

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A – FUCAPE ES

TEREZINHA VITORIA DE FREITAS SILVA

DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS E CRISES

**VITÓRIA
2025**

TEREZINHA VITORIA DE FREITAS SILVA

DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS E CRISES

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração, da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dra. Sylvania Neris Nossa.

**VITÓRIA
2025**

TEREZINHA VITORIA DE FREITAS SILVA

DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS E CRISES

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Aprovada em 29 de maio de 2025.

BANCA EXAMINADORA

Profa. Dra. Silvania Neris Nossa
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Prof. Dr. Joao Victor Joaquim dos Santos
Universidade Federal do Rio Grande do Norte

Prof. Dr. Danilo Soares Monte-mor
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Prof. Dr. Roberto Miranda Pimentel Fully
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

VITÓRIA

2025

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, pela oportunidade de chegar até aqui. Agradeço ao meu marido Elio Vicente da Silva e à minha filha Sophia Vitória pela compreensão em relação a muitas ausências e por me apoiarem sempre em todos meus projetos. Aos colegas e professores do curso de Mestrado da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, pelo convívio e crescimento em algumas calorosas discussões. Em especial ao amigo Fernando Rufino pelo grande apoio durante todo curso. Aos Professores Dra Silvania Neris Nossa, Dr Valcemiro Nossa e demais que contribuíram para essa minha jornada. Enfim, a todos que fizeram parte dessa importante etapa de minha vida, muito obrigada!

‘Lembre-se da sabedoria da água: Ela nunca discute com o obstáculo, simplesmente o contorna.’

(Augusto Cury)

RESUMO

Esta tese reúne três artigos que, sob enfoques complementares, investigam os impactos de crises econômicas em diferentes tipos de instituições. O estudo cobre o período de 2009 a 2023 e utiliza dados de empresas brasileiras listadas na B3, instituições financeiras e microempresas. O primeiro artigo examina os efeitos das crises do Subprime, política brasileira e da Covid-19 sobre as decisões de pagamento de dividendos nos setores financeiro e não financeiro. Os resultados mostram que as instituições financeiras responderam com maior estabilidade, mantendo ou ampliando a distribuição de dividendos durante as crises Subprime e política. Já durante a pandemia, essa tendência se inverteu. No setor não financeiro, os efeitos foram distintos entre as crises, revelando maior prudência das empresas em períodos de incerteza, especialmente por meio da retenção de recursos. O segundo artigo explora como a presença feminina nos Conselhos de Administração, em períodos de crise, influencia o pagamento de dividendos em empresas não financeiras. Os achados indicam que a presença de mulheres está associada a decisões mais cautelosas, com menor propensão ao pagamento de proventos, em linha com a Teoria da Socialização, que atribui às mulheres um perfil menos inclinado ao risco. Por fim, o terceiro artigo propõe uma solução prática voltada à gestão do capital de giro em micro e pequenas empresas, particularmente afetadas pela crise da Covid-19. Utilizando dados reais, a análise mostra que o uso do regime de caixa, em substituição ao regime de competência, pode reduzir significativamente os desembolsos financeiros, ao permitir que tributos sejam pagos somente após o recebimento das receitas. Essa alternativa representa uma estratégia viável para evitar inadimplência e manter a operação dessas empresas em tempos de crise. Em conjunto, os três artigos oferecem uma visão abrangente sobre como diferentes fatores afetam as decisões financeiras empresariais, contribuindo com evidências empíricas e propostas aplicáveis à sustentabilidade e à resiliência das empresas em cenários econômicos adversos.

Palavra-chave: dividendos; gênero; Conselho de Administração; crises econômicas; capital de giro; regime de caixa.

ABSTRACT

This thesis brings together three articles that, through complementary approaches, investigate the impacts of economic crises on different types of institutions. The study covers the period from 2009 to 2023 and uses data from Brazilian companies listed on B3, financial institutions, and microenterprises. The first article examines the effects of the Subprime crisis, the Brazilian political crisis, and the Covid-19 pandemic on dividend payment decisions in the financial and operational sectors. The results show that financial institutions responded with greater stability, maintaining or even increasing dividend distributions during the Subprime and political crises. However, during the pandemic, this trend reversed. In the operational sector, the effects varied across the crises, revealing a more cautious approach by companies during uncertain times, especially through the retention of resources. The second article explores how female presence on Boards of Directors, during periods of crisis, influences dividend policy in non-financial companies. The findings indicate that gender diversity is associated with more cautious decisions, with a lower propensity to distribute dividends, in line with Socialization Theory, which suggests that women tend to have a less risk-prone profile. Finally, the third article proposes a practical solution focused on working capital management in micro and small enterprises, which were particularly affected by the Covid-19 crisis. Using real data, the analysis shows that adopting the cash accounting method, instead of the accrual basis, can significantly reduce financial disbursements, as it allows taxes to be paid only after revenues are received. This alternative represents a viable strategy to avoid default and maintain operations during times of crisis. Taken together, the three articles offer a comprehensive view of how different factors affect corporate financial decisions, providing empirical evidence and applicable proposals to support business sustainability and resilience in adverse economic scenarios.

Keywords: dividends; gender; Board of Directors; economic crises; working capital; cash accounting.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO GERAL	9
EFEITOS DE CRISES SOBRE OS DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS E INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS	14
1 INTRODUÇÃO	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1 DIVIDENDOS	19
2.2 CRISES ECONÔMICAS.....	25
2.2.1 Crise de crédito Subprime (2008-2009).....	27
2.2.2 Crise política (2014-2016)	28
2.2.3 Crise sanitária Covid-19 (2020).....	29
3 METODOLOGIA	30
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA E AMOSTRA DO ESTUDO.....	30
3.2 ANÁLISE ECONOMÉTRICA: APLICAÇÃO DO MODELO DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA.....	31
3.2.1 Modelo de regressão Logística.....	32
3.2.2 Método dos Momentos Generalizados (GMM).....	35
3.3 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS.....	37
4 ANÁLISE DE RESULTADOS	41
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS DADOS EM ANÁLISE	41
4.2 MODELO DE REGRESSÃO LOGÍSTICA PROPOSTO	50
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	59
REFERÊNCIAS	62
EFEITOS DA DIVERSIDADE DE GÊNERO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO SOBRE O PAGAMENTO DE DIVIDENDOS NO CONTEXTO DE CRISES ECONÔMICAS	71
1 INTRODUÇÃO	72
2 REFERENCIAL TEÓRICO	77
2.1 DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS.....	77
2.2 A PRESENÇA FEMININA NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	79
2.3 A CRISES ECONÔMICAS RECENTES NO BRASIL.....	84
3 METODOLOGIA	88

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA.....	88
3.2 BASE DE DADOS	89
3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS ESTUDADAS.....	89
3.4 MÉTODO ESTATÍSTICO E MODELO MATEMÁTICO.....	91
3.4.1 Teste de diferenças de médias.....	91
3.4.2 Modelagem econométrica	92
3.4.3 Modelo de regressão Logística.....	93
3.4.4 Método dos Momentos Generalizados (GMM).....	97
4 ANÁLISE DE RESULTADOS	99
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS DADOS EM ANÁLISE	99
4.2 MODELOS DE REGRESSÃO PROPOSTOS	106
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	115
REFERÊNCIAS	118
ESTRATÉGIAS DA MANUTENÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DIRECIONADAS A MICRO E PEQUENAS EMPRESAS EM CONTEXTO DE CRISE	125
1 UM PROBLEMA PRÁTICO PARA MICRO E PEQUENAS EMPRESAS NO CONTEXTO DE CRISE COVID-19	126
2 MICROEMPRESAS E EMPRESAS DE PEQUENO PORTE E OS REGIMES DE APURAÇÃO PERMITIDOS PELA LEGISLAÇÃO	130
3 VISÃO ORIENTADA DO PROBLEMA DE GESTÃO DAS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS	133
4 DISCUSSÃO SOBRE A APLICABILIDADE DA NOVA ESTRATÉGIA – APRESENTAÇÃO DE UM MINICASO	136
5 CONCLUSÕES	139
REFERÊNCIAS	141
CONCLUSÃO GERAL.....	143

INTRODUÇÃO GERAL

Independentemente da área de atuação, os gestores financeiros enfrentam, de forma recorrente, três grandes grupos de decisões de médio e longo prazo: (i) decisões de investimento, (ii) decisões de financiamento e (iii) decisões relacionadas à distribuição de proventos (Neves, 1996). No contexto desta tese, o foco recai especificamente sobre o terceiro grupo, buscando entender como diferentes fatores influenciam a política de distribuição de dividendos em empresas brasileiras durante períodos de crise. A definição sobre o pagamento de proventos refere-se à política adotada para a distribuição de parte dos lucros aos acionistas (Gitman & Madura, 2003). Essa decisão é influenciada tanto por fatores externos, como o ambiente econômico, quanto por fatores internos, como características da governança corporativa e estratégias financeiras adotadas pelas empresas (Liang et al., 2023).

Para Homburg et al. (2018), os dividendos refletem informações relevantes sobre o desempenho operacional, os fluxos de caixa e o grau de confiança da administração quanto à lucratividade futura da empresa. Alterações na política de distribuição, portanto, podem representar uma resposta das companhias a períodos de recessão econômica. Segundo apontado por Turner et al. (2013), em momentos de crise, a pressão sobre o caixa e as restrições de liquidez no mercado global são capazes de levar as empresas a reduzirem os pagamentos de dividendos como forma de preservação financeira.

No entanto, conforme a Teoria da Sinalização, os gestores, cientes da reação negativa dos investidores a cortes de dividendos, podem optar por manter ou até ampliar a distribuição como um sinal de resiliência e recuperação (Liang et al., 2023).

De forma complementar, a Teoria da Agência sugere que os administradores tendem a evitar reduções nos dividendos a fim de preservar sua reputação (Lambrecht & Myers, 2012).

Diante disso, com o intuito de compreender como as empresas brasileiras ajustam suas políticas de distribuição de dividendos, durante períodos recessivos, o primeiro artigo desta tese teve como objetivo identificar a relação entre crises econômicas e a política de pagamento de dividendos em setores financeiro e não financeiro. Como resultado, observou-se que esses dois setores apresentaram comportamentos distintos durante os momentos de recessão.

As instituições financeiras, por exemplo, ampliaram a distribuição de dividendos durante a crise do Subprime e durante a crise política, o que está em consonância com os pressupostos das Teorias da Sinalização e da Agência. Contudo, durante a crise sanitária provocada pela Covid-19, houve uma queda da distribuição de dividendos, em decorrência das restrições regulatórias impostas aos bancos. Esse resultado demonstra que, durante períodos de turbulência, as instituições financeiras, mesmo apresentando menor desempenho, aumentaram o pagamento de proventos para enviar sinais positivos ao mercado acerca de sua saúde financeira. Esse comportamento só foi alterado, por imposição normativa, no contexto da pandemia.

Em contrapartida, as empresas do setor não financeiro adotaram uma postura mais conservadora. Durante a crise do Subprime e a crise política, reduziram o pagamento de proventos, optando por reter caixa em função das incertezas. Contudo, a crise sanitária causada pela pandemia de Covid-19 exigiu uma abordagem distinta. Observou-se um aumento na distribuição de dividendos, o que pode ser interpretado

como uma tentativa das empresas de sinalizar ao mercado sua estabilidade econômica e financeira.

Dessa forma, ficou evidente que a política de distribuição de proventos é sensível tanto às condições econômicas externas quanto ao setor em que a empresa está inserida. Além das variáveis macroeconômicas, estudos anteriores também apontam que características internas das organizações exercem influência sobre essa política. Entre essas características, destaca-se a presença de mulheres no conselho de administração, objeto de estudos em diversos países.

Algumas pesquisas indicam efeitos positivos da presença de mulheres sobre as decisões de distribuição de proventos em países como Estados Unidos, Malásia, Nigéria, Espanha e China (Benjamin & Biswas, 2019; Tahir et al., 2020; Idris et al., 2019; Pucheta-Martínez & Bel-Oms, 2015). Por outro lado, estudos conduzidos por Sanan (2019), Saeed e Sameer (2017) e Mustafa et al. (2020) encontraram uma relação negativa em países como Índia, China e Rússia, sugerindo que os efeitos da presença de mulheres podem variar de acordo com o contexto institucional e cultural.

Neste sentido, o segundo artigo possui como objetivo analisar a influência da presença de mulheres nos Conselhos de Administração, sobre a política de proventos das empresas listadas na B3 em contextos de crise. O estudo evidencia que a presença feminina, no Conselho de Administração das empresas, é capaz de mitigar a possibilidade de distribuição de dividendos. Evidenciando-se, portanto, um caráter de monitoramento que reduz a possibilidade de sinalização ao mercado, sobre as expectativas de lucratividade da empresa por meio da distribuição de proventos, em defesa dos acionistas.

Dessa forma, nota-se que, nas empresas não financeiras, a presença de mulheres no Conselho de Administração (fator interno) e os diferentes tipos de recessão econômica (fator externo) são elementos que influenciam diretamente a política de distribuição de proventos.

Considerando que, durante a crise da Covid-19, empresas não financeiras listadas na B3 modificaram seu comportamento em relação às crises anteriores e aumentaram a distribuição de proventos possivelmente como forma de sinalizar ao mercado a existência de fluxos de caixa consistentes e a confiança da gestão em relação à rentabilidade futura, o terceiro artigo teve como objetivo desenvolver um fluxograma de decisão que auxilia micro e pequenas empresas em relação a escolha do regime de apuração mais adequado, para mitigar problemas de fluxo de caixa em períodos de instabilidade econômica.

Os resultados deste artigo tecnológico indicam que, embora o regime de caixa não reduza diretamente a carga tributária, ele contribui para a manutenção de um capital de giro positivo. Isso ocorre porque o pagamento de tributos, que representa uma das maiores despesas das empresas, passa a estar atrelado ao efetivo recebimento de receitas, tornando-se, portanto, uma alternativa viável em contextos econômicos adversos.

