionistas (principais). Segundo essa teoria, o pagamento de dividendos pode ser um mecanismo estratégico para reduzir o caixa livre disponível para os gestores. Ao distribuir os lucros, os acionistas limitam a capacidade dos administradores de investirem em projetos de valor presente líquido negativo ou mesmo que sirvam a seus próprios interesses, alinhando assim as decisões da gestão aos objetivos dos proprietários e com uma remuneração do capital próprio (Forti, Peixoto, Alves, 2015; Santos e Lima, 2022).

A Teoria da Preferência Tributária, desenvolvida por Litzenberger e Ramaswamy (1979), argumenta que a escolha entre reter lucros ou distribuir ao pagar dividendos é fortemente influenciada pelo sistema tributário vigente. Em muitos países, como nos Estados Unidos e Reino Unido, os ganhos de capital são tributados a alíquotas mais baixas que os dividendos, levando os investidores a preferirem empresas que retêm seus lucros.

No entanto, o contexto brasileiro apresenta particularidades. A Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, isentou de imposto de renda os dividendos distribuídos a pessoas físicas. Essa legislação tornou os dividendos, do ponto de vista tributário, mais atraentes do que os

ganhos de capital. O que contraria a premissa clássica da teoria da preferência tributária e acaba por incentivar a distribuição de lucros no país (Zanon, Araújo, Nunes, 2017).

Ademais, a política de dividendos no Brasil é regida pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações ou Lei das Sociedades Anônimas). Tal legislação estabelece a obrigatoriedade de um dividendo mínimo, caso o estatuto social da empresa seja omissivo, garantindo uma proteção legal aos acionistas minoritários. Esse dividendo obrigatório é um fator determinante que muitas vezes se sobrepõe às demais teorias, pois força uma distribuição mínima independentemente da sinalização ou das preferências dos gestores da firma (Vancin e Procianoy, 2016).

Dessa forma, a decisão sobre a política de dividendos no Brasil é um fenômeno multifacetado. Distribuir lucro ou reter para investimento é uma decisão financeira influenciada por um complexo conjunto de fatores legais, tributários, informacionais e de governança corporativa das companhias de capital aberto. Além disso, as decisões acabam compondo um campo de pesquisa o amplamente explorado pela literatura nacional e internacional (Martins e Famá, 2012; Forti, Peixoto, Alves, 2015).

2.2 A Distribuição de Dividendos na Prática e os Períodos de Crises

Estudos empíricos no Brasil têm se dedicado a identificar determinantes da política de dividendos das companhias abertas do país. De forma consistente, a literatura aponta que fatores como a lucratividade, as oportunidades de investimento e o fluxo de caixa são aspectos importantes dessa questão, como verificado por Forti, Peixoto e Alves (2015).

Por exemplo, empresas mais lucrativas e com maior geração de caixa tendem a distribuir mais proventos. Em contrapartida, empresas com altas necessidades de investimento tendem a reter uma parcela maior dos lucros para financiar seus projetos (Viana *et al.*, 2024). Fatores ainda como o nível de endividamento e o tamanho da empresa também têm se mostram relevantes. Sendo comum que entre companhias maiores e mais maduras, geralmente, se encontre políticas de distribuição de resultados, geralmente, mais generosas, estáveis e com maior frequência (Vancin e Procianoy, 2016).

A prática de distribuição de dividendos também varia significativamente dentre os diferentes setores da economia. Setores com fluxos de caixa mais previsíveis e estáveis, como o de utilidade pública, são historicamente conhecidos por serem bons pagadores de dividendos. A maturidade e a menor necessidade de investimentos de expansão nessas

empresas tendem a permitir uma distribuição de lucros mais robusta, atraindo investidores com foco em renda passiva, recebida sem dedicação a uma atividade produtiva e de alocação de capital, por exemplo, investimento (Alves, Guedes, Souza, 2018).

Alinhada à Teoria da Sinalização de Spence (1978), a reação do mercado aos anúncios de proventos é um aspecto prático relevante em análise de investimentos. Estudos no mercado brasileiro demonstram que o mercado de capitais reage, em geral, positivamente a anúncios de aumento de dividendos, interpretando-os como um sinal de saúde financeira e otimismo da gestão quanto ao futuro da empresa. Essa reação válida a premissa de que os dividendos carregam um conteúdo informacional valioso para os investidores (Melo e Fonseca, 2015; Martucheli *et al.*, 2021; Mota, Moura, Martins, 2023; Viana *et al.*, 2024).

Contudo, essa dinâmica é questionada no que tange períodos de instabilidade econômica. Em cenários de recessão, a incerteza quanto aos resultados futuros se eleva e a preservação de caixa torna-se uma prioridade para a sobrevivência das empresas. Nesses contextos, as políticas de dividendos podem se tornar mais conservadoras, com empresas optando por reduzir ou suspender pagamentos para aumentar sua liquidez e resiliência financeira (Martucheli *et al.*, 2021; Santos *et al.*, 2023).

A crise sanitária da COVID-19, caracterizada como pandemia pela Organização Mundial da Saúde (OMS) em março de 2020, representou um choque global sem precedentes. No Brasil, seu efeito foi descrito como um "catalisador de crises", intensificando desafios econômicos e gerando um ambiente de extrema incerteza (Melo e Cabral, 2020). O impacto inicial sobre o mercado de capitais foi severo, afetando o preço das ações de maneira distinta entre os setores. Inclusive, colocando em xeque a capacidade de geração de lucro das companhias (Chain, Januzzi, Bouzan, 2022).

Diante de um cenário de colapso na demanda, interrupção das cadeias de suprimentos e incerteza sobre a duração e a profundidade da crise, as empresas brasileiras foram forçadas a reavaliar suas estratégias financeiras, incluindo suas políticas de distribuição de dividendos (Taveira *et al.*, 2024). Portanto, considerar a pandemia de COVID-19 pode permitir investigar como uma crise exógena impactou as decisões de pagamento de proventos. Além disso, permite uma análise comparativa do comportamento das empresas antes, durante e após o auge da crise. Uma vez que o fim da emergência em saúde pública ocasionada pela Pandemia foi declarado pelo Ministério da Saúde em abril de 2022.