Em síntese, os três artigos que compõem esta tese abordam, sob diferentes perspectivas, os fatores que influenciam a política de distribuição de proventos das empresas brasileiras, considerando tanto aspectos externos, como o tipo de crise econômica enfrentada, quanto internos, como a composição dos Conselhos de Administração. Os resultados revelam que as decisões relacionadas à distribuição de lucros não são homogêneas entre os setores e estão fortemente associadas a

estratégias de sinalização ao mercado, às restrições regulatórias e à atuação de mecanismos de governança. Além disso, ao propor um instrumento prático voltado a micro e pequenas empresas, a pesquisa contribui não apenas para o avanço teórico, mas também para a aplicação de soluções voltadas à sustentabilidade financeira de diferentes tipos de negócios em cenários de incerteza.

EFEITOS DE CRISES SOBRE OS DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS E INSTITUIÇÕES BANCÁRIAS

RESUMO

Este estudo analisa a relação entre crises econômicas, *Subprime*, política e pandêmica, e os pagamento de dividendos dos setores financeiro e não financeiro. A pesquisa utiliza uma amostra composta por empresas listadas na B3 e instituições financeiras com dados disponíveis no BACEN, abrangendo o período de 2009 a 2023. Os dividendos foram avaliados por meio de três indicadores: *payout*, uma variável *dummy* que sinaliza a existência de aumento de dividendos e outra *dummy* que sinaliza a ocorrência de pagamento de dividendos. Os resultados revelam que os fatores capazes de influenciar o pagamento de dividendos variam entre os setores analisados. Os modelos econométricos indicam que as crises política e *Subprime* aumentam a probabilidade de as instituições financeiras distribuírem dividendos, enquanto a crise pandêmica exerce o efeito oposto. Para as empresas não financeiras, o comportamento, diante do contexto de crises foi distinto: durante a crise política, houve redução da probabilidade de aumento dos dividendos; para a crise *Subprime*, observou-se uma diminuição da probabilidade de pagamento de dividendos. Por outro lado, durante a crise pandêmica, a probabilidade de aumento dos dividendos em relação ao ano anterior foi maior. Os bancos demonstraram maior capacidade de adaptação, em períodos de crise política e pandêmica, utilizando a distribuição de dividendos como um sinal de estabilidade financeira. Em contraste, as empresas não financeiras mostraram-se mais vulneráveis a períodos recessivos, optando por reter recursos em momentos de incerteza, o que reflete uma postura mais conservadora.

Palavra-chave: bancos; empresas não financeiras; dividendos; crises.

ABSTRACT

This study analyzes the relationship between economic crises — Subprime, political, and pandemic — and the dividend payment policies of the financial and operational sectors. The research is based on a sample composed of companies listed on B3 and financial institutions with available data from BACEN, covering the period from 2009 to 2023. Dividend policy was assessed using three indicators: payout ratio, a dummy variable indicating an increase in dividends, and another dummy indicating the occurrence of dividend payments. The results reveal that the factors influencing dividend payments vary across the sectors analyzed. The econometric models indicate that the political and Subprime crises increase the likelihood of financial institutions distributing dividends, while the pandemic crisis has the opposite effect. For operational companies, behavior during crises differed: during the political crisis, there was a reduction in the probability of dividend increases; for the Subprime crisis, a decrease in the likelihood of dividend payments was observed. On the other hand, during the pandemic crisis, the probability of an increase in dividends compared to the previous year was higher. Banks demonstrated a greater capacity for adaptation during periods of political and pandemic crises, using dividend distribution as a signal of financial stability. In contrast, operational companies proved to be more vulnerable during recessive periods, opting to retain resources in times of uncertainty, reflecting a more conservative stance.

Keywords: banks; operational companies; dividends, crises.

1 INTRODUÇÃO

A distribuição de dividendos é um tema amplamente debatido, em pesquisas teóricas e empíricas, dado seu papel relevante para o processo de comunicação de informações relacionadas às empresas (Baker & Ridder, 2018; Khan et al., 2017; Benavides et al., 2016; Al-Malkawi et al., 2014).

Os motivos que determinam o pagamento de dividendos são diversos e, portanto, variam entre os diferentes setores econômicos, especialmente no caso das empresas do setor financeiro verificam-se distintos fatores que podem afetar o *payout* (Salah & Amar, 2022; Ed-Dafali et al., 2023; Theiri et al., 2023). Nesse contexto, um exemplo é apresentado por Tran (2020) que ressalta que instituições financeiras tendem a distribuir dividendos, significativamente mais elevados, em comparação a outros setores, uma vez que os bancos utilizam o pagamento de dividendos como um meio de transmitir confiança sobre sua solvência às partes interessadas (Forti & Schiozer, 2015).

Floyd e Skinner (2015) argumentam que, caso os usuários comecem a questionar a solvência das instituições financeiras, o modelo de financiamento dessas instituições pode se tornar insustentável, levando à falência e, conseqüentemente, prejudicando a economia de um país. A sinalização dos dividendos bancários para demonstrar saúde financeira foi observada durante a crise financeira de 2007-2008, quando muitos bancos mantiveram ou até aumentaram seus dividendos, apesar de enfrentarem prejuízos (Ashraf et al., 2016; Acharya et al., 2013; Hirtle, 2014).

A resistência dos bancos em reduzir o pagamento de dividendos, durante a crise do Subprime, resultou na introdução de Basileia III, que estabelece requisitos de capital mais rigorosos para essas instituições (Kanas, 2013). A principal motivação para Basileia III é assegurar que os bancos mantenham reservas suficientes para absorver perdas antes advindas da distribuição de lucros aos acionistas. Assim, caso um banco, localizado em países que adotam essa regulamentação, não atinja o nível exigido pelo *Capital Conservation Buffer*, esse será obrigado a limitar ou suspender a distribuição de dividendos até que seu capital seja restabelecido a níveis adequados.

Essa regulamentação influenciou o comportamento dos bancos, durante a crise desencadeada pela pandemia de Covid-19, como evidenciado pelas Resoluções nº 4.820, de 29 de maio de 2020, e nº 4.885, de 23 de dezembro de 2020, que restringiram o pagamento de dividendos por instituições financeiras no Brasil. Apesar disso, os efeitos das crises econômica e sanitária, sobre os dividendos dos bancos brasileiros, ainda não estão claros, uma vez que a literatura empírica analisou essa relação, principalmente, sob a ótica da crise financeira internacional (Floyd & Skinner, 2015).

Dessa forma, durante períodos de crise, o comportamento dos órgãos reguladores e do governo pode afetar de maneira distinta as empresas que integram diferentes setores (Matyunina & Ongena, 2022). Estas entidades podem ajustar suas políticas, por meio da redução de taxas de juros ou alteração da taxa de compulsório, beneficiando particularmente as instituições financeiras. Essas medidas podem afetar, de forma diferenciada, as instituições financeiras e outras empresas, resultando em variações do comportamento do pagamento de dividendos entre os setores (Bacen, 2020). Nesse sentido, possíveis mudanças políticas governamentais podem influenciar a forma como cada setor gerencia seus dividendos, refletindo necessidades e estratégias de adaptação distintas durante crises econômicas (Matyunina & Ongena, 2022).

Quando se trata de recessões econômicas que afetaram a economia global, como a crise do subprime e a pandemia Covid-19, observa-se que a literatura sobre a temática se apresenta mais restrita a análise de empresas de setores não financeiros, deixando uma lacuna em relação às instituições financeiras (Mazur et al., 2020). No contexto de recessões que afetaram, exclusivamente o Brasil, como a crise

política de 2014/2015, também se verifica a ausência de estudos que explorem o comportamento da distribuição de dividendos. Além disso, não foram encontrados estudos que analisassem as diferenças em relação ao pagamento de dividendos, durante os períodos de crises ocorridas no Brasil, entre os setores financeiro e não financeiro.

Diante dessa lacuna existente na literatura sobre o pagamento de dividendos, no contexto de recessões que afetaram o Brasil, e suas possíveis variações, em decorrência do setor econômico ao qual uma empresa integra, esta pesquisa busca responder à seguinte questão: **Como as crises, ocorridas no Brasil, afetaram a política de pagamento de dividendos das instituições bancárias e das empresas não financeiras brasileiras?** Para abordar essa questão, o objetivo deste estudo é identificar a relação entre crises econômicas e a política de pagamento de dividendos nos setores financeiro e não financeiro.

As instituições financeiras foram foco desta pesquisa pelo fato de representarem um elemento crítico em relação à economia mundial, uma vez que desempenham um papel fundamental para o sistema financeiro, ao atuarem como canal entre unidades com déficit e unidades com excedente. Por conseguinte, perturbações, capazes de afetar o funcionamento adequado dessas instituições, podem resultar em flutuações adversas para a economia real (Tran, 2020).

Este estudo contribui para a literatura, uma vez que possibilita ampliar a discussão sobre as decisões de pagamento de dividendos, no contexto de crises. De acordo com Erkens et al., (2012), às turbulências econômicas e financeiras aumentam o interesse pela aplicação das teorias de finanças corporativas devido ao estabelecimento de um contexto macroeconômico único.

Além disso, o fato de as instituições financeiras possuírem peculiaridades em relação às normas de registros contábeis fazem com que sejam, normalmente, excluídas das amostras dos estudos sobre o pagamento de dividendos. Para Silva e Dantas (2015), entre os motivos de as instituições financeiras serem excluídas de grande parte dos estudos se deve às normas específicas que regem o setor financeiro, bem como à elevada alavancagem que as caracteriza. No entanto, dada a significativa contribuição das instituições financeiras, tanto para a economia quanto para o mercado de capitais, é justificável a necessidade de que se avalie o impacto de possíveis estratégias adotadas pelos seus gestores sobre essas instituições (Silva & Dantas, 2015).

Portanto, este estudo busca aprofundar o entendimento das decisões de pagamentos de dividendos adotadas pelos bancos e demais setores da economia, fornecendo informações valiosas para gestores e acionistas. Para esses agentes, a alocação de lucros é uma informação crucial para suas estratégias e tomadas de decisão (Paiva, 2016). Ademais, pretende-se gerar informações sobre as sinalizações repassadas pelo pagamento de dividendos, para que os sócios e acionistas possam avaliar o comportamento das instituições financeiras e não financeiras, especialmente em momentos de perturbações, e possam decidir pelo melhor investimento.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DIVIDENDOS

Os dividendos representam uma parcela do lucro líquido de uma empresa, distribuída aos seus acionistas ou proprietários, em períodos determinados, em

conformidade com as disposições estatutárias e seus planejamentos estratégicos correspondentes (Brasil, 2001). O pagamento de dividendos refere-se à decisão deliberada da administração de uma organização quanto à proporção do lucro líquido que será mantida na empresa e a parcela que será distribuída aos acionistas ou proprietários (Assaf, 2003).

Essa política suscita debates, pois influencia profundamente as decisões estratégicas da empresa, desde seu efeito na avaliação de preços até a determinação do método ideal de distribuição. Sob essa ótica, o pagamento de dividendos reflete a escolha feita pelos gestores entre distribuir dividendos ou reter lucros (Procianoy & Poli, 1993). Portanto, a distribuição de lucros mostra que a empresa optou por não reinvestir em seu próprio crescimento, priorizando o retorno ao acionista (Silva & Dantas, 2015).

A literatura oferece múltiplas explicações para o pagamento de dividendos. Uma delas é que os dividendos sinalizam informações favoráveis aos investidores (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985). A Teoria da Sinalização argumenta que, devido à informação assimétrica, os dividendos são sinais explícitos sobre os lucros futuros, enviados, intencionalmente, pela administração aos acionistas (Miller e Rock, 1985). Para Floyd et al. (2015), o aumento dos dividendos pode sinalizar a crença da administração de que os ganhos irão aumentar.

De acordo com Adhikari e Agrawal (2018), na medida em que os dividendos podem ser vistos como sinais que atraem a atenção dos investidores e as empresas competem umas com as outras por essa atenção positiva, essas instituições têm um incentivo para imitar as políticas de dividendos de empresas concorrentes. Além disso, este incentivo para imitar provavelmente será mais forte entre instituições de setores

mais competitivos, em que é mais difícil diferenciar as empresas apenas com base nos produtos oferecidos. Floyd et al. (2015) explicam que os bancos têm uma propensão maior e mais estável em relação ao *payout* e também tendem a resistir a cortes de dividendos, uma vez que o utilizam apenas como sinalizadores de solidez financeira.

As turbulências financeiras causam discussões controversas sobre o capital do setor bancário. Mayne (1980) observou que os bancos americanos usaram cortes de dividendos para melhorar sua base de capital, durante a crise bancária dos anos de 1973 a 1976. Já o estudo de Bessler e Nohel (1996) aponta que os gerentes de bancos, nos EUA, estavam relutantes em cortar dividendos, nos anos 80, apesar de sofrerem perdas advindas do *payout*.

Dessa forma, cortes e omissões de dividendos têm sido sugeridos como uma possibilidade de melhorar a solidez financeira dos bancos retendo lucros. No entanto, há receio com relação à possibilidade de os acionistas interpretarem uma diminuição dos dividendos como um indício de problemas futuros. Portanto, essas preocupações têm como base a Teoria de Sinalização de dividendos (Basse et al., 2014).

O trabalho de Abreu e Gulamhussen (2013) analisou a distribuição de dividendos de 462 *holdings* de instituições financeiras dos Estados Unidos da América (EUA), antes e durante a crise financeira de 2007 a 2009. Os principais resultados corroboram com a ideia de que, durante crises financeiras, os dividendos desempenham o papel de indicar futuras oportunidades de crescimento. Dessa forma, o pagamento de dividendos está condicionado às circunstâncias macroeconômicas evidenciadas como fatores de perturbação como a crise financeira. Outra descoberta do estudo é que os bancos de maior porte, mais rentáveis e com crescimento mais

moderado, tendem a distribuir mais dividendos independentemente da situação econômica do país.

Com evidências contrárias a este achado, Basse et al. (2014) analisaram empiricamente o pagamento de dividendos do setor bancário europeu, com intuito de verificar se a sinalização de dividendos ou suavização de dividendos são fenômenos econômicos relevantes. Como resultado, não foi encontrado que a sinalização de dividendos e/ou a suavização de dividendos sejam fenômenos econômicos relevantes. Portanto, esses autores sugerem que, diante de uma grave crise financeira, os bancos europeus devem considerar cortar ou omitir os dividendos para melhorar sua solidez financeira. Os temores em relação a possíveis consequências negativas, devido a investidores e analistas financeiros, assumindo que as reduções de dividendos são um sinal confiável para problemas futuros, não são suportados pelos conjuntos de dados analisados na pesquisa.

No contexto dos Estados Unidos, a pesquisa de Floyd et al. (2015) comparou as políticas de dividendos de empresas pertencentes ao setor industrial e bancos, durante o período de 30 anos, com o objetivo de melhor entender os dividendos, especialmente no caso dos bancos. Os principais resultados da pesquisa de Floyd et al. (2015) apontam que os dividendos das empresas industriais cresceram de forma significativa após 2002, porém, no período da crise, percebeu-se uma tendência decrescente de pagamento. Já os bancos apresentaram uma maior propensão a pagar e a resistir a cortes de dividendos à medida que a crise financeira de 2007 a 2008 se iniciava. Floyd et al. (2015) evidenciaram que os bancos fazem uso de dividendos para sinalizar a sua solidez financeira, enquanto os custos de agência e

fluxo de caixa livre explicam melhor o comportamento do *payout* para as empresas industriais.

No Brasil, o estudo de Forti e Schiozer (2015) investigou se os bancos utilizam dividendos com intuito de sinalizar a liquidez e a qualidade dos ativos aos seus detentores de dívida. Foi percebido por Forti e Schiozer (2015) um impacto externo sobre a transparência dos ativos e a avaliação de riscos das instituições bancárias brasileiras, resultante da crise do mercado imobiliário de 2008. A análise empírica se beneficia da diversidade entre os diferentes tipos de depositantes dos bancos brasileiros, bem como da presença de múltiplos proprietários, para destacar que os depositantes que são sensíveis à informação são utilizados pelos bancos como alvo de sinalização (Forti & Schiozer, 2015). Esses dispendiosos esforços de sinalização são particularmente fortes durante períodos de crises financeiras, quando a opacidade dos ativos, a assimetria informacional e as preocupações dos depositantes, em relação à liquidez dos bancos, são exacerbadas (Forti & Schiozer, 2015).

No Brasil, especificamente, as empresas lucrativas não possuem a escolha de distribuir dividendos a seus investidores (Vancin & Procianoy, 2016). De acordo com a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, os estatutos das empresas podem determinar a porcentagem do lucro a ser distribuído aos investidores como o pagamento de dividendos mínimo obrigatório (Brasil, 2001). Contudo, diante da ausência de tal disposição estatutária, o dividendo mínimo obrigatório não deve ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado.

Além dos dividendos mínimos, a legislação brasileira possui outra particularidade em relação a distribuição dos lucros, a existência do Juros Sobre Capital Próprio (JSCP). Segundo a Lei nº 9.249, de 22 de dezembro de 1995 as

empresas podem optar pela distribuição de lucros por meio do JSCP, pois também é uma forma de remunerar o capital dos acionistas (Brasil, 1995).

De acordo com Weber (2008), o JSCP não é uma forma de distribuição favorável aos acionistas, pois está sujeito à tributação, ao contrário dos dividendos, que não incorrem nesse ônus fiscal. Entretanto, para as companhias, o JSCP pode ser uma maneira atraente de distribuição dos lucros, devido à dedutibilidade fiscal.

As empresas brasileiras, quando atingem o teto máximo de JSCP, costumam combiná-lo com os dividendos. Sendo assim, quando se estuda as decisões de distribuição de dividendos em empresas brasileiras, deve-se considerar os JSCP. Caso contrário os dividendos podem estar subestimados (Gonzalez et al., 2017). Diante disso, no presente estudo será considerado como pagamento de dividendos a soma dos dividendos e JSCP.

Estudos como Damodaran (2001), DeAngelo et al. (2009) e Baker e Wurgler (2004) procuraram compreender como e por que as políticas de dividendos podem variar em resposta às preferências dos investidores e às condições de mercado.

Damodaran (2001) e DeAngelo et al. (2009) discutem o efeito clientela em suas pesquisas, que sugere que as empresas ajustam suas políticas de dividendos para atender às preferências de seus investidores. De acordo com o efeito clientela, as decisões sobre dividendos são influenciadas pelas necessidades e preferências dos investidores da empresa. Por exemplo, se a clientela predominante prefere dividendos regulares, a empresa pode optar por manter ou até aumentar seus pagamentos de dividendos para satisfazer essas preferências.

Contrariando a ideia do efeito clientela, o estudo de Baker e Wurgler (2004) apresenta a Teoria do *Catering*, que propõe que as empresas ajustam suas políticas de dividendos com base nas preferências de mercado. Nesse contexto, de acordo com essa teoria, as empresas são influenciadas pelas mudanças de preferências dos investidores em relação aos dividendos. Quando o mercado valoriza mais os dividendos, as empresas podem aumentar seus pagamentos para atrair investidores que preferem dividendos, ajustando-se, assim, ao que o mercado demanda naquele momento.

2.2 CRISES ECONÔMICAS

Rippel e Rippel (2008) descrevem o desenvolvimento econômico como um fenômeno oscilatório composto por diversos estágios, caracterizado por picos inferiores e superiores. De acordo com Abel et al. (2008), as oscilações econômicas denotam flutuações periódicas na atividade econômica dos países, caracterizadas por períodos de expansão seguidos por recessões, contrações e recuperações, que se entrelaçam com a fase de expansão do ciclo subsequente.

De acordo com Burns e Mitchell (1946), uma recessão econômica é definida como um período em que uma ampla gama de indicadores econômicos apresenta redução por um período sustentado, de pelo menos meio ano, após um pico econômico. Assim, a recessão econômica é identificada como uma contração na qual a taxa de crescimento da renda nacional evidencia uma diminuição em termos absolutos, resultando em aumento do desemprego, redução na capacidade de produção, restrições nos investimentos e alta liquidez bancária (Bottomore, 1988).

O Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE), conforme citado na Conjuntura Macroeconômica (2009), define recessão como a presença de declínios substanciais na atividade econômica por pelo menos dois trimestres consecutivos. Estes conceitos são essenciais para compreender os diferentes estágios e gravidades das dificuldades econômicas em um país ou região, manifestando-se por meio da diminuição da atividade econômica, do crescimento econômico reduzido, do aumento do desemprego e da dívida pública (Sandroni, 1999).

Segundo Blanchard (2004), uma crise econômica é caracterizada por uma redução na renda nacional e pode ser mais prolongada do que uma recessão, resultando em mudanças importantes e desafiadoras na economia.

O CODACE, estabelecido pela Fundação Getúlio Vargas em 2004, tem a responsabilidade de datar as crises econômicas no Brasil, estabelecendo uma cronologia baseada na alternância entre picos e vales da atividade econômica (Comitê de Datação de Ciclos Econômicos [CODACE], 2023). Nas últimas duas décadas, o CODACE identificou três recessões econômicas no Brasil: (i) do quarto trimestre de 2008 ao primeiro trimestre de 2009; (ii) do segundo trimestre de 2014 ao quarto trimestre de 2016; e (iii) do primeiro trimestre de 2020 ao segundo trimestre de 2020 (CODACE, 2023).

As recessões enfrentadas pela economia brasileira, têm suas causas evidenciadas por meio de fatores distintos. A crise de 2008, conhecida como subprime, originou-se nos Estados Unidos, impulsionada por políticas de incentivo ao acesso à moradia e pressão regulatória (Swan, 2009). A recessão de 2014, por sua vez, foi desencadeada por incertezas em relação à nova política econômica e denúncias de corrupção em empresas estatais brasileiras (Cacciamali e Tatei, 2016).

Por fim, a crise de 2020 foi causada pela rápida propagação do novo coronavírus, o SARS-CoV-2, impactando amplamente a economia global (Chen e Yeh, 2021).

2.2 1 Crise de crédito Subprime (2008-2009)

A crise *Subprime*, também conhecida como crise do mercado imobiliário de 2008, teve sua origem nos Estados Unidos devido à disponibilização de empréstimos hipotecários arriscados (*subprime*), destinados a pessoas com históricos de crédito duvidosos. Esses *subprimes* foram posteriormente agrupados em títulos financeiros complexos e vendidos a investidores em todo o mundo. No entanto, muitos desses mutuários não conseguiram honrar suas hipotecas quando as taxas de juros ajustáveis aumentaram e os preços dos imóveis começaram a cair. Isso resultou em um aumento nas execuções hipotecárias e na desvalorização dos títulos derivados das hipotecas *subprime* (Bliss et al., 2015).

Essa crise teve impacto em todo o sistema financeiro global, acarretando falências de inúmeras instituições financeiras, intervenções governamentais para resgatar bancos, queda nos mercados de ações e uma recessão global. As consequências dessa crise reverberaram em diversos setores e países (Chopra & Mehta, 2022).

Em relação às implicações da crise *Subprime* sobre o Brasil, Ferraz (2013) enuncia que seu impacto pode não ter sido significativo, uma vez que houve uma desaceleração perceptível, resultando em uma recessão moderada em 2009, seguida por uma recuperação rápida em 2010 (Ferraz, 2013). Além disso, Ferraz (2013) indica que a crise *Subprime* impactou o Brasil por meio da mitigação do volume do comércio

internacional e da redução nos valores das *commodities*. Diante do exposto, propõe-se as seguintes hipóteses a serem examinada:

Hipótese 1a: A crise *Subprime* afeta o pagamento de dividendos das empresas analisadas.

Hipótese 1b: A crise *Subprime* afeta a probabilidade do pagamento de dividendos das empresas analisadas.

Hipótese 1c: A crise *Subprime* afeta a probabilidade de aumentar os dividendos pelas empresas analisadas.

2.2.2 Crise política (2014-2016)

A crise política ocorreu a partir do segundo trimestre de 2014 até o início 2015, marcando o fim de um ciclo de crescimento econômico do país que perdurou desde o segundo trimestre de 2009 até o primeiro trimestre de 2014 (CODACE, 2015). Dessa forma, percebe-se a existência de uma recessão econômica entre os anos de 2014 e 2015 no Brasil.

De acordo com Barbosa (2017), durante a crise política brasileira, ocorreu uma queda de cerca de 9% no produto per capita, resultando em uma pressão considerável para que houvesse uma rápida recuperação da economia nacional. Já de acordo com Cacciamali e Tatei (2016), os primeiros sinais de desaceleração da economia brasileira surgiram em 2014, com os efeitos negativos se intensificando em 2015, quando é possível se observar a perda de empregos, tanto formais quanto informais. Apesar de a recessão ter terminado no início de 2015, melhorias significativas no

mercado de trabalho e na economia só foram percebidas no final de 2016 (Cacciamali & Tatei, 2016).

Segundo Nassif (2015), esse período foi caracterizado por um clima de incerteza em relação à política econômica proposta pela então presidente Dilma Rousseff, o que levou à desvalorização do real em relação ao dólar. Vale ressaltar que a recessão econômica ocorrida no Brasil, a partir de 2015, não pode ser equiparada à crise *Subprime*, pois não teve origem a partir do sistema financeiro. Diante dessas considerações, as seguintes hipóteses são investigadas na pesquisa:

Hipótese 2a: A crise política afeta o pagamento de dividendos das empresas analisadas.

Hipótese 2b: A crise política afeta a probabilidade do pagamento de dividendos das empresas analisadas.

Hipótese 2c: A crise política afeta a probabilidade de aumentar os dividendos pelas empresas analisadas.

2.2.3 Crise sanitária Covid-19 (2020)

Os efeitos da crise Covid-19 não se restringem a setores específicos da economia o que se deve a política de *lockdown*, determinada pelos órgãos de saúde, como medida para deter a propagação da doença. Nesse sentido, verifica-se o fechamento de diversos setores econômicos, o que termina por afetar tanto a oferta quanto a demanda mundial (Paula & Ferreira, 2020).

O cenário de crise sanitária determina, no Brasil, que o BACEN passe a tomar medidas regulatórias que apresentam como escopo o maior acesso ao crédito como

estratégia para amenizar os impactos da pandemia sobre a economia nacional (Paula & Ferreira, 2020).

Faz-se relevante destacar que a crise Covid-19 atinge o mercado de trabalho brasileiro potencializando a sua fragilidade que já se evidenciava, em períodos anteriores à pandemia, acentuando-se, assim, o seu processo de deterioração (Bridi, 2020). Dessa forma, a pesquisa apresenta como escopo testar as seguintes hipóteses:

Hipótese 3a: A crise sanitária afeta o pagamento de dividendos das empresas analisadas.

Hipótese 3b: A crise sanitária afeta a probabilidade do pagamento de dividendos das empresas analisadas.

Hipótese 3c: A crise sanitária afeta a probabilidade de aumentar os dividendos pelas empresas analisadas.

3 METODOLOGIA

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA E AMOSTRA DO ESTUDO

Este estudo pode ser descrito, em termos de seus objetivos, como de cunho descritivo, uma vez que analisa as causas e os efeitos de um fenômeno específico e busca identificar relações entre diferentes variáveis. Em relação à natureza, caracteriza-se como uma pesquisa quantitativa, pois utiliza de métodos quantitativos para atingir os objetivos propostos (Vergara, 2005).