2.3 Valor de Mercado e a Política de Dividendos das Empresas

O valor de mercado de uma companhia de capital aberto, também conhecido como capitalização de mercado, é uma métrica importante no universo das Finanças Corporativas. Ele é calculado pela multiplicação entre o preço corrente de uma ação e o número total de ações em circulação, representando a avaliação que o conjunto de investidores faz sobre o valor da empresa em um determinado momento. A maximização da riqueza dos acionistas, um dos objetivos primordiais da gestão financeira, pode ser diretamente refletida pela maximização do valor de mercado da empresa (Ross, Westerfield, Jordan, 2022).

Essa métrica tem natureza dinâmica e prospectiva. Ela não reflete apenas valores dos ativos tangíveis ou dos lucros passados da companhia, mas incorpora principalmente as expectativas dos investidores sobre a capacidade futura da empresa de gerar fluxos de caixa, lucros e ter um crescimento sustentável. O valor de mercado é, portanto, um termômetro sensível que reage continuamente às novas informações, sejam elas específicas da empresa, como anúncios de resultados, projetos de investimento e/ou relativas ao ambiente macroeconômico. Um exemplo notório dessa sensibilidade foi a própria reação dos mercados à pandemia de COVID-19, que provocou flutuações bruscas e significativas no preço das ações de diversos setores, alterando de forma significativa o valor de mercado das empresas em um curto espaço de tempo (Chain, Januzzi, Bouzan, 2022).

Dada sua importância como indicador de desempenho e de criação de valor para o acionista, o valor de mercado figura como a principal variável em estudos que buscam compreender quais decisões corporativas são capazes de influenciá-lo positivamente. Nesse contexto, entender a relação entre as decisões estratégicas, de investimento, de financiamento, e principalmente, a distribuição de dividendos e o valor de mercado, torna-se um objetivo central da pesquisa em finanças (Viana Junior *et al.*, 2017; Zanon *et al.*, 2017; Martucheli *et al.*, 2021; Mota *et al.*, 2023; Viana *et al.*, 2024; Taveira *et al.*, 2024).

A relação entre a política de dividendos de uma empresa e o seu valor de mercado é o cerne de um dos debates mais duradouros e fascinantes da teoria financeira, conhecido como o "enigma dos dividendos". A questão central é se a decisão de distribuir uma parcela maior ou menor dos lucros aos acionistas pode, de fato, alterar a avaliação que o mercado faz da companhia (Bernardo e Ikeda, 2013; Zanon, Araújo, Nunes, 2017; Viana Júnior *et al.*, 2017; Martucheli *et al.*, 2021; Amorim *et al.*, 2021; Viana *et al.*, 2024).

Conforme abordado, a Teoria da Irrelevância de Modigliani e Miller (1961) postula que, em um mercado perfeito, não haveria conexão entre dividendos e valor. Contudo, as imperfeições do mercado abrem espaço para a Teoria da Relevância. A Teoria do Pássaro na Mão argumenta que os investidores percebem os dividendos como um retorno mais seguro do que possibilidades de ganhos de capital no futuro incerto. Essa preferência por ganho certo reduziria o risco percebido e, conseqüentemente, a taxa de desconto utilizada para avaliar a empresa, resultando em um maior valor de mercado para as firmas que pagam dividendos de forma consistente (Ross; Westerfield; Jordan, 2022).

Adicionalmente, as Teorias da Sinalização e da Agência fornecem explicações para uma relação positiva entre dividendos e valor. Sob a ótica da sinalização, um anúncio de dividendos robusto e estável funciona como um sinal de confiança da gestão na saúde financeira e na lucratividade futura da empresa. Diante do sinal positivo, os investidores tendem a reavaliar suas expectativas e a comprar a ação, aumento de negociações, o que se reflete em um aumento do preço da ação/valor de mercado (Mota, Moura, Martins, 2023).

Pela perspectiva da Teoria da Agência, o pagamento de dividendos disciplina os gestores, ao reduzir o fluxo de caixa livre, que poderia ser utilizado em investimentos que não necessariamente maximizam o valor para o acionista. Conseqüentemente, ao discipliná-los há ainda tendência de diminuição dos Custos de Agência, despesas provenientes da separação entre acionista e gestor, sendo custos de mecanismos de controle e monitoramento, redução que pode tornar a empresa mais valiosa (Mota, Moura, Martins, 2023).

A literatura empírica no Brasil tem explorado a relação com frequência. Embora o debate teórico persista, há evidências de uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a política de distribuição de dividendos e o valor de mercado das empresas (Viana Junior *et al.*, 2017; Zanon; Araújo; Nunes, 2017). Esses achados sugerem que, na prática, os investidores valorizam as empresas que distribuem lucros, seja pela redução da incerteza, pelo conteúdo informacional ou pelos benefícios de governança, o que reforça a relevância e a aplicabilidade de estudos (Martins e Famá, 2012).

3. METODOLOGIA

3.1 Caracterização da pesquisa

A presente adotou uma abordagem empírico-analítica, com natureza do tipo quantitativa, que se caracteriza pelo uso de técnicas de coleta, processamento e análise de dados por meio de métricas numéricas (Walliman, 2015). A abordagem quantitativa permite a mensuração e a análise das relações entre as variáveis, buscando examinar a influência de uma ou mais variáveis de interesse sobre outras (Chizzotti, 2003; Pitanga, 2020).

Quanto aos objetivos, o estudo foi classificado como descritivo e explicativo, identificar, descrever e observar relações entre fatos e fenômenos e quanto aos dados caracterizado ainda como *ex-post-facto*. A pesquisa descritiva busca descrever um fenômeno observado e estabelecer relações entre variáveis. O *ex-post-facto* reside na análise de fatos passados para identificar fatores que determinaram ou contribuíram para a ocorrência do fenômeno, sem que o pesquisador tenha controle sobre as variáveis, uma vez que elas já ocorreram (Cooper; Schindler, 2003). Essa caracterização é adequada, pois este estudo se propõe a analisar dados históricos e os efeitos já consolidados da política de dividendos sobre o valor de mercado das empresas, antes, durante e após a pandemia.

3.2 Coleta de Dados

Os dados desta pesquisa foram coletados de forma secundária, na plataforma Economática (<https://www.economatica.com/>). A amostra inicial era composta por 1.286 empresas de capital aberto (ativas e inativas), no período de Janeiro de 2018 a Junho de 2025. Foram excluídas 89 empresas do setor financeiro da B3 e mais 868 devido à ausência de dados para as estimações. Com isso, a amostra final desta pesquisa foi composta por 329 empresas de Consumo cíclico, Bens industriais, Utilidade pública, Materiais básicos, Consumo não cíclico, Saúde, Tecnologia da informação, Petróleo gás e biocombustíveis, Comunicações e Outros, conforme apontado na Tabela 1.

Tabela 1 - Distribuição da amostra final por segmento de mercado.

Setores	Frequência Absoluta	Frequência Relativa
Consumo cíclico	93	0,28
Bens industriais	55	0,17
Utilidade pública	50	0,15
Materiais básicos	30	0,09
Consumo não cíclico	28	0,09
Saúde	26	0,08
Tecnologia da informação	20	0,06
Petróleo gás e biocombustíveis	13	0,04
Comunicações	8	0,02
Outros	6	0,02
Total	329	1,00

Fonte: elaborada pelo autor.

As variáveis utilizadas foram: Valor de Mercado das companhias (considerando o último de cada mês), Dividendos Pagos, Lucro Líquido, Ativo Total (Tamanho), Proporção da Dívida Bruta em relação ao Ativo Total (Endividamento) e Rentabilidade do ativo (ROA), ao trimestre. A partir da Equação 1, estimou-se ainda o Payout de cada empresa (*i*) no tempo (*t*), que consistiu na razão entre dividendos e lucro.

$$Payout_{it} = \frac{Dividendos_{it}}{Lucro_{it}} \quad (1)$$

3.3 Tratamento de Dados

Primeiramente, as estatísticas descritivas das variáveis foram estimadas. Uma análise preliminar das medidas apontou a presença de *outliers* (valores extremos e muito discrepantes em relação aos demais valores da amostra). Tais estatísticas foram apresentadas no Apêndice A. Os *outliers* identificados foram tratados com winsorização, método de substituição de valores extremos pelos valores de limites de corte da distribuição. No caso, estabelecidos os limites de 1% e 99% no corte (Bali *et al.*, 2016).

A partir dos dados tratados, as estatísticas descritivas foram estimadas novamente e ainda, testes de correlação de Pearson. Como mencionado anteriormente, os dados foram divididos em quatro grupos a depender do período: antes (de janeiro de 2018 a fevereiro de 2020), durante (de março de 2020 a abril de 2022), depois (de maio de 2022 a junho de 2024) da pandemia do COVID-19 e todo o período (de janeiro de 2018 a junho de 2025).

A subdivisão do período teve como objetivo compreender especificamente os efeitos da Política de Dividendos sobre o Valor de Mercado das empresas no contexto antes, durante e depois. Sendo considerado ainda o período completo para fins de robustez dos resultados. Definidos os quatro períodos (antes, durante e depois da pandemia, bem como com todo o período) foram estimados modelos de regressão multivariada, cujas variáveis, definições, sinais esperados e literatura de base foram apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 - Variáveis utilizadas na pesquisa, definições e relação esperada.

<i>Variável</i>	<i>Definição</i>	<i>Sinal Esperado</i>	<i>Estudos Empíricos</i>
<i>Valor de mercado</i>	Logaritmo do Preço da ação x ações em circulação	<i>Não se aplica</i>	Viana Junior, <i>et. al.</i> (2017)
<i>Payout</i>	Dividendos pagos / lucro líquido	Positivo	Chain, <i>et al.</i> (2024), Martucheli <i>et al.</i> (2021), Zanon, Nunes, Araújo (2017), Viana Junior <i>et al.</i> (2017).
<i>Endividamento</i>	Passivo Total / Patrimônio Líquido	Negativo	Forti, Peixoto, Alves (2015), Vancin e Procianoy (2016), Santos, <i>et. al.</i> (2022), Silva e Souza (2025).
<i>Rentabilidade</i>	Retorno sobre o ativo (ROA)	Positivo	Forti, Peixoto, Alves (2015), Alves, Guedes, Souza (2018), Azevedo, <i>et. al.</i> (2022), Santos, <i>et. al.</i> (2023), Chain, <i>et. al.</i> (2024).
<i>Tamanho</i>	Logaritmo do ativo total	Positivo	Vancin e Procianoy (2016), Viana Junior, <i>et. al.</i> (2017), Alves, Guedes, Souza (2018), Forti e Freitas (2020).

Fonte: elaborada pelo autor.

O logaritmo do valor de mercado das empresas foi considerado como variável dependente/explicada do modelo. Já as variáveis: payout, endividamento, tamanho (logaritmo do ativo total) e rentabilidade foram consideradas as variáveis independentes/explicativas. Sendo endividamento, tamanho e rentabilidade, variáveis de controle. O modelo empregado na pesquisa foi apresentado na Equação 2.

$$\text{Valor de Mercado}_{it} = \text{Payout}_{it} + \text{Endividamento}_{it} + \text{Rentabilidade}_{it} + \text{Tamanho}_{it} \quad (2)$$

As variáveis foram consideradas por empresa (i) no tempo (t). Os dados foram tratados no software livre R (linguagem de programação orientada a objetos que viabiliza a análise estatística de dados). Os dados foram organizados em formato de painel balanceado, permitindo analisar simultaneamente a dimensão temporal e a dimensão transversal. Essa estrutura possibilita maior robustez estatística e o controle de heterogeneidade não observada entre os indivíduos no tempo, no caso as companhias ao trimestre (Gujarati & Porter, 2011).

Os modelos foram estimados com dados em painéis com efeitos pooled, fixos e aleatórios. Sendo consideradas ainda as variáveis categóricas de setor, nos modelos pooled e de efeitos fixos. Por fim, procedeu-se com os testes estatísticos para os efeitos do painel de: Chow, Breusch-Pagan e Hausman, com propósito de identificar o efeito mais adequado para a estrutura dos dados (Gujarati; Porter, 2011), em cada um dos períodos. Os modelos foram estimados sem e com erros-padrão robustos, corrigidos por Newey-West, um ajuste da matriz de covariância dos coeficientes que asseguram a validade deles, mesmo diante de heterocedasticidade e autocorrelação de resíduos (Newey; West, 1987). Os resultados dos modelos sem erros-padrão robustos, corrigidos foram apresentados no Apêndice B.

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

Nesta seção, os dados são explorados em três etapas: inicialmente por meio de estatísticas descritivas, em seguida pela análise de correlação entre as variáveis e, por fim, pela estimação e discussão dos modelos econométricos em painel. Esse encadeamento permite compreender, em primeiro lugar, o perfil geral das variáveis, depois verificar suas relações lineares e, por último, avaliar o impacto da política de dividendos e de variáveis de controle sobre o valor de mercado das empresas brasileiras.