Por fim, no que diz respeito aos métodos de coleta e análise, trata-se de uma pesquisa documental, uma vez que se utiliza dados secundários fornecidos pelo Banco Central do Brasil (BACEN) e pela base de dados “Comdinheiro”. A análise compreende o período de 2009 a 2023. Os dados foram coletados a partir de 2008, pelo fato de evidenciar o ano de início da crise *Subprime* (CODACE, 2015).

Os critérios utilizados para a seleção das instituições financeiras são: (i) ter disponibilidade de dados na base do BACEN; e (ii) ser Banco Comercial, Banco de desenvolvimento, Banco Múltiplo com Carteira Comercial ou Caixas Econômicas e Conglomerado. A amostra das empresas não financeiras é composta por companhias de capital aberto listadas na B3.

Da população inicial foram excluídas as empresas que não disponibilizam informações sobre as variáveis de interesse da pesquisa, evidenciadas nas bases de dados consultadas, bem como aquelas classificadas como instituições financeiras. Neste sentido a amostra deste estudo é composto por 2.513 instituições financeiras e 340 empresas não financeiras.

3.2 ANÁLISE ECONOMETRICA: APLICAÇÃO DO MODELO DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA

Uma vez que o presente estudo utilizará como variáveis dependentes diferentes *proxies* de pagamento de dividendos, a determinação do tipo de abordagem econométrica utilizada se fundamenta a partir da caracterização de cada *proxy* utilizada para representar o *payout*. Nesse sentido, as *proxies* representadas por variáveis *dummies* são modeladas a partir do modelo de regressão logística. A *proxy* que representa o *payout* em valor absoluto tem sua modelagem feita a partir do

modelo de dados em painel Método dos Momentos Generalizados (GMM). A utilização dessa abordagem se deve a existência de variação espacial e temporal dos dados além do caráter recursivo da variável dependente *payout* o que determina a utilização da abordagem de painel dinâmico (Wooldridge, 2010).

3.2.1 Modelo de regressão Logística

No intuito de avaliar a forma como as diferentes crises, ocorridas no Brasil, podem alterar a probabilidade de distribuição de dividendos, o presente estudo faz uso de um modelo de regressão Logística para atingir o escopo da pesquisa. A principal diferença entre o modelo de regressão Logística e o modelo de regressão múltipla reside no fato de que a primeira é capaz de fornecer a alteração da probabilidade de ocorrência do evento modelado pela variável resposta *dummy* qualitativa, diferentemente do segundo o qual capta a influência de uma variável sobre a outra (Wooldridge, 2010). Nesse sentido, no modelo de regressão Logística a variação da probabilidade do evento de interesse é verificada a partir do efeito marginal (Greene, 2003).

O modelo de regressão Logística apresenta variações ligadas a forma como as variáveis analisadas são apresentadas. Caso exista variação dos dados em relação ao tempo e variação entre as unidades que integram a amostra (variabilidade temporal e espacial), faz-se necessária a utilização do modelo de regressão Logística para dados em painel (Wooldridge, 2010). Havendo apenas a variabilidade espacial a utilização da abordagem de dados em painel para a regressão Logística não se faz necessária (Wooldridge, 2010).

Faz-se relevante destacar que a existência de variabilidade temporal e espacial dos dados, em análise, determina a utilização da abordagem Logit Painel como evidenciado anteriormente. A regressão Logística para dados em painel apresenta três abordagens possíveis: Logit Pooled, Logit Efeitos Fixos e Logit Efeitos Aleatórios (Greene, 2003). A escolha entre cada uma dessas modelagens é feita a partir de testes estatísticos específicos. Nesse sentido, tem-se o teste de Likelihood-ratio que testa a necessidade de utilização de abordagens de dados em painel (Logit Efeitos Fixos ou Aleatórios) (Greene, 2003). A escolha entre as modelagens Logit Efeitos Fixos ou Aleatórios é feita por meio do teste de Hausman que, em sua hipótese nula, assume a adequabilidade do Logit Efeitos Aleatórios (Wooldridge, 2010).

Em caso de utilização do modelo Pooled, segundo Gujarati (2000), devem ser feitos testes de verificação de ajuste para a validação do modelo proposto. A significância global do modelo é verificada a partir do teste LR que, em H_0 , assume a insignificância dos parâmetros estimados. A proporção de classificações corretas, feitas pelo modelo, é confirmada a partir das medidas de sensibilidade e especificidade (sensibilidade mostra o percentual de classificações adequadas em relação a evento de interesse evidenciado quando a variável *dummy* resposta assume 1 e a especificidade quando a *dummy* assume valor igual a 0) (Wooldridge, 2010). A curva de ROC (*Receiver Operating Characteristic*) se refere a outra medida de ajuste que evidencia a adequabilidade do modelo de regressão logística proposto. Quanto mais próximo de 1 (um) estiver o valor referente a área embaixo da curva de ROC, mais adequado estará o modelo proposto (Wooldridge, 2010).

Nesse sentido, o presente estudo considera, como modelos propostos para estimar os parâmetros de interesse da pesquisa, as seguintes equações de regressão Logística:

$$\begin{aligned} \text{DUMMYDIV}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Csub_t + \beta_2 Cpol_t + \beta_3 CPan_t + \beta_4 Tam_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} \\ & + \beta_6 Financiamento_{i,t} + \beta_7 TXREC_{i,t} + \beta_8 FCO_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{DUMMYPGDIV}_{i,t} \\ = & \beta_0 + \beta_1 Csub_t + \beta_2 Cpol_t + \beta_3 CPan_t + \beta_4 Tam_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} \\ & + \beta_6 Financiamento_{i,t} + \beta_7 TXREC_{i,t} + \beta_8 FCO_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

Em que:

$DUMMYDIV_{i,t}$: variável *dummy* que assume 1 (um) se houver distribuição de dividendos maior do que o ano anterior e 0 (zero) caso contrário;

$DUMMYPGDIV_{i,t}$: variável *dummy* que assume 1 (um) se houve distribuição de dividendos e 0 (zero) caso contrário;

$Csub_t$: variável dicotômica, apresenta valor igual a 1 (um) se os anos analisados corresponderem ao período de crise *Subprime* e 0 (zero) caso contrário;

$Cpol_t$: variável dicotômica, apresenta valor igual a 1 (um) se os anos analisados corresponderem ao período da crise política e 0 (zero) caso contrário;

$CPan_t$: : variável dicotômica, apresenta valor igual a 1 (um) se os anos analisados corresponderem ao período de crise pandêmica e 0 (zero) caso contrário;

$Tam_{i,t}$: tamanho da instituição;

$Roa_{i,t}$: retorno sobre o total de ativos;

$Financiamento_{i,t}$: índice de decisão de financiamento;

$TXREC_{i,t}$: crescimento de receita;

$FCO_{i,t}$: fluxo de caixa; e

$\varepsilon_{i,t}$: termo de erro do modelo.

3.2.2 Método dos Momentos Generalizados (GMM)

Para investigar a forma como as diferentes recessões, ocorridas no Brasil, afetaram a política de empresas financeiras e não financeiras, este estudo faz uso da técnica econométrica de dados em painel. De acordo com Greene (2003), existem diferentes abordagens para a técnica dados em painel: *Pooled*, Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios e Método dos Mínimos Quadrados Generalizados (GMM).

A presente pesquisa faz uso da abordagem GMM devido à natureza recursiva da variável resposta (*proxy* de dividendos). A utilização do painel dinâmico é necessária quando o modelo proposto faz uso de defasagens da variável resposta como regressores, rompendo, assim, com o pressuposto de exogeneidade estrita exigida pelos modelos *Pooled*, Efeitos Fixos e Aleatórios (Wooldridge, 2002).

Nesse sentido, o modelo GMM reproduz estimadores consistentes frente a presença de endogeneidade uma vez que consegue tratar o problema de endogenia inerente a alguns painéis. Segundo Grene (2003), pode-se utilizar duas abordagens possíveis do modelo GMM: (i) GMM em Diferenças; e (ii) GMM Sistemico. A

adequabilidade de cada uma das abordagens anteriormente citadas foi verificada por meio de testes estatísticos.

Para testar o ajuste do GMM Sistêmico realiza-se o teste de raiz unitária, a hipótese nula do referido teste assume que todos os painéis contêm raiz unitária e a hipótese alternativa que pelo menos um painel é estacionário. Para verificar a presença de autocorrelação, dos resíduos do modelo proposto, utiliza-se o teste de Autocorrelação de Arellano e Bond. A hipótese nula desse teste pressupõe que não existe autocorrelação de ordem (1 ou 2). Entretanto, para validação do modelo, espera-se a existência de autocorrelação de primeira ordem negativa (significativa) e inexistência de autocorrelação de segunda ordem significativa.

O teste Sargan/Hansen é usado para analisar a validade dos instrumentos o que determina que a hipótese nula, desse teste, tenha como proposição que os instrumentos sejam válidos. Por fim, para verificar a validade do subconjunto de instrumentos utiliza-se o teste de Diferença de Hansen (DIF-Hansen) que possui como hipótese nula a validade do GMM Sistêmico.

Nesse sentido, a presente pesquisa utiliza o seguinte modelo GMM para atingir os objetivos propostos neste estudo:

$$\begin{aligned}
 Payout_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Csub_t + \beta_2 Cpol_t + \beta_3 CPan_t + \beta_4 Payout_{i,t-1} + \beta_5 Tam_{i,t} + \beta_6 Roa_{i,t} \\
 & + \beta_7 Financiamento_{i,t} + \beta_8 TXREC_{i,t} + \beta_9 FCO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{3}$$

Em que:

$Payout_{i,t}$: *proxy* de pagamento de dividendos;

$Payout_{i,t-1}$: defasagem da *proxy* de pagamento de dividendos;

$Csub_t$: variável dicotômica, apresenta valor igual a 1(um) se os anos analisados corresponderem ao período de crise *Subprime* e 0 (zero) caso contrário;

$CPol_t$: variável dicotômica, apresenta valor igual a 1 (um) se os anos analisados corresponderem ao período da crise política e 0 (zero) caso contrário;

$CPan_t$: variável dicotômica, apresenta valor igual a 1 (um) se os anos analisados corresponderem ao período de crise pandêmica e 0 (zero) caso contrário;

$Tam_{i,t}$: tamanho da instituição;

$Roa_{i,t}$: retorno sobre o total de ativos;

$Financiamento_{i,t}$: índice de decisão de financiamento;

$TXREC_{i,t}$: crescimento de receita;

$FCO_{i,t}$: fluxo de caixa; e

$\varepsilon_{i,t}$: termo de erro do modelo.

3.3 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS

A variável dependente, pagamento de dividendos, foi calculada de três maneiras: (i) *payout*; (ii) *dummy* aumento do pagamento de dividendo em relação ao ano anterior (DUMMYDIV); e (iii) *dummy* pagamento de dividendo no período (DUMMYPGDIV).

O presente estudo utilizou a construção de seis modelos econométricos para responder aos objetivos propostos. A adoção dessa abordagem justifica-se pela combinação de dois elementos principais: o tipo de empresa analisada e as diferentes formas de mensuração da variável dependente relacionada aos dividendos.

Especificamente, foram consideradas três variáveis distintas para medir a política de distribuição de dividendos, aplicadas separadamente para dois grupos de empresas: instituições financeiras e empresas não financeiras. Assim, para cada variável de dividendos, foi elaborado um modelo específico para cada tipo de empresa, totalizando, portanto, seis modelos econométricos. Essa estratégia permitiu uma análise mais detalhada e ajustada às características particulares de cada segmento.

O *payout* é calculado por meio do somatório das parcelas do lucro distribuídos para os acionistas dividido pelo Lucro Líquido, ou seja, combinação uma combinação de dividendos e JSCP. A variável DUMMYDIV é uma *dummy* que assume o valor 1 (um) caso o valor dos dividendos distribuídos pela empresa no período analisado tenha aumentado em relação ao ano anterior, e 0 (zero) caso contrário. Já a variável DUMMYPGDIV é uma variável *dummy* que indica a realização de pagamento de dividendos no período, assumindo o valor 1 (um) caso a empresa tenha efetuado qualquer pagamento de dividendos, no período analisado, e 0 (zero) caso não tenha ocorrido pagamento.

A estabilidade dos dividendos ($Payout_{t-1}$) é usada para medir a constância da política de *payout*. Sendo assim, acredita-se que exista uma relação positiva entre esta variável e o *payout*, pois as empresas procuram manter o pagamento de dividendos estável para sinalizar solvência ao mercado (Brav et al., 2005).

A variável Tamanho (TAM), utilizada como estimativa da dimensão da companhia, é representada pelo logaritmo natural do ativo total. Espera-se que esta variável tenha influência positiva sobre o pagamento de dividendos, uma vez que os estudos de Zahid et al. (2023) e Ye et al. (2019) demonstram que empresas maiores tendem a pagar maiores dividendos.

O Retorno Sobre o Ativo (ROA) é usada para retratar o desempenho financeiro das empresas que integram a amostra e integra o conjunto de variáveis de controle evidenciadas no estudo. Espera-se que esta variável tenha influência positiva sobre o pagamento de dividendos visto que instituições mais lucrativas possuem maior facilidade em relação à obtenção de crédito para se financiarem, não tendo necessidade, assim, de retenção do lucro para financiarem seus ativos, o que permite que seja distribuídos mais quantidade de dividendos (Fama e French, 2001).

A *proxy* denominada Fluxo de Caixa Operacional (FCO) é empregada, neste estudo, como uma variável de controle. O total do fluxo de caixa operacional das empresas está associado à quantia de caixa que será retida na organização e ao montante que será distribuído aos investidores. Portanto, a expectativa é que empresas com um maior fluxo de caixa disponível paguem dividendos mais elevados (Simon, 2018), visando reduzir os custos de agência (Easterbrook, 1984).