4.1 Estatísticas Descritivas

A estatística descritiva das variáveis winsorizadas foram apresentadas na Tabela 3. A winsorização limitou os valores extremos nos dados, substituindo-os por valores menos extremos, a fim de mitigar efeitos/distorções nos resultados (Alves, Guedes e Souza, 2018).

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis com tratamento de outliers.

Variáveis	N	Média	Mediana	Mínimo	Primeiro Quartil	Terceiro Quartil	Máximo	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação
Valor de Mercado	7.181	10.731.957,39	2.298.232,76	7.326,64	378.668,35	8.385.544,54	228.269.045,74	28.588.970,11	2,66
Dividendos	7.181	190.370,59	663,00	0,00	0,00	93.528,00	4.027.519,80	565.660,39	2,97
Lucro Líquido	7.181	374.161,78	44.097,00	-2.761.783,40	-9.926,00	278.924,00	10.305.873,20	1.451.971,23	3,88
Endividamento	7.181	86,91	58,38	-608,37	11,22	125,59	1.389,14	209,27	2,41
Rentabilidade	7.181	1,47	3,67	-73,95	-0,84	8,00	39,22	14,82	10,11
Tamanho	7.181	16.368.801,79	3.943.778,00	15.964,60	1.265.169,00	14.273.319,00	229.157.018,00	33.697.642,70	2,06
Payout	7.181	0,28	0,00	-1,83	0,00	0,39	4,45	0,72	2,54

Nota: elaborada pelo autor. Valor de mercado, dividendos, lucro líquido e tamanho em milhares de reais. Endividamento e rentabilidade em porcentagem. Payout em decimal.

Quanto à análise das estatísticas descritivas, a variável Dividendos pagos apresentou uma média de R\$ 190.370,59 milhões, uma mediana de apenas R\$ 663,00 mil, e um coeficiente de variação de 2,97, essa relação evidencia há empresas que distribuem pouco ou nada (primeiro quartil nulo e mediana abaixo da média), embora algumas companhias realizem pagamentos bem maiores (terceiro quartil). Na variável Lucro Líquido, temos uma média de R\$ 374.161,78 milhões, com mediana a R\$ 44.097,00 milhões e coeficiente de variação de 3,88, reforçando novamente que a maioria das empresas operam com lucros mais modestos, enquanto poucas com elevados resultados. Computando os dados destas do Payout, temos uma média de 28%, a mediana nula e coeficiente de variação de 2,54, indicando que metade das empresas não realizaram distribuição de dividendos (mediana nula) em determinados períodos e a variabilidade das que realizaram (coeficiente de variação).

Referente ao Endividamento houve média de 86,9%, mediana de 58,3%, e coeficiente de variação de 2,41, refletindo que, embora existam casos de alavancagem muito elevada, a maior parte das empresas mantém níveis intermediários de dívida. A rentabilidade (ROA) apresentou média de 1,46%, mediana de 3,66%, e coeficiente de variação de 10,11, o que sugere que, apesar de haver companhias deficitárias no período, a maior parte obteve retornos positivos sobre os ativos. O Tamanho das empresas, mensurado pelo ativo total, confirma a heterogeneidade da amostra: média de R\$ 16.368.801,79 bilhões frente a uma mediana de R\$ 3.943.778,00 bilhões, e coeficiente de variação de 2,06, revelando que poucas empresas de grande porte distorcem a média para cima.

Conforme as estatísticas, os três maiores coeficientes de variação foram da Rentabilidade (ROA) de -63,23, Endividamento 19,98, e Payout 12,27. Ao analisar, temos que o nível de Rentabilidade das empresas é extremamente imprevisível e heterogêneo; o Endividamento apresenta alto nível de dispersão em torno da média, revelando que há companhias com pouquíssima dívida e outras extremamente alavancadas; o Payout com alta variabilidade reflete a inconsistência nas políticas de dividendos, com muitas empresas não realizando a distribuição e em contrapartida, outras empresas pagando elevados percentuais.

4.2 Análise de Correlações

A Tabela 4 aponta os resultados dos testes estatísticos da correlação de Pearson entre as variáveis, relativos à análise da correlação, possível associação entre variações das medidas. Os asteriscos indicaram a significância estatística das correlações, de acordo com o nível de significância a ser estabelecido como critério para o intervalo de confiança do teste.

Tabela 4 - Matriz de Correlação entre variáveis do estudo.

<i>Variáveis</i>	<i>Valor de Mercado</i>	<i>Dividendos</i>	<i>Lucro Líquido</i>	<i>Endividamento</i>	<i>Rentabilidade</i>	<i>Tamanho</i>	<i>Payout</i>
<i>Valor de Mercado</i>	1,00						
<i>Dividendos</i>	0,63 ***	1,00					
<i>Lucro Líquido</i>	0,65 ***	0,68 ***	1,00				
<i>Endividamento</i>	0,03 **	0,06 ***	0,02 .	1,00			
<i>Rentabilidade</i>	0,13 ***	0,16 ***	0,26 ***	0,07 ***	1,00		
<i>Tamanho</i>	0,78 ***	0,63 ***	0,61 ***	0,11 ***	0,09 ***	1,00	
<i>Payout</i>	0,06 ***	0,22 ***	0,10 ***	0,03 *	0,16 ***	0,03 **	1,00

Fonte: elaborada pelo autor. Testes estatísticos de correlação de Pearson, coeficiente estatisticamente significativo com *p < 0,1; **p < 0,05; ***p < 0,01.

De acordo com a matriz de correlação, Valor de Mercado apresentou correlações estatisticamente significantes e positivas com todas as demais variáveis, indicando associação direta entre as variações. Destacam-se as correlações mais fortes: (i) com Tamanho, indicando que empresas maiores tendem a apresentar maior valor de mercado; (ii) com Lucro Líquido, empresas mais lucrativas tendem a ser mais valorizadas pelo mercado; e (iii) com os Dividendos pagos pelas companhias de capital aberto, pagamentos de dividendos também tendem a maior valor de mercado, sugerindo papel de estabilidade.

Quanto às correlações envolvendo o Payout, destaca-se que todas também foram estatisticamente significantes e positivas e as maiores foram com: (i) Dividendos, empresas

que pagam maiores dividendos tendem a ter maior Payout, como esperado; (ii) Rentabilidade, indicando que quanto melhor, maior a propensão de distribuir; (iii) Lucro Líquido, lucros maiores elevam o espaço para distribuir, ainda que menor em relação às duas anteriores.

Em conjunto, a análise descritiva revelou uma notável heterogeneidade entre as companhias, na medida em que a matriz de correlação forneceu suporte empírico preliminar para teorias financeiras consolidadas, como a Teoria da Relevância dos Dividendos e a Teoria da Sinalização, ao mostrar que empresas mais rentáveis, lucrativas e que pagam mais dividendos tendem a ser mais valorizadas pelos investidores no mercado financeiro.

Contudo, a análise de correlação não permite investigar efeito de variáveis sobre outras. Para determinar se a política de dividendos, expressa pelo Payout exerceu uma influência ou apresentou efeitos estatisticamente significantes sobre o valor de mercado das empresas brasileiras antes, durante e depois da pandemia, para além do efeito controlado de características específicas das firmas, no caso endividamento, rentabilidade e tamanho foram estimados modelos de regressão linear múltipla com dados organizados em painel balanceado, cujos resultados foram apresentados adiante.

4.3 Resultados dos Modelos

Os resultados do modelo de regressão com dados em painel, que buscou explicar o impacto do Payout sobre o Valor de Mercado das empresas, dentro dos períodos temporais de antes, durante e depois da pandemia e em todo o período foram consolidados na Tabela 5.

De maneira geral dos modelos revelaram um elevado poder explicativo no que tange a variabilidade do valor de mercado das empresas, com R^2 ajustados próximos a 0,80 em todos os períodos. Isso implica que as variáveis independentes utilizadas explicam, em conjunto, aproximadamente 80% das variações no valor de mercado das companhias brasileiras. A Estatística F significativa em todos os modelos indicou que a forma funcional adotada foi adequada para explicar a variável dependente, reforçando a validade dos resultados obtidos.

Os coeficientes da variável Payout, foco deste estudo foram estatisticamente significantes e positivos nos quatro modelos. O resultado indica a relevância da Política de Dividendos para os investidores, quanto maior (*menor*) a distribuição dos resultados/lucro, maior (*menor*) tende a ser o valor atribuído pelo mercado (Lintner, 1956; Gordon, 1959; Viana Junior *et al.*, 2017; Zanon; Araújo; Nunes, 2017; Amorim; Lima; Brunozi Júnior, 2021; Martucheli *et al.*, 2021; Chain, *et al.*, 2024; Viana *et al.*, 2024).

Tabela 5 – Resultados dos modelos sem erros-padrão corrigidos.

<i>Variáveis</i>	<i>Variável dependente: Valor de Mercado</i>			
	<i>Antes</i>	<i>Durante</i>	<i>Depois</i>	<i>Todo</i>
<i>Constant</i>	-0,484** (0,213)		-0,158 (0,211)	
<i>Payout</i>	0,217*** (0,029)	0,103*** (0,025)	0,188*** (0,024)	0,171*** (0,014)
<i>Endividamento</i>	-0,0005*** (0,0001)	-0,00003 (0,0001)	-0,0003** (0,0001)	-0,0003*** (0,0001)
<i>Rentabilidade</i>	0,025*** (0,003)	0,025*** (0,002)	0,030*** (0,002)	0,027*** (0,001)
<i>Tamanho</i>	0,983*** (0,014)	0,978*** (0,014)	0,943*** (0,013)	0,964*** (0,008)
<i>Comunicações</i>		0,043 (0,165)		-0,115 (0,104)
<i>Consumo cíclico</i>		-0,139** (0,063)		-0,220*** (0,037)
<i>Consumo não cíclico</i>		-0,175** (0,080)		-0,068 (0,048)
<i>Materiais básicos</i>		-0,283*** (0,076)		-0,192*** (0,043)
<i>Outros</i>		0,793*** (0,279)		0,672*** (0,123)
<i>Petróleo</i>		-0,320** (0,134)		-0,256*** (0,080)
<i>Saúde</i>		0,738*** (0,088)		0,570*** (0,053)
<i>Tecnologia</i>		1,030*** (0,106)		0,644*** (0,065)
<i>Utilidade pública</i>		-0,102 (0,065)		0,003 (0,039)
<i>Observações</i>	1.750	2.233	2.425	7.181
R^2	0,792	0,803	0,783	0,799
R^2 ajustado	0,792	0,801	0,783	0,797
<i>Estatística F</i>	6.647,963***	692,288***	8.740,036***	2.167,868***

Fonte: elaborada pelo autor. Coeficiente estatisticamente significativo com *p < 0,1; **p < 0,05; ***p < 0,01. Erros-padrão entre parêntesis. Erros-padrão e valores-p obtidos pelo estimador Newey-West. Valor de mercado e tamanho utilizados na forma logarítmica. Payout em decimal. Endividamento e rentabilidade em porcentagem. Modelos Antes e Depois da Pandemia de efeitos aleatórios e Durante a Pandemia e de Todos os períodos de efeitos aleatórios, conforme os testes estatísticos Chow, Breusch-Pagan e Hausman.

Além disso, os coeficientes do Payout revelaram uma dinâmica interessante ao longo do tempo. No período pré-pandemia do COVID-19, o coeficiente foi de 0,217 corroborando a hipótese de que a distribuição de dividendos foi um fator relevante na avaliação dos investidores. Contudo, durante a pandemia, este impacto reduziu para 0,103, sugerindo que,

em um cenário de elevada incerteza, a importância relativa da política de dividendos pode diminuir, possivelmente porque os investidores passaram a priorizar outros fatores exógenos, ou mesmo a liquidez e a capacidade de sobrevivência das empresas.

No período após a pandemia, o coeficiente subiu para 0,188, inclusive, foi acima do coeficiente de todo período de 0,171, indicando certa retomada da relevância dos dividendos, como sinalizador de valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto ao patamar geral quando não considerada a estratificação do período com base na pandemia.

As variáveis de controle também apresentaram comportamento consistente com a teoria e estudos empíricos, foram estatisticamente significantes e mantiveram os sinais em todos os modelos. O Endividamento apresentou um coeficiente negativo e significativo, evidenciando que níveis mais altos de alavancagem tendem a reduzir o valor de mercado, uma vez que o risco financeiro adicional é penalizado pelos investidores.