A variável Financiamento, reflete o nível de alavancagem financeira das empresas. Espera-se que o financiamento tenha influência negativa em relação às *proxies* de dividendos, uma vez que empresas endividadas podem possuir limitações financeiras impostas por credores, o que reduz sua capacidade de distribuir dividendos elevados (Benlemlih, 2019).

A variável Crescimento nas Vendas (CRESC), que indica a expansão das atividades empresariais e espera-se uma relação positiva em relação aos dividendos, pois o aumento nas vendas é um sinal de solidez financeira e desempenho corporativo consistente, favorecendo, portanto, a distribuição de dividendos (Salsa, 2010).

A crise Covid-19 (COVID) é uma variável *dummy* que apresenta valor igual a 1 (um) durante o período pandêmico, entre 2020 e 2022, e 0 (zero) caso contrário. A crise *Subprime* (Csub) é variável *dummy* com valor igual a 1 (um) para o ano de 2009 e 0 (zero) para os outros anos que integram a amostra do estudo. A crise política (CPol) é variável com um valor 1 (um) para os anos 2015 e 2016 e 0 (zero) para os demais anos. A crise sanitária (CPan) é uma variável *dummy* com um valor de 1 (um) para o período de 2020 a 2021 e 0 (zero) para outros anos. Espera-se que estas variáveis possuam uma influência positiva em relação ao pagamento de dividendos, visto que os gestores desejam sinalizar ao mercado a sua solidez financeira ao mercado em períodos recessivos (Floyd et al., 2015).

No Quadro 1, é evidenciada a operacionalização das variáveis independentes usadas, no presente estudo, e o sinal esperado de cada uma delas em relação à sua influência sobre o pagamento de dividendos.

Quadro 1 - Variáveis utilizadas no estudo

Descrição	Definição operacional	Sinal esperado	Estudos Anteriores
Variáveis dependente utilizada no estudo			
$Payout_{i,t}$	$\frac{(Dividendos + Jscp)}{Lucro Líquido}$		Weber (2008)
Aumento dos dividendos pagos (DUMMYDIV)	Variável <i>dummy</i> que assume 1 se a empresa paga mais dividendos do que o período anterior e 0 caso contrário		Bradrania et al. (2016)
Pagamento de dividendos (DUMMYPGDIV)	Variável <i>dummy</i> que assume 1 se a empresa paga dividendos e 0 caso contrário		Bradrania et al. (2016)
Descrição	Definição operacional	Sinal esperado	Estudos Anteriores
Variáveis independentes utilizadas no estudo			
Crise <i>Subprime</i> (Csub)	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 para 2009 e 0 para outros anos	(+)	Ashraf et al. (2016), Acharya et al., (2013); Hirtle (2014)

Crise política (CPol)	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 para 2015 e 2016 e 0 para outros anos	(+)	Cordeiro et al., (2018)
Crise sanitária (CPan)	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 para 2020 e 2021 e 0 para outros anos	(+)	Floyd, Li e Skinner (2015); Forti e Schiozer (2015); Basse et al. (2014)
$Payout_{i,t-1}$	Defasagem da variável dependente (dividendos pagos por ação no ano t)	(+)	Weber (2008).
Tamanho (Tam)	Logaritmo natural do total de ativos	(+)	Bliss, Cheng e Denis DJ (2015); Shah e Shah (2016)
Retorno sobre o Ativo (ROA)	Lucro líquido dividido pelo ativo total do período anterior	(+)	Forti e Schiozer (2015)
Fluxo de Caixa (FCO)	$\frac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$	(+)	Ongore e Kusa, (2013)
Financiamento	$\frac{Passivo\ Total}{Ativo\ Total}$	(-)	Li et al. (2017); Bernardo et al. (2018)
Crescimento das receitas (TXREC)	$\frac{Receita_t - Receita_{t-1}}{Receita_{t-1}}$	(+)	Guedes et al., (2019); Salsa (2010)

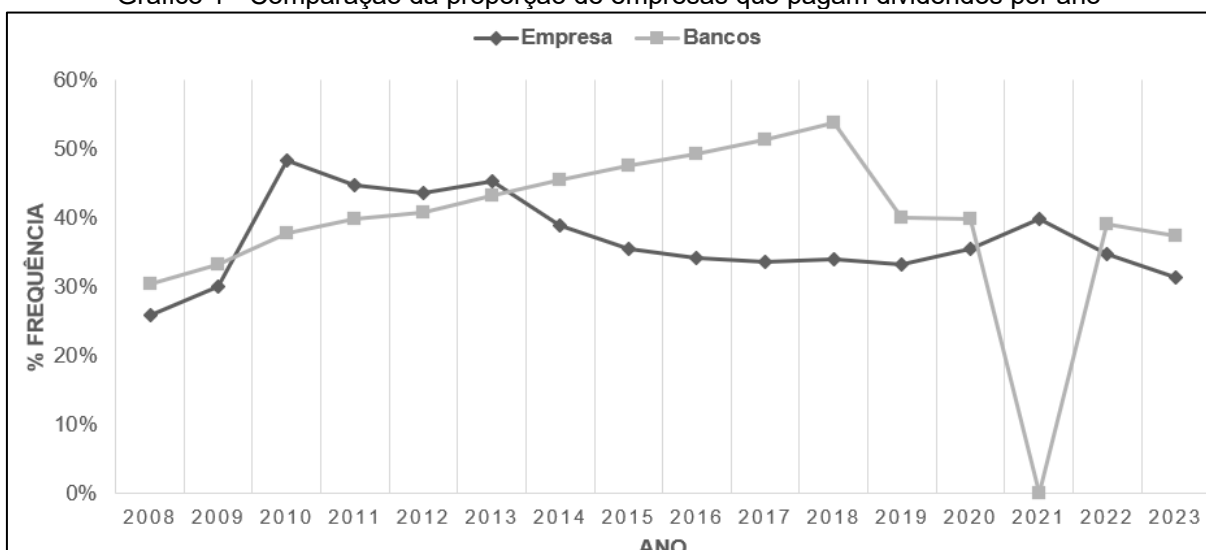
Fonte: Elaborado pela autora (2025).

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS DADOS EM ANÁLISE

O Gráfico 1, apresentado a seguir, mostra graficamente as porcentagens de industriais e bancos que pagavam dividendos entre os anos de 2010 e 2023.

Gráfico 1 - Comparação da proporção de empresas que pagam dividendos por ano



Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Os dados evidenciam comportamentos distintos entre indústrias e bancos em relação ao pagamento de dividendos, no período de 2008 a 2023. No caso das indústrias, percebe-se que apesar das variações ao longo do tempo, existe uma tendência da frequência de empresas que pagam dividendos permanecer constante. Em 2008, 25,81% das indústrias pagavam dividendos, mas esse percentual aumentou gradualmente, atingindo o valor de 31,44%, em 2023.

O aumento mais acentuado das frequências de empresas que pagam dividendos ocorreu, durante a crise Subprime, em 2009, o que pode demonstrar uma sinalização para o mercado sobre a saúde econômica das empresas brasileiras, apesar da crise mundial. Já a queda mais acentuada ocorreu entre os anos de 2014 e 2016, período marcado pela crise política e econômica no Brasil, o que pode ter levado as empresas a priorizarem a retenção de lucros para enfrentar possíveis dificuldades financeiras. Em 2021, houve uma recuperação pontual para 39,82%, possivelmente sinalizando que, no segundo ano da pandemia de Covid-19, as

empresas estavam mais estáveis e capazes de distribuir dividendos. Contudo, a tendência de redução do *payout* voltou a se manifestar nos anos seguintes.

Já os bancos apresentaram um comportamento diferente, com um aumento gradual na proporção de pagamento de dividendos entre 2008 (30,43%) e 2018 (53,90%), indicando maior resiliência ou estabilidade financeira no período analisado. Em 2019, a proporção caiu para 40,12%, e, em 2021, registrou-se um dado atípico, com 0% dos bancos pagando dividendos, o que pode ser atribuído às restrições impostas pela pandemia de Covid-19. Após esse ano, a proporção voltou a níveis próximos de 39,17% em 2022 e 37,41% em 2023.

Comparando os dois setores, até 2013, as indústrias apresentavam proporções de pagamento de dividendos iguais ou superiores aos dos bancos. Contudo, a partir de 2014, os bancos passaram a superar consistentemente as indústrias, refletindo maior estabilidade ou prioridade na distribuição de dividendos. Essa diferença foi mais acentuada entre 2016 e 2018, quando os bancos mantiveram proporções acima de 49%, enquanto as indústrias estabilizaram em torno de 34%. A maior vulnerabilidade das indústrias em relação às crises analisadas pode explicar essa diferença, já que elas enfrentam maior necessidade de reinvestir os lucros ou preservar capital em períodos de instabilidade.

A Tabela 1, evidenciada a seguir, apresenta as principais medidas estatísticas (estatísticas descritivas) das variáveis utilizadas no estudo. Esta tabela está segregada em relação às empresas bancárias e às não financeiras.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas dos dados analisados no estudo

INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS						
Variável	Observações	Média	Mediana	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo
<i>PAYOUT</i>	23434	1,46	0,00	3153,45%	0,00	6620,85

TAMANHO	23623	10,38	10,54	33,03%	0,00	21,46
ROA	23623	1,10	0,01	1052,84%	-265,68	472,26
FCO	23623	0,93	0,02	1364,25%	-968,29	309,10
FINANCIAMENTO	23623	1,85	0,73	1794,27%	0,00	210,47
TXREC	21800	56,92	0,13	539,81%	-1009,51	14527,10
INSTITUIÇÕES NÃO FINANCEIRAS						
Variável	Observações	Média	Mediana	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo
<i>PAYOUT</i>	4104	1,67	0,00	1182,15%	0,00	563,70
TAMANHO	4103	21,23	21,57	12,28%	4,61	27,68
ROA	4092	-0,13	0,03	2205,39%	-117,70	15,49
FCO	4039	-0,09	0,06	3116,50%	-120,77	12,53
FINANCIAMENTO	3574	0,37	0,30	416,36%	0,00	65,16
TXREC	3706	1,15	0,10	3239,55%	-15,78	1872,51

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

A análise da Tabela 1 evidencia a heterogeneidade nas variáveis das empresas analisadas, refletindo diferenças em relação seus desempenhos e características financeiras. No geral, as métricas analisadas demonstram que as instituições operam em condições financeiras e estratégias diversas, o que resulta em assimetrias marcantes. Essa dispersão reflete tanto desafios econômicos enfrentados por algumas instituições quanto a estabilidade e o sucesso financeiro de outras.

Ao comparar as instituições bancárias com as empresas não financeiras, algumas diferenças são observadas. O tamanho (logaritmo do total de ativos) das instituições bancárias apresenta menor média e maior dispersão em relação às empresas não financeiras, que são mais homogêneas nesse aspecto. O ROA das não financeiras tem média negativa, contrastando com a média positiva observada para as instituições bancárias, indicando diferentes padrões de desempenho entre os dois grupos. O fluxo de caixa das empresas não financeiras também apresenta maior variabilidade e valores negativos em média, enquanto as bancárias mostram valores médios positivos.

A variável financiamento destaca-se pela ampla dispersão, em ambos os grupos, embora as instituições bancárias apresentem valores médios superiores.

Essa diferença reflete abordagens distintas em relação à estrutura de capital, com maior alavancagem observada para as instituições bancárias. A taxa de crescimento da receita (TXREC) apresenta grande variabilidade para ambos os grupos.

Para as instituições bancárias, a variável *payout* apresenta uma média superior a um, com mediana igual a zero, indicando que a maioria dessas instituições não distribui dividendos regularmente, mas algumas apresentam valores expressivos, conforme o máximo observado. O coeficiente de variação elevado reflete uma alta dispersão, com valores que vão de zero a níveis significativamente altos de *payout*. Nas instituições não financeiras, a média da variável também é superior a um, com mediana igual a zero, sugerindo um padrão semelhante aos bancos, em relação à distribuição de dividendos. No entanto, o coeficiente de variação é, consideravelmente, menor, indicando menor dispersão e maior homogeneidade entre as empresas deste grupo. Os valores mínimos e máximos também são mais baixos, refletindo uma menor amplitude na distribuição de dividendos.

Esses achados analisados evidenciam que, enquanto ambas as categorias apresentam concentração em valores baixos de dividendos, as instituições bancárias exibem maior variabilidade e extremos mais elevados, ao passo que as empresas não financeiras demonstram maior consistência e menor dispersão.

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas (frequência e percentual observado) das variáveis dicotômicas, segmentadas entre instituições bancárias e não financeiras. Cada grupo de variáveis analisadas referem-se a *proxies* relacionadas ao pagamento e aumento de dividendos.

Tabela 2 - Descrição das variáveis dicotômicas utilizadas no estudo

INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS			
Variáveis	Modalidade	Frequência	(%)

DUMMYDIV	0 – Inexistência de aumento de pagamento	7310	57,80%
	1 – Aumento de pagamento do dividendo em relação ao ano anterior	5337	42,20%
DUMMYPGDIV	0 – Inexistência de pagamento de dividendos	13651	57,78%
	1 – Pagamento de dividendos	9974	42,22%
INSTITUIÇÕES NÃO FINANCEIRAS			
Variáveis	Modalidade	Frequência	(%)
DUMMYDIV	0 – Inexistência de aumento de pagamento	951	50,48%
	1 – Aumento de pagamento do dividendo em relação ao ano anterior	933	49,52%
DUMMYPGDIV	0 – Inexistência de pagamento de dividendos	2738	63,36%
	1 – Pagamento de dividendos	1583	36,64%

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Para as instituições bancárias, observa-se que uma proporção significativa (57,80%) não aumentou o pagamento de dividendos em relação ao ano anterior, sugerindo que a maioria dessas instituições adotou uma política estável ou conservadora de distribuição de lucros. Embora os números sejam próximos, as empresas não financeiras apresentaram um comportamento distinto, com a maior parte delas aumentando o pagamento de dividendos ao longo dos anos analisados.