Em contrapartida, a Rentabilidade (ROA) mostrou um efeito significativo e positivo, confirmando que empresas mais eficientes na geração de lucro a partir de seus ativos são mais bem avaliadas. Por fim, o Tamanho também significativo e positivo, comprovou que empresas de maior porte tendem a ser sistematicamente mais valorizadas pelo mercado, possivelmente por serem percebidas como mais estáveis e menos arriscadas.

De forma geral, os resultados confirmam as Teoria: da Relevância dos Dividendos (Lintner, 1956; Gordon, 1959), do Pássaro na Mão (Lintner, 1962; Gordon, 1963) e da Sinalização (Spence, 1978), evidenciaram que a distribuição de resultados atua como um indicativo relevante de confiança e estabilidade valorizado pelos investidores no mercado financeiro brasileiro. A dinâmica observada durante a pandemia, de redução do coeficiente dada a elevada incerteza, adiciona abre espaço para novas abordagens e discussões do tem, ao mostrar que tal importância pode ser atenuada em períodos de crise sistêmica.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve como objetivo analisar os efeitos das políticas de distribuição de dividendos sobre o valor de mercado das empresas brasileiras, com um foco particular na dinâmica observada nos períodos antes, durante e após a pandemia de COVID-19. A pesquisa contribuiu para a literatura e se diferenciou por investigar como a relevância de sinalizadores de valor de mercado das empresas se configurou antes, durante e após tal crise global, inesperada e de grande influência sobre o mercado financeiro do Brasil.

Os resultados confirmaram que a política de dividendos é, de fato, um fator relevante na determinação do valor de mercado das companhias, corroborando a tese da relevância dos dividendos e a literatura que defende a influência positiva dela (Lintner, 1956; Gordon, 1959; Viana Junior *et al.*, 2017; Zanon; Araújo; Nunes, 2017; Amorim; Lima; Brunozi Júnior, 2021; Viana *et al.*, 2024). Destaca-se ainda a redução de tal influência durante e após a pandemia.

Durante o período de maior incerteza no mercado, o de pandemia, a influência dos dividendos sobre o valor das empresas reduziu pela metade, indicando uma mudança da percepção de dividendos pelos investidores. Em momentos de crise, fatores como tamanho, percebido como um indicativo de segurança e estabilidade, juntamente com uma estrutura de capital saudável (baixo endividamento) e eficiência operacional (rentabilidade), ganharam maior peso relativo (Forti; Peixoto; Alves, 2015; Martucheli *et al.*, 2021; Santos *et al.*, 2023).

As implicações destes achados são relevantes para os diferentes agentes do mercado financeiro. Para os investidores, a pesquisa sugere que, em períodos de alta instabilidade, estratégias de investimento focadas em dividendos podem ser insuficientes, sendo prudente reavaliar o peso dado aos indicadores de solidez e resiliência da empresa em detrimento de choques exógenos. Para os gestores, o estudo evidencia que, embora a distribuição de lucros seja uma ferramenta valiosa de comunicação da empresa com o mercado, em cenários de crise e elevada incerteza, a manutenção da liquidez e a sinalização de estabilidade operacional podem ser mais eficazes para sustentar o valor da companhia conforme os preços, percepção de valor do mercado (Martucheli *et al.*, 2021; Azevedo *et al.*, 2022; Santos *et al.*, 2023).

Este estudo apresenta algumas limitações, a análise agregada dos dados não aprofundou nas particularidades de cada um dos segmentos de mercado. Por exemplo, segundo Chain, Januzzi e Bouzan (2022), setores como Tecnologia e Consumo Cíclico vivenciaram a pandemia de formas diferentes, o que certamente influenciou suas capacidades e decisões estratégicas em Finanças, em especial, as de distribuição dos resultados. Como sugestão para pesquisas futuras, recomenda-se a realização de análises setoriais comparativas, que poderiam revelar dinâmicas ainda mais específicas sobre a relação entre a política de dividendos e o valor de mercado em contextos de crise, bem como antes e após os mesmos. Além disso, outras modelagens além de dados em painel também poderiam ser investigadas.

REFERÊNCIAS

- ALVES, Francisco Ivander Amado Borges; GUEDES, Yuri Romeiro; SOUZA, Jackeline Lucas. 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, p. 4-23, 2018. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=10187051>. Acesso em: 5 jul. 2025.
- AMORIM, Gabriel de; LIMA, Nilton César; BRUNOZI JÚNIOR, Antônio Carlos. Distribuição de dividendos e valor de empresas listadas na B3. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 14, n. 3, p. 003–018/019, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.14392/asaa.2021140301>. Acesso em: 7 jul. 2025.
- ARAUJO SIMON, Mariana Lanner de; PROCIANOY, Jairo Laser; DECOURT, Roberto Frota. Fatores determinantes da política de dividendos das instituições financeiras brasileiras. **Brazilian Review of Finance**, v. 17, n. 2, p. 87-116, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.12660/rbfin.v17n2.2019.77956>. Acesso em: 25 jun. 2025.
- AZEVEDO, Yuri Gomes Paiva *et al.* O pagamento de dividendos pode mitigar a influência da crise do covid-19 no gerenciamento de resultados? Evidência do Brasil. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 33, n. 3, p. 154-177, 2022. Disponível em: <https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/122659157/3876-libre.pdf?>. Acesso em: 27 jun. 2025.
- BALI, Turan G.; ENGLE, Robert F.; MURRAY, Scott. **Empirical asset pricing: The cross section of stock returns**. John Wiley & Sons, 2016. Disponível em:
- BERNARDO, Heloísa Pinna; IKEDA, Ricardo Hirata. O enigma dos dividendos e o risco sistemático. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 1, p. 104-120, 2013. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/1170/117025717007.pdf>. Acesso em: 23 jun. 2025.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 05 jun. 2025
- BRASIL. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 27 dez. 1995. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9249.htm. Acesso em: 05 jun. 2025.
- BRASIL. Ministério da Saúde. Ministério da Saúde declara fim da Emergência em Saúde Pública de Importância Nacional pela Covid-19. Brasília, DF, 17 abr. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/saude/pt-br/assuntos/noticias/2022/abril/ministerio-da-saude-declara-fim-da-emergencia-em-saude-publica-de-importancia-nacional-pela-covid-19>. Acesso em: 05 jun. 2025.
- COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. Métodos de pesquisa em administração. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/bYHfx7mHdhqm6kyvFcYb6hk/?format=html&lang=pt>. Acesso em: 13 jun. 2025.