A variável DUMMYPGDIV revela que a maior parte das instituições bancárias (57,78%) e não financeiras (63,36%) não realizaram o pagamento de dividendos, o que pode indicar uma estratégia voltada para a retenção de lucros ou uma possível falta de liquidez para efetuar esses pagamentos.

Apesar das semelhanças, é possível perceber que as instituições bancárias têm uma maior tendência a pagar dividendos, enquanto as não financeiras demonstram maior tendência aumentar os dividendos ao longo do tempo.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis do estudo segregadas pelas crises – Instituições Financeiras

ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS							
Ausência de Crise Subprime							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
ROA	0,02	2,27	17,54	-469,15	7,73	539,01%	22394

TXREC	0,12	65,44	416,18	-1009,51	6,36	29176,10%	20506
PAYOUT	0,00	2,46	51,48	0,00	20,96	6620,85%	22205
Período de Crise Subprime							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
ROA	0,25	12,90	37,65	-265,68	2,92	472,26%	1987
TXREC	0,04	13,72	113,38	-635,33	8,26	2334,36%	1923
PAYOUT	0,00	13,38	158,85	0,00	11,87	6620,85%	1954
TESTE DE DIFERENÇAS DE MÉDIAS DE MANN-WHITNEY							
Z _{payout}	4,856 ***						
Z _{ROA}	-26,925***						
Z _{TXREC}	14,543***						
Ausência de Crise Política							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
ROA	0,02	2,27	17,54	-469,15	7,73	539,010%	22394
TXREC	0,12	65,44	416,18	-1009,51	6,36	29176,10%	20506
PAYOUT	0,00	2,46	51,48	0,00	20,96	6620,85%	22205
Período de Crise Política							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
ROA	0,02	0,01	0,10	-3,81	6,89	0,78%	3272
TXREC	0,21	0,66	14,93	-114,77	22,61	802,00%	3239
PAYOUT	0,00	0,49	3,53	0,00	7,22	177,00%	3249
TESTE DE DIFERENÇAS DE MÉDIAS DE MANN-WHITNEY							
Z _{payout}	-10,663***						
Z _{ROA}	2,712**						
Z _{TXREC}	-10,894***						
Ausência de Crise Pandêmica							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
ROA	0,02	2,12	16,95	-469,15	8,01	539,01%	24032
TXREC	0,15	60,59	400,72	-1009,51	6,61	29176,10%	22160
PAYOUT	0,00	2,34	49,72	0,00	21,22	6620,85%	23830
Período de Crise Pandêmica							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
ROA	0,01	0,00	0,19	-6,69	244,39	0,49%	1634
TXREC	-0,09	0,78	17,13	-242,26	21,91	541,79%	1585
PAYOUT	0,00	0,18	1,00	0,00	5,53	25,33%	1624
TESTE DE DIFERENÇAS DE MÉDIAS DE MANN-WHITNEY							
Z _{payout}	9,932***						
Z _{ROA}	15,418***						
Z _{TXREC}	26,522***						

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

A observação da tabela permite verificar a existência de diferenças estatisticamente significativas em relação a todas as variáveis analisadas (*payout*, ROA e TXREC). No que se refere ao pagamento de dividendos, é possível perceber que somente, no contexto de crise *Subprime*, as instituições financeiras distribuíram

mais dividendos comparativamente ao período de ausência de recessão. Nos momentos de crise política e sanitária, houve uma redução da distribuição de dividendos por parte das instituições financeiras analisadas. Verifica-se, também, que, somente durante o período de crise *Subprime*, houve aumento de desempenho financeiro por parte das instituições bancárias. Para todos os outros momentos de turbulência analisados (crise política e sanitária), observa-se a mitigação do desempenho financeiro.

No que tange a variável TXREC, percebe-se que a existência de queda dos valores médios dessa variável nos contextos de crise *Subprime* e sanitária. No momento de crise política percebe-se o aumento dos valores dessa variável comparativamente ao período de ausência de crise.

Tabela 4 - Estatísticas descritivas das variáveis do estudo segregadas pelas crises

ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS INSTITUIÇÕES NÃO FINANCEIRAS							
Ausência de Crise Subprime							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
ROA	0,03	-0,13	2,97	-117,70	-22,46	1549,20%	3869
TXREC	0,10	1,21	38,44	-15,78	31,75	187251,20%	3508
PAYOUT	0,00	1,62	19,50	0,00	563,70	1201,93%	4098
Período de Crise Subprime							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
ROA	0,05	-0,13	1,53	-14,98	-12,11	330,40%	223
TXREC	0,07	0,16	0,63	- 0,83	4,04	688,50%	198
PAYOUT	0,00	1,26	15,07	0,00	225,06	1196,73%	223
TESTE DE DIFERENÇAS DE MÉDIAS DE MANN-WHITNEY							
Z _{payout}	2,063**						
Z _{ROA}	-3,251***						
Z _{TXREC}	2,529**						
Ausência de Crise Política							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
ROA	0,04	-0,134	3,084	-117,70	-22,99	1549,20%	3590
TXREC	0,11	1,31	39,93	-15,78	30,58	187251,20%	3251
PAYOUT	0,00	1,64	19,71	0,00	563,70	1203,63%	3818
Período de Crise Política							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
ROA	0,01	-0,12	1,00	-18,60	-8,63	125,30%	502
TXREC	0,01	0,08	1,05	-1,16	14,02	1913,70%	455

<i>PAYOUT</i>	0,00	1,35	15,81	0,00	267,99	1174,14%	503
TESTE DE DIFERENÇAS DE MÉDIAS DE MANN-WHITNEY							
Z _{payout}	1,499						
Z _{ROA}	6,401***						
Z _{TXREC}	11,326***						
Ausência de Crise Pandêmica							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
ROA	0,03	-0,13	2,71	-117,70	-21,67	1549,20%	3421
TXREC	0,09	0,69	23222	-2,71	33,74	1279,31,20%	3096
<i>PAYOUT</i>	0,00	1,42	16,37	0,00	435,67	1153,36%	3649
Período de Crise Pandêmica							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
ROA	0,04	-0,17	3,76	-97,71	-22,62	107,00%	671
TXREC	0,21	3,52	75,90	-15,78	21,56	187251,20%	610
<i>PAYOUT</i>	0,00	2,61	30,65	0,00	563,70	1176,30%	672
TESTE DE DIFERENÇAS DE MÉDIAS DE MANN-WHITNEY							
Z _{payout}	-0,700						
Z _{ROA}	-2,135**						
Z _{TXREC}	-9,952***						

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Diferentemente dos achados inerentes às instituições bancárias, as instituições não financeiras estudadas não evidenciam diferenças estatisticamente significativas para todas os períodos de crise analisados em relação ao *payout*. Percebe-se que somente no período de crise *Subprime* houve uma mitigação do pagamento de dividendos, em relação ao período de ausência de crise. O desempenho financeiro evidencia crescimento durante as crises *Subprime* e sanitária, diferentemente do contexto de crise política, no qual se verifica a redução do desempenho evidenciado pelo ROA.

A variável TXREC apresenta aumento, comparativamente ao período de ausência de crise, somente no momento da pandemia Covid-19. Nos demais períodos analisados, a referida variável apresenta tendência de queda nos demais momentos de crise analisados (*Subprime* e crise política).

4.2 MODELO DE REGRESSÃO LOGÍSTICA PROPOSTO

Nas Tabelas 5 e 6, são apresentados os seis modelos estimados nesta pesquisa, utilizando as *proxies* de dividendos propostas. Essas tabelas incluem as validações das abordagens econométricas GMM e regressão logística, empregadas para alcançar os objetivos do estudo.

No caso do modelo GMM, observa-se a significância global dos modelos por meio da rejeição da hipótese nula no teste de Wald, que pressupõe a ausência de significância dos modelos analisados. Os testes de Arellano-Bond indicam a presença de autocorrelação de primeira ordem e a ausência de autocorrelação de segunda ordem, conforme as premissas necessárias para o ajuste do modelo GMM.

Em relação à validação dos instrumentos utilizados, nos modelos propostos, o teste de Hansen confirma sua viabilidade, dado que a hipótese nula, que assume a adequação desses instrumentos, não foi rejeitada. Além disso, o teste de Dif-Hansen aponta que o modelo GMM Sistêmico é adequado para a estimação dos parâmetros dos modelos estimados neste estudo, o que se verifica pela não rejeição da hipótese nula do referido teste.

No caso da regressão Logística, foram estimados os modelos Logit Pooled e Logit Efeitos Fixos para as *proxies* de dividendos DUMMYDIVIDEND e DUMMYPAGMIN, respectivamente. A adequação do modelo Pooled foi avaliada pelo teste LR para Rho, cuja hipótese nula, que pressupõe a adequabilidade da abordagem Logit Painel, foi rejeitada.

Para o modelo Logit Efeitos Fixos, o teste LR para Rho indicou a não rejeição da hipótese nula, evidenciando a adequação do Logit Painel. Considerando a

necessidade de adotar o Logit Painel, conforme demonstrado pelo teste LR para Rho. A escolha entre os modelos Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios foi realizada com base no teste de Hausman. O resultado do teste levou à rejeição da hipótese nula, indicando, portanto, que o modelo Logit Efeitos Fixos é o mais adequado para estimação dos parâmetros de interesse da pesquisa.

Tabela 5 - Modelos de regressão propostos para instituições financeiras amostradas

ABORDAGENS	MODELOS GMM	MODELOS DE REGRESSÃO LOGÍSTICA		
	GMM Sistêmico	Pooled		Efeitos Fixos
Variáveis dependentes	PAYOUT	DUMMYDIV		DUMMYPGDIV
	Coefficiente	Coefficiente	Efeito Marginal	Coefficiente
CSUB	-1,7699	0,0779	0,0195	1,4657***
CPOL	0,0740***	0,5340***	0,01322***	0,3476***
CPAN	-0,0186	-1,0607***	0,2429***	-0,8457***
DEFASAGEM	0,7923***			
TAMANHO	0,0110	-0,0322***	0,0081***	0,3652***
ROA	1,7444	-0,0457***	-0,011***	-0,0694***
FCO	-2,1215	0,0423***	0,0106***	0,0808***
FINANCIAMENTO	-0,2829*	0,0832	0,0208	-1,2713***
TXREC	-0,0003	0,0001	0,00003	0,0000
CONSTANTE	0,0834	0,2037**		
ESTATÍSTICAS DE VALIDAÇÃO DAS ABORDAGENS ECONÔMICAS				
Wald	291,06***			
AR (1)	-7,32***			
AR (2)	0,86			
Teste de Sargan	0,02			
Teste de Hansen	30,79			
Teste Dif- Hansen	0,08			
Número de Observações	21546	10956		15439
Número de grupos	2299			1368
R ² de McFadden		2,58%		
Sensibilidade (<i>cutoff</i> 0,42)		96,10%		
Especificidade (<i>cutoff</i> 0,42)		11,09%		
Ajuste geral do modelo		52,44%		
Area under ROC curve		59,14%		
Teste de Hausman				-102,28***
Teste LR para Rho		0,00		8799,24***
Teste LR		391,48***		873,38***

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Notas: As significâncias dos testes são representadas por meio da simbologia: *10%; **5%; ***1%.

No que tange às instituições financeiras, os modelos apontam a tendência de estabilidade da dos dividendos (evidenciada pela significância da defasagem do *payout*). Nesse sentido, a significância positiva da defasagem da distribuição de

dividendos sinaliza um comportamento de constância da política de distribuição de dividendos e a necessidade de painel dinâmico para análise dos dados estudados. Este resultado está em conformidade com o estudo de Brav et al., (2005), o qual afirma que a manutenção dos dividendos é uma prioridade das decisões de investimento e os gestores expressam um forte desejo de evitar cortes de dividendos, exceto em circunstâncias extraordinárias. Esta estabilidade pode estar relacionada ao fato de os gestores tentarem evitar expectativas, ou frustrações, dos investidores em relação ao *payout* futuro.

O tamanho das instituições financeiras apresentou uma relação negativa e significativa, refletindo, assim, a sua propensão a alterar, de forma negativa, a probabilidade de aumento do pagamento de dividendos (variação negativa do pagamento de dividendos). Entretanto, no que se refere ao *payout* em si (não ao aumento de *payout*) se verifica uma propensão a alterar de forma positiva a probabilidade de pagamento de dividendos. Isso sugere que bancos maiores têm maior propensão de pagar dividendos, embora apresentem menor probabilidade de aumentar esses pagamentos, ao longo do tempo. Estes achados estão alinhados aos resultados de estudos anteriores (Dickens et al., 2002; Forti & Schiozer, 2015) e podem ser explicados pela maturidade dos negócios, de grandes bancos, ou pela menor necessidade de atrair investidores por meio de um pagamento de dividendos agressivo. Em contrapartida, bancos menores podem optar por aumentar os dividendos como uma estratégia para sinalizar um bom desempenho econômico.

O desempenho financeiro evidencia a determinação da mitigação da probabilidade de distribuição e da probabilidade de aumentar os dividendos pagos, indicando que bancos com menor ROA tendem a ser mais propensos ao pagamento

de dividendos. Embora esse resultado diverge das conclusões de Forti e Schiozer (2015), pode-se inferir que instituições financeiras, com desempenho inferior, apresentam uma tendência de sinalizar uma boa saúde financeira ao mercado.