CHAIN, Diego Reis; JANUZZI, Flávia Vital; BOUZAN, Pedro Miranda. Análise dos efeitos da COVID-19 sobre o preço das ações de diferentes setores do mercado brasileiro. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 10, n. 2, p. 22-41, 2022. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=10217595>. Acesso em: 23 jun. 2025.

CHAIN, Diego Reis; ABREU, Daniel Pereira Alves de; GOUVEIA, André Luiz Lemos Andrade; JANUZZI, Flávia Vital. Como os dividendos afetam a volatilidade dos preços dos ativos? Um estudo sobre as ações brasileiras listadas na B3. **Razão Contábeis e Finanças**, v.15, n. 1, 2024. Disponível em: <https://periodicos.uniateneu.edu.br/index.php/razao-contabeis-e-financas/article/view/438>. Acesso em: 7 jul. 2025.

CHIZZOTTI, Antonio. A pesquisa qualitativa em ciências humanas e sociais: evolução e desafios. **Revista Portuguesa de Educação**, v. 16, n. 2, p. 221-236, 2003. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/374/37416210.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2025.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; FREITAS, Kellen Silva. Relação entre os dividendos e a classificação de rating de empresas brasileiras. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 17, n. 42, p. 120-137, 2020. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=8083955>. Acesso em: 7 jul. 2025.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; ALVES, Denis Lima e. Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rcf/a/CKNKLxyCdkmxyQzrthvNz3L/?lang=pt>. Acesso em: 5 jul. 2025.

GORDON, Myron J. Dividends, earnings, and stock prices. **The review of economics and statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1927792>. Acesso em 03 jun. 2025.

GORDON, Myron J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, 1963. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2977907>. Acesso em 03 jun. 2025.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. Econometria Básica. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011. E-book. p.41. ISBN 9788580550511, 2011. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788580550511>. Acesso em: 12 jun. 2025.

LINTNER, John. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American economic review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1910664>. Acesso em: 23 jun. 2025.

LINTNER, John. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review of Economics and Statistics**, v. 44, n. 3, p. 243-269, 1962. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1926397>. Acesso em: 03 jun. 2025.

LITZENBERGER, Robert H.; RAMASWAMY, Krishna. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 7, n. 2, p. 163-195, 1979. Disponível em:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X79900126>. Acesso em: 05 jun. 2025.

MACHADO, Alex Zimmer; FLACH, Leonardo; SALLABERRY, Jonatas Dutra. Relevância ou irrelevância dos dividendos: Uma análise com as empresas do Icon. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 11, n. 3, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.5380/rcc.v11i3.71493>. Acesso em: 25 jun. 2025

MARTINS, Andressa Iovine; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, p. 24-39, 2012. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/YNDM7kFd4vzTGF563SP6NZj/?format=html&lang=pt>. Acesso em: 15 jun. 2025.

MARTUCHELI, Camila Teresa *et al.* 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. Disponível em: https://doi.org/10.51341/1984-3925_2021v24n1a3. Acesso em: 05 jul. 2025

MELO, C.; CABRAL, S. A Grande Crise e as Crises Brasileiras: O Efeito Catalisador da COVID-19. **Revista Eletrônica Gestão & Sociedade**, v. 14, n. 39, 2020. Disponível em: <https://d1wqtxts1xzle7.cloudfront.net/99123997/1469-libre.pdf?>. Acesso em: 05 jul. 2025.

MELO, Flávio José de; FONSECA, Marcos Wagner da. Política de dividendos no Brasil: uma análise na reação do mercado a anúncios de distribuição de proventos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 12, n. 27, p. 137-164, 2015. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5401719>. Acesso em: 03 jun. 2025.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2351143>. Acesso em: 02 jun. 2025.

MOTA, Sandriele Leite; MOURA, Fagundes Ferreira de; MARTINS, Orleans Silva. Reação do mercado ao anúncio do pagamento de dividendos: o que explicam as teorias da sinalização do fluxo de caixa livre?. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 42, n. 2, p. 1-18, 2023. Disponível em: <https://www.redalyc.org/journal/3071/307175505001/307175505001.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2025.

NEWAY, Whitney K.; WEST, Kenneth D. Hypothesis testing with efficient method of moments estimation. **International Economic Review**, p. 777-787, 1987. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2526578>. Acesso em: 20 ago. 2025.

ORGANIZAÇÃO PAN-AMERICANA DA SAÚDE (OPAS). OMS afirma que COVID-19 é agora caracterizada como pandemia. [S. l.], 11 mar. 2020. Disponível em: <https://www.paho.org/pt/news/11-3-2020-who-characterizes-covid-19-pandemic>. Acesso em: 03 jun. 2025.

PITANGA, Ângelo Francklin. Pesquisa qualitativa ou pesquisa quantitativa: refletindo sobre as decisões na seleção de determinada abordagem. **Revista Pesquisa Qualitativa**, v. 8, n. 17,

p. 184-201, 2020. Disponível em: <https://editora.sepq.org.br/rpq/article/view/299>. Acesso em: 05 jun. 2025.

ROCK, Kevin. Why new issues are underpriced. **Journal of Financial Economics**, v. 15, n. 1-2, p. 187-212, 1986. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X86900541>. Acesso em: 05 jun. 2025.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. Fundamentals of corporate finance. **McGraw-Hill Education**, 2022. Disponível em: <https://thuvienso.thanglong.edu.vn/handle/TLU/10696>. Acesso em: 03 jun. 2025.

SANTOS, Murilo Alves et al. Dividendos e crises: efeitos nas empresas sustentáveis e demais companhias da B3. **Revista de Negócios**, v. 28, n. 2, p. 23-39, 2023. Disponível em: <https://ojsrevista.furb.br/ojs/index.php/rn/article/view/9995>. Acesso em: 27 jun. 2025.

SANTOS, Sergio Gouveia; ALMEIDA LIMA, Lauro Vinicio de. O grau de rigidez dos custos dos produtos e o pagamento de dividendos no mercado de capital brasileiro. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 21, p. 1-15, e3240, 2022. Disponível em: <https://revista.crcsc.org.br/index.php/CRCSC/article/view/3240>. Acesso em: 12 jun. 2025.

SILVA, Cláudio Pilar; MACHADO, Marcio André. A influência da política de dividendos sobre a volatilidade das ações. **Revista de Contabilidade & Controladoria**, v. 7, n. 3, p. 8, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v5n4p43-63>. Acesso em: 12 mai. 2025.

SPENCE, Michael. Job market signaling. In: **Uncertainty in economics**. Academic Press, 1978. p. 281-306. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50025-5>. Acesso em: 25 ago. 2025.

TAVEIRA, Lis Daiana Bessa; PAIVA, Alysson Ribeiro; COSTA, Patrícia de Souza; RECH, Ilírio José. Decisões (in) certas: perspectiva de ganhos em meio à pandemia. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 28, n. 2, p. 120-130, 2024. Disponível em: <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/UERJ/article/viewArticle/4236>. Acesso em: 15 jun. 2025.

VANCIN, Daniel Francisco; PROCIANOY, Jairo Laser. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, p. 89-123, 2016. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/3058/305845303005.pdf>. Acesso em: 27 jun. 2025.

VIANA, Dêner Matheus da Silva; LIMA, Lauro Vinício de Almeida; MARTINS, Orleans Silva. Dividend Investing Using “Big Safe Dividends” to Build Equity Portfolios in Brazil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 26, n. 2, p. e20230230, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.7819/rbgn.v26i02.4262>. Acesso em: 7 jul. 2025.

VIANA JUNIOR, Dante Baiardo Cavalcante et al. A influência da política de dividendos sobre o valor de mercado: evidências em empresas brasileiras. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 20, n. 2, p. 175-194, 2017. Disponível em: <https://www.revistacgg.org/index.php/contabil/article/view/1114>. Acesso em 12 jun. 2025.

WALLIMAN, N. Métodos de Pesquisa. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2015. E-book. ISBN 9788502629857. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788502629857/>. Acesso em: 08 jun. 2025.

WILLIAMS, Joseph. Efficient signalling with dividends, investment, and stock repurchases. **The Journal of Finance**, v. 42, n. 2, p. 321-343, 1987. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04605.x>. Acesso em: 04 jun. 2025.

ZANON, André Ricardo Moncaio; ARAÚJO, Clésio Gomes de; NUNES, André. Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 7, n. 3, p. 326-339, 2017. Disponível em: <https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/3844>. Acesso em: 26 jun. 2025.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Estatísticas das variáveis sem tratamento de *outliers*.

Tabela 6 - Estatísticas descritivas das variáveis sem tratamento de *outliers*.

Variáveis	N	Média	Mediana	Mínimo	Primeiro Quartil	Terceiro Quartil	Máximo	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação
Valor de Mercado	7.181	11.810.849,93	2.298.232,76	2.003,19	378.668,35	8.385.544,54	570.520.998,61	38.431.862,69	3,25
Dividendos	7.181	397.575,97	663,00	0,00	0,00	93.528,00	194.609.000,00	4.349.742,17	10,94
Lucro Líquido	7.181	585.594,53	44.097,00	-52.782.000,00	-9.926,00	278.924,00	188.328.000,00	5.392.513,54	9,21
Endividamento	7.181	134,88	58,38	-51.474,81	11,22	125,59	165.588,22	2.694,96	19,98
Rentabilidade	7.181	-5,22	3,67	-21.019,79	-0,84	8,00	1.669,02	330,25	-63,23
Tamanho	7.181	20.302.458,00	3.943.778,00	410,00	1.265.169,00	14.273.319,00	1.147.716.000,00	72.674.612,84	3,58
Payout	7.181	0,31	0,00	-75,39	0,00	0,39	198,38	3,79	12,27

Nota: elaborada pelo autor. Valor de mercado, dividendos, lucro líquido e tamanho em milhares de reais. Endividamento e rentabilidade em porcentagem. Payout em decimal.

APÊNDICE B – Resultados dos modelos sem erros-padrão robustos.

Tabela 7 – Resultados dos modelos sem erros-padrão corrigidos.

Variáveis	Variável dependente: Valor de Mercado			
	Antes	Durante	Depois	Todo
<i>Intercepto</i>	-0,484** (0,217)		-0,158 (0,168)	
<i>Payout</i>	0,217*** (0,035)	0,103*** (0,031)	0,188*** (0,028)	0,171*** (0,017)
<i>Endividamento</i>	-0,0005*** (0,0001)	-0,00003 (0,0001)	-0,0003*** (0,0001)	-0,0003*** (0,0001)
<i>Rentabilidade</i>	0,025*** (0,002)	0,025*** (0,001)	0,030*** (0,001)	0,027*** (0,001)
<i>Tamanho</i>	0,983*** (0,015)	0,978*** (0,012)	0,943*** (0,011)	0,964*** (0,007)
<i>Comunicações</i>		0,043 (0,186)		-0,115 (0,092)
<i>Consumo cíclico</i>		-0,139** (0,061)		-0,220*** (0,035)
<i>Consumo não cíclico</i>		-0,175** (0,088)		-0,068 (0,050)
<i>Materiais básicos</i>		-0,283*** (0,084)		-0,192*** (0,048)
<i>Outros</i>		0,793** (0,309)		0,672*** (0,166)
<i>Petróleo</i>		-0,320*** (0,108)		-0,256*** (0,063)
<i>Saúde</i>		0,738*** (0,091)		0,570*** (0,051)
<i>Tecnologia</i>		1,030*** (0,113)		0,644*** (0,062)
<i>Utilidade pública</i>		-0,102 (0,073)		0,003 (0,042)
<i>Observações</i>	1.750	2.233	2.425	7.181
<i>R²</i>	0,792	0,803	0,783	0,799
<i>R² ajustado</i>	0,792	0,801	0,783	0,797
<i>Estatística F</i>	6.647,963***	692,288***	8.740,036***	2.167,868***

Fonte: elaborada pelo autor. Coeficiente estatisticamente significativo com *p < 0,1; **p < 0,05; ***p < 0,01. Erros-padrão entre parêntesis. Erros-padrão e valores-p obtidos pelo estimador Newey-West. Valor de mercado e tamanho utilizados na forma logarítmica. Payout em decimal. Endividamento e rentabilidade em porcentagem. Modelos Antes e Depois da Pandemia de efeitos aleatórios e Durante a Pandemia e de Todos os períodos de efeitos aleatórios, conforme os testes estatísticos Chow, Breusch-Pagan e Hausman.