O fluxo de caixa operacional mostrou-se significativo e positivo, corroborando com a ideia de que empresas com maior geração de caixa operacional têm maior probabilidade de distribuir dividendos, bem como de aumentar essa distribuição. Essa relação é consistente com a Teoria da Agência a qual sugere que fluxos de caixa livres mais elevados incentivam os gestores a distribuírem dividendos, reduzindo os recursos disponíveis para usos discricionários. Tal prática ajuda a mitigar problemas de agência ao alinhar melhor os interesses dos acionistas e da administração da empresa (Athari et al., 2016).

A crise política apresentou um impacto positivo e significativo sobre a possibilidade de aumento e pagamento de dividendos. Ademais, também foi encontrado que, durante esta crise política, os bancos apresentam maior *payout*. Esse comportamento está alinhado com estudo de Tran (2020), o qual demonstrou que, frente ao problema de incertezas, os bancos são mais propensos a aumentar seus dividendos, durante os períodos de crise, do que em tempos normais. Além disso, durante períodos de crise, as instituições financeiras podem apresentar maior rentabilidade devido ao aumento na demanda por crédito, fator característico dessas situações. Esse cenário contribui para uma maior capacidade de geração de lucros, ampliando, conseqüentemente, as possibilidades de distribuição e crescimento dos dividendos.

De forma semelhante, a crise *Subprime* também apresentou relação positiva e significativa no que tange a probabilidade de pagamento de dividendo, o que é

explicado pelas medidas adotadas pelo setor bancário, durante o período de crise, como estratégias para atrair ou reter investidores em momentos de incerteza (Floyd et al., 2015). Esse resultado está alinhado com a pesquisa de Acharya et al. (2011) a qual aponta que, durante a crise *Subprime* de 2007-2008, os bancos mantiveram o pagamento elevado de dividendos, mesmo em um cenário de dificuldades econômicas.

No entanto, durante a crise Covid-19, verifica-se que a probabilidade de pagamento de dividendos e do crescimento de *payout* foi menor, indicando que, nesse período, as chances de pagamento ou aumento dos dividendos foram reduzidas. Esse resultado pode estar associado às restrições impostas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que, por meio das Resoluções CMN n° 4.820, de 29 de maio de 2020, e n° 4.885, de 23 de dezembro de 2020, estabelece vedações à remuneração do capital próprio, com o objetivo de preservar recursos essenciais para a manutenção do crédito e a estabilidade financeira do país. Essas medidas do CMN, juntamente com outras ações, como o aumento dos recursos disponíveis para crédito e a renegociação de dívidas, além da liberação do compulsório (Bacen, 2020a), podem ter incentivado as instituições a utilizarem seus recursos próprios para ampliar a capacidade de concessão de novos empréstimos, o que reduziu a probabilidade de pagamento de dividendos e de crescimento desses proventos.

O estudo de Hardy (2021) reforça esse resultado ao evidenciar que, durante a pandemia de Covid-19, autoridades nos Estados Unidos implementaram restrições ao pagamento de dividendos pelos bancos. Essa medida visava fortalecer a estabilidade do sistema bancário e direcionar recursos para sustentar as atividades de concessão de crédito.

O financiamento apresenta-se como fator que corrobora para a redução da probabilidade de distribuição de dividendos e também capaz de influenciar, de forma negativa e significativa, o *payout*. O coeficiente negativo indica que bancos menos capitalizados tendem a pagar menos dividendos e têm menor probabilidade de realizarem distribuições. Para Forti e Schiozer (2015) esse achado pode representar que bancos alavancados precisam priorizar o cumprimento das exigências regulatórias. Para isso, podem reter mais lucros e pagar menos dividendos, já que precisam fortalecer seu capital próprio para atender ao Índice de Adequação de Capital Mínimo.

A seguir são apresentados os modelos GMM e as regressões logísticas para as instituições não financeiras (empresas não financeiras) analisadas na pesquisa.

Tabela 6 - Modelos de regressão propostos para instituições não financeiras amostradas

ABORDAGENS	MODELOS GMM	MODELOS DE REGRESSÃO LOGÍSTICA		
	GMM Sistêmico	Pooled		Efeitos Fixos
Variáveis dependentes	<i>PAYOUT</i>	DUMMYDIV		DUMMYPGDIV
	Coeficiente	Coeficiente	Efeito Marginal	Coeficiente
CSUB	-0,1993	0,1390	0,0345	-1,1522***
CPOL	-0,0438	-0,3087**	-0,0770	-0,0455
CPAN	0,0385	0,2617*	0,0647	0,1033
DEFASAGEM	0,7167***			
TAMANHO	-0,1154**	-0,0112	-0,0028	-0,3566***
ROA	0,7764	10,0911***	2,5161	11,9857***
FCO	3,0411**	-1,8400***	-0,4588	-0,2040
FINANCIAMENTO	0,1209	0,5219	0,1301	-1,3104**
TXREC	0,2023*	0,6073***	0,1514	0,2604*
CONSTANTE	2,3851**	-0,3638		
ESTATÍSTICAS DE VALIDAÇÃO DAS ABORDAGENS ECONÔMICAS				
Wald	182,24***			
AR (1)	-2,87***			
AR (2)	0,16			
Teste de Sargan	876,62***			
Teste de Hansen	287,7			
Teste Dif- Hansen	1,13			
Número de Observações	3355	1562		2,418
Número de grupos	327			198
R ² de McFadden		6,18%		
Sensibilidade (<i>cutoff</i> 0,50)		66,46%		

Especificidade (<i>cutoff</i> 0,50)	–	53,64%	–
Ajuste geral do modelo	–	60,37%	–
Area under ROC curve	–	65,48%	–
Teste de Hausman	–	–	45,29***
Teste LR para Rho	–	0,00	825,78***
Teste LR	–	133,55***	239,73***

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Notas: As significâncias dos testes são representadas por meio da simbologia: *10%; **5%; ***1%.

Em relação aos parâmetros estimados pelos modelos propostos, verifica-se que a defasagem da variável *payout*, que mede a estabilidade dos dividendos, apresenta influência positiva e significativa sobre o *payout*. Esse resultado confirma a necessidade de utilização do painel dinâmico para tratamento dos dados e permite inferir que os valores de *payout*, distribuídos no passado, servem para explicar o comportamento atual dessa variável, evidenciando-se, portanto, a constância dos níveis de dividendos adotados pelas empresas não financeiras amostradas.

O tamanho das empresas mostrou-se capaz de mitigar a probabilidade de pagamento de dividendos e de influenciar, de forma negativa, o *payout* das empresas. Isso sugere que empresas maiores podem priorizar estratégias como reinvestimentos ou retenção de lucros, em vez de distribuir dividendos. Esse comportamento diverge de estudos que indicam que empresas maiores tendem a pagar maiores dividendos (Zahid et al., 2023; Ye et al., 2019).

O ROA apresentou-se como fator capaz de aumentar a probabilidade de aumento do *payout* e do pagamento de dividendos em si. Isso indica que empresas mais lucrativas têm maior propensão a distribuir dividendos e a aumentar a proporção de lucros destinados aos acionistas. Esses resultados estão alinhados com Kilincarslan (2021), Benavides et al. (2016) e Chen et al. (2017) que destacam que a rentabilidade é um fator importante para o pagamento de dividendos, refletindo a

capacidade das empresas de gerar recursos suficientes para remunerar seus investidores.

O fluxo de caixa operacional apresentou-se como fator determinante para a mitigação da probabilidade de aumento nos dividendos. Esse resultado indica que empresas com maior geração de caixa podem não priorizar o aumento dos pagamentos aos acionistas, possivelmente devido à alocação desses recursos para outros fins. No entanto, percebe-se que as empresas que têm maior fluxo de caixa operacional apresentam maiores pagamentos de dividendos, conforme achados do estudo de Benlemlih (2019).

A crise *Subprime* foi capaz de mitigar a probabilidade de pagamento de dividendos, indicando que eventos econômicos adversos podem levar as empresas a reduzirem a distribuição de lucros destinados aos acionistas. Já durante a crise política, a probabilidade de aumento nos dividendos foi reduzida, refletindo a incerteza e a necessidade de se priorizar a liquidez. Esses resultados estão alinhados com Sarwar et al. (2020), que demonstram que, em períodos de alta incerteza, as empresas que pagaram dividendos no passado têm maior probabilidade de encerrá-los.

No entanto, durante a pandemia, a probabilidade de aumentar o pagamento de dividendo é maior, sugerindo que as empresas buscam, a partir do aumento dos dividendos, transmitir uma percepção de perspectivas positivas, em relação aos lucros futuros, sendo esse um comportamento alinhado à Teoria da Sinalização de dividendos (Ali, 2022).

O financiamento é capaz de reduzir a probabilidade de pagamento de dividendos, sugerindo que empresas que utilizam maior quantidade de capital de terceiros têm menor tendência a distribuir lucros. Esse achado é consistente com Benlemlih (2019), que demonstrou que empresas com elevados níveis de endividamento enfrentam limitações financeiras impostas, por parte dos credores, o que diminui a probabilidade de pagar dividendos.

O crescimento da receita de vendas também teve uma influência positiva sobre a distribuição de dividendos e é capaz de alterar positivamente as probabilidades de pagamento e do aumento nos dividendos. Conforme Guedes et al. (2019) e Salsa (2010), o aumento de vendas pode ser visto como um sinal de estabilidade financeira e de perspectivas futuras promissoras, incentivando a maior remuneração dos acionistas.

O Quadro 2 ilustra a comparação dos achados do estudo, entre instituições financeiras e empresas não financeiras, evidenciando como esses dois setores reagem de forma diferenciada às variáveis financeiras e contextuais representadas pelas diferentes recessões ocorridas no Brasil.

Quadro 2 - Comparação dos achados entre instituições financeiras e empresas não financeiras

Variável	DUMMYDIV		DUMMYPGDIV		PAYOUT	
	Bancos	Empresas	Bancos	Empresas	Bancos	Empresas
CSUB			(+)	(-)		
CPOL	(+)	(-)	(+)		(+)	
CPAN	(-)	(+)	(-)			
Defasagem					(+)	(+)
Tamanho	(-)		(+)	(-)		(-)
ROA	(-)	(+)	(-)	(+)		(+)
FCO	(+)	(-)	(+)			(+)
Financiamento			(-)	(-)	(-)	
TXREC		(+)		(+)		

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Os resultados revelam que os fatores que influenciam a probabilidade de distribuição e aumento de dividendos apresentam sinais opostos entre os setores. Um melhor desempenho e um menor fluxo de caixa operacional aumentam a probabilidade de aumento de dividendos nas empresas não financeiras, enquanto diminuem essa probabilidade para as instituições bancárias. Por outro lado, as variáveis tamanho e menor desempenho elevam a probabilidade de pagamento de dividendos para os bancos, mas reduzem essa probabilidade em se tratando de empresas não financeiras.

Além disso, os bancos mostram maior resiliência, em períodos de crise política e *Subprime*, elevando a probabilidade de aumentar e pagar dividendos, respectivamente, enquanto as empresas não financeiras reduziram essas probabilidades. Assim as empresas não financeiras apresentam maior sensibilidade a fatores externos, priorizando a retenção de recursos durante esses momentos de incerteza, o que reflete uma abordagem mais conservadora.

No entanto, durante a crise pandêmica, os bancos reduziram a probabilidade de aumentar o pagamento de dividendos, devido às restrições impostas pelos órgãos reguladores, enquanto as empresas não financeiras aumentaram essa probabilidade. Esses resultados mostram que bancos e empresas não financeiras adotam comportamentos distintos em cenários recessivos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo objetivou verificar como as crises *Subprime*, econômica de 2015 e Covid-19, ocorridas no Brasil, afetaram a política de pagamento de dividendos

de instituições bancárias e de empresas não financeiras brasileiras. A partir de uma amostra, constituída de 2.513 instituições financeiras, listadas no BACEN e 340 empresas não financeiras de capital aberto, provenientes da B3, referentes ao período de 2009 a 2023, o estudo faz uso das abordagens de regressão Logística e Método dos Momentos Generalizados - GMM para responder ao objetivo proposto neste estudo.

Tendo em vista o escopo da presente pesquisa, o estudo aponta que as crises ocorridas, no Brasil, afetam de forma distinta a política de distribuição de dividendos de instituições bancárias e empresas não financeiras. O estudo evidencia que para o setor financeiro, a crise *Subprime* e a recessão política econômica, no contexto brasileiro, apresentam-se como fatores que corroboram para o aumento de *payout*. O que permite inferir que o pagamento de dividendos se apresenta como fator estratégico para atrair ou reter investidores em momentos de incerteza. Entretanto, no contexto de crise sanitária, a pesquisa mostra uma tendência de inversão deste comportamento. A crise Covid-19 evidencia-se como um fator mitigador do *payout* para o setor financeiro, o que se explica por meio das medidas restritivas impostas aos bancos, pelos órgãos regulamentadores, no momento da crise sanitária, com vistas a manutenção da estabilidade do setor financeiro do país.

Diferentemente do que se observa em relação às empresas não financeiras, tem-se que a crise *Subprime* e a recessão política e econômica são fatores que corroboraram para mitigar a distribuição de dividendos dessas instituições, evidenciando que os períodos de incerteza determinam que as empresas não financeiras sejam avessas ao *payout*. Entretanto, no contexto de crise sanitária, há uma inversão dessa tendência, as empresas não financeiras apresentam aumentos

no *payout*, o que se explica pela necessidade de transmitir aos investidores boas perspectivas futuras em relação aos lucros dessas empresas.

O estudo apresenta outros fatores que se mostram capazes de afetar a política de distribuição de dividendos das instituições analisadas, tais como o porte, o fluxo de caixa, o financiamento, o crescimento da receita e o desempenho financeiro a elas atreladas.

Por fim, uma limitação do presente estudo atrela-se à ausência de métricas disponíveis que sejam comuns a instituições financeiras e as empresas não financeiras e que possam facilitar a comparação entre esses tipos de instituições. Esse fator limitante termina por dificultar uma comparação mais aprofundada sobre a forma como as crises, ocorridas no Brasil, podem afetar a política de distribuição de dividendos desses segmentos. Nesse sentido, a pesquisa propõe, como trabalhos futuros, a realização da comparação da forma como as crises, ocorridas no Brasil, afetam o *payout* dos bancos e empresas não financeiras considerando outras variáveis comuns a essas instituições que possam melhorar a comparação entre essas instituições.

Os resultados deste estudo oferecem contribuições importantes para a gestão financeira das empresas e para o mercado de capitais. Primeiramente, o comportamento distinto entre instituições financeiras e empresas não financeiras em relação à política de dividendos, durante diferentes crises, pode servir de base para a definição de estratégias de distribuição mais adequadas ao perfil e ao momento vivido por cada organização.

Além disso, os resultados podem orientar os investidores na análise de risco e na escolha de ativos, considerando o comportamento histórico das empresas em situações de instabilidade econômica. Por fim, os achados podem contribuir para o aprimoramento de políticas regulatórias. O impacto das restrições impostas aos bancos durante a crise sanitária de 2020, por exemplo, traz elementos que podem ser considerados em futuras decisões de órgãos reguladores, visando preservar a estabilidade do sistema financeiro nacional sem comprometer a atratividade do mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

- Abel, A., Bernanke, B., & Croushore, D. (2008). *Macroeconomia* (6ª ed.). Pearson.
- Abreu, J. F., & Gulamhussen, M. A. (2013). Dividend payouts: Evidence from US bank holding companies in the context of the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 22(1), 54-65. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.04.001>
- Acharya, V. V., Gujral, I., Kulkarni, N., & Shin, H. S. (2011). *Dividends and bank capital in the financial crisis of 2007-2009* [Working Paper No. w16896]. National Bureau of Economic Research. https://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/BankCapitalAcharyaGujralKulkarniShin_JACF.pdf
- Acharya, V.V., Le, H., Shin, H.S., (2016). *Bank capital and dividend externalities* [Working Paper No 580]. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work580.pdf>
- Adhikari, B. K., & Agrawal, A. (2018). Peer influence on payout policies. *Journal of Corporate Finance*, 48, 615-637. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.010>
- Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 35(1), 1-12. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1980.tb03466.x>
- Al-Malkawi, H. A. N., Bhatti, M. I., & Magableh, S. I. (2014). On the dividend smoothing, signaling and the global financial crisis. *Economic Modelling*, 42, 159-165. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.06.007>

- Ashraf, B. N., Bibi, B., & Zheng, C. (2016). How to regulate bank dividends? Is capital regulation an answer? *Economic Modelling*, 57, 281-293. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.05.005>
- Assaf, A., Neto. (2003). *Finanças corporativas e valor*. Atlas.
- Athari, S. A., Adaoglu, C., & Bektas, E. (2016). Investor protection and dividend policy: The case of Islamic and conventional banks. *Emerging Markets Review*, 27, 100-117. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.04.001>
- Baker e Wurgler (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of finance*, 59(3), 1125-1165. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>
- Baker, H. K., & De Ridder, A. (2018). Payout policy in industrial and financial firms. *Global Finance Journal*, 37, 138-151. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.05.005>
- Banco Central do Brasil. (2020). *Resolução CMN no 4.855, de 24 de setembro de 2020*. Dispõe sobre os critérios para a mensuração da provisão para créditos de liquidação duvidosa de operações realizadas no âmbito dos programas instituídos com o propósito de enfrentamento dos efeitos da pandemia. Bacen. <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4855>
- Banco Central do Brasil. (2022). *Perguntas Frequentes (FAQ) - Resolução nº 4.820*. Bacen. https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/faq_resolucao4820
- Barbosa, F. H., Filho. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31(89), 51-60. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>
- Bank for International Settlements. (2011). *Base III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>
- Basse, T., Reddemann, S., Riegler, J. J., & von der Schulenburg, J. M. G. (2014). Bank dividend policy and the global financial crisis: Empirical evidence from Europe. *European Journal of Political Economy*, 34, 25-31. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2013.09.00>
- Benavides, J., Berggrun, L. & Perafan, H. (2016). Políticas de pagamento de dividendos: Evidências da América Latina. *Finance Research Letters*, 17(1), 197-210. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.012>
- Benjamin, S. J., & Biswas, P. (2019). Board gender composition, dividend policy and COD: the implications of CEO duality. *Accounting Research Journal*, 32(3), 454-476. <https://doi.org/10.1108/ARJ-02-2018-0035>

- Bessler, W., & Nohel, T. (1996). The stock-market reaction to dividend cuts and omissions by commercial banks. *Journal of Banking & Finance*, 20(9), 1485-1508. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(96\)00004-0](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(96)00004-0)
- Bhattacharya S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy *Bell Journal of Economics*, 10(1), pp. 259-270. <https://www.jstor.org/stable/3003330>
- Blanchard, O. (2004). *Macroeconomia* (3ª ed.). Prentice Hall.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.013>
- Bottomore, T. (1988). *Dicionário do pensamento marxista*. Zahar.
- Brasil. Presidência da República. Casa Civil. (1995). *Lei nº 9.249, de 22 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, Seção 1, de 22/12/1995. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9249.htm
- Brasil. Presidência da República. Casa Civil. (2001). *Lei nº 10.303, de 31 de Outubro de 2001*. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Diário Oficial da União, Seção 1, de 01/11/2001, 4. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm
- Brav, A., Graham, Jr., Harvey, CR, & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Bridi, M. A. (2020). A pandemia Covid-19: crise e deterioração do mercado de trabalho no Brasil. *Estudos avançados*, 34, 141-165. <https://doi.org/10.1590/s0103-4014.2020.34100.010>
- Burns, A. F., & Mitchell, W. C. (1946). *Measuring business cycles*. National bureau of economic research. <https://www.nber.org/books-and-chapters/measuring-business-cycles>
- Cacciamalli, M. C., & Tatei, F. (2016). Mercado de trabalho: da euforia do ciclo expansivo e de inclusão social à frustração da recessão econômica. *Estudos Avançados*, 30(87), 103-121. <https://doi.org/10.1590/S0103-40142016.30870007>
- Chen, H.C., & Yeh, C.W. (2021). Global financial crisis and COVID-19: Industrial reactions. *Finance Research Letters*, 42, 101940. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.101940>

- Chopra, M., & Mehta, C. (2022). Is the COVID-19 pandemic more contagious for the Asian stock markets? A comparison with the Asian financial, the US subprime and the Eurozone debt crisis. *Journal of Asian Economics*, 79, 101450. <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2022.101450>
- Comitê de Datação dos Ciclos Econômicos. (2015). *Comitê de Datação dos Ciclos Econômicos*. Instituto Brasileiro de Economia; Fundação Getúlio Vargas. https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-03/comite-de-datacao-de-ciclos-economicos-comunicado-de-4_8_2015.pdf
- Comitê de Datação dos Ciclos Econômicos. (2023). *Comitê de Datação dos Ciclos Econômicos*. Instituto Brasileiro de Economia; Fundação Getúlio Vargas. https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2023-02/comunicado-do-comite-de-datacao-de-ciclos-economicos-31_01_2023_minuta.pdf
- Conjuntura Macroeconômica. (2009). *Nova ferramenta para acompanhar os ciclos econômicos brasileiros*. *Conjuntura Econômica*, 63(6), 30-32. https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-03/comite-de-data_o-de-ciclos-econ_micos-ibre-fgv-28.12.09.pdf
- Conselho Monetário Nacional. (2020). *Resolução nº 4.885, de 23 de dezembro de 2020*. CMN. <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A>
- Cordeiro, F. A., Bressan, V. G. F., Lamounier, W. M., & Barros, L. A. B. D. C. (2018). *Recessão econômica e o desempenho das cooperativas de crédito brasileiras* [Artigo apresentado]. 56º Congresso da Sociedade Brasileira de Administração e Sociologia Rural, Campinas, SP, Brasil. <https://icongresso.itarget.com.br/tra/arquivos/ser.8/1/8763.pdf>
- Damodaran (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice* (2ª ed.). Wiley.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2004). Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. *Journal of Financial Economics*, 72(3), 425-456. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00186-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00186-7)
- Dickens, R. N., Casey, K. M., & Newman, J. A. (2002). Bank dividend policy: explanatory factors. *Quarterly journal of Business and Economics*, 41(2) 3-12. <https://www.jstor.org/stable/40473341>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659. <https://www.jstor.org/stable/1805130>
- Ed-Dafali, S., Patel, R., & Iqbal, N. (2023). A bibliometric review of dividend policy literature. *Research in International Business and Finance*, 65(1), 101-987. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.101987>

- Erkens, D. H., Hung, M., & Matos, P. (2012). Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. *Journal of corporate finance*, 18(2), 389-411. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.01.005>
- Fama, E. F.; & French, K. R. (2001) Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial economics*, 60(1),3-43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- Ferraz, F. C. (2013). *Crise financeira global: Impactos na economia brasileira, política econômica e resultados*. [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio de Janeiro]. <https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/wp-content/uploads/2015/01/ferraz-fernando-cardoso-ferraz-crise-financeira-global-impactos-na-economia-brasileira.pdf>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.002>
- Forti, C., & Schiozer, R. F. (2015). Bank dividends and signaling to information-sensitive depositors. *Journal of Banking & Finance*, 56, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.02.01>
- Gitman, L. J., & Madura, J. (2003). *Administração financeira: Uma abordagem gerencial*. Addison Wesley.
- Gonzalez, M., Molina, C. A., Pablo, E., & Rosso, J. W. (2017). The effect of ownership concentration and composition on dividends: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 30(1), 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.01>
- Gujarati, D. N. (2000). *Econometria Básica* (3º ed.). Makron Books.
- Hardy, B. (2021). *Covid-19 bank dividend payout restrictions: Effects and trade-offs* (No. 38). Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bisbull38.htm>
- Hirtle, B. (2014). Bank holding company dividends and repurchases during the financial crisis. *FRB of New York Staff Report.*, 666(1), 1-28. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr666.pdf
- Homburg, C., Müller, C., & Nasev, J. (2018). How important are dividend signals in assessing earnings persistence?. *Contemporary Accounting Research*, 35(4), 2082-2105. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12443>

- Idris, A. A., Ishak, R., & Hassan, N. L. (2019). Dividend payout among Nigerian firms: Do female directors matters?. *Jurnal Ekonomi Modernisasi*, 15(1), 1-16. <http://ejournal.unikama.ac.id/index.php/JEKO>
- Kanas, A. (2013). Bank dividends, risk, and regulatory regimes. *Journal of Banking & Finance*, 37(1), 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.05.01>
- Kauko, K. (2012). Why is equity capital expensive for opaque banks?. *Bank of Finland Research Discussion Paper*, 4(1), 1-28. https://bcg.gov.br/pec/depep/Seminarios/2011_VISemRiscosBCB/Arquivos/2011_VISemRiscosBCB_17h00_KarloKauko.pdf
- Khan, N. U., Jehan, Q. U. A. S., & Shah, A. (2017). Impact of taxation on dividend policy: Evidence from Pakistan. *Research in International Business and Finance*, 42, 365-375. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.157>
- Krieger, K., Mauck, N., & Pruitt, S. W. (2021). The impact of the COVID-19 pandemic on dividends. *Finance Research Letters*, 42, 101910. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101910>
- Lambrecht, B. M., & Myers, S. C. (2012). A Lintner model of payout and managerial rents. *The journal of finance*, 67(5), 1761-1810. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01772.x>
- Liang, S., Niu, Y., Yang, D., & Liu, X. (2023). Dividend payouts under a societal crisis: Financial constraints or signaling?. *International Review of Financial Analysis*, 88, 102705. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Matyunina, A., Ongena, S. (2022). Bank capital buffer releases, public guarantee programs, and dividend bans in COVID-19 Europe: an appraisal. *Eur J Law Econ* 54, 127–152. <https://doi.org/10.1007/s10657-022-09734-9>.
- Mayne, L. S. (1980). Bank Holding Company Characteristics and the Upstreaming of Bank Funds: Note. *Journal of Money, Credit and Banking*, 12(2), 209-214. <https://doi.org/10.2307/1991773>
- Mazur, M., Dang, M., & Vo, T. A. T. (2020). Dividend policy and the COVID-19 crisis. *SSRN*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3723790>
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- Mustafa, A., Saeed, A., Awais, M., & Aziz, S. (2020). Board-Gender diversity, family ownership, and dividend announcement: Evidence from Asian emerging

- economies. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(4), 62. <https://doi.org/10.3390/jrfm13040062>
- Nassif, A. (2015). As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. *Brazilian Journal of Political Economy*, 35(3), 426-443. <https://doi.org/10.1590/0101-31572015v35n03a03>
- Neves, J. C. (1996). *Análise Financeira: Técnicas Fundamentais* (Vol. 1, 12ª ed.). Texto Editora.
- Paiva, J. F. M., Ribeiro, K. C. S. & Fodra, M. (2016). Governança corporativa e a distribuição de dividendos no setor bancário brasileiro. *Revista Espacios*, 37(25). <https://www.revistaespacios.com/a16v37n25/16372507.html>
- Paula, L. F., & Ferreira, M. C. (2020, Maio 13). *A crise do coronavírus e a atuação do Banco Central*. A Terceira margem. <https://aterceiramargem.org/2020/05/13/a-crise-do-coronavirus-e-a-atuacao-do-banco-central/>
- Procianoy, J. L., & Poli, B. T. C. (1993). A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. *Revista de Administração de Empresas*, 33, 06-15. <https://doi.org/10.1590/S0034-75901993000400002>
- Procianoy, J. L., & Verdi, R. D. S. (2003). O efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais. *Revista Brasileira de Finanças*, 1(2), 217-242. <http://hdl.handle.net/10183/196623>
- Pucheta-Martínez, M. C., & Bel-Oms, I. (2016). The board of directors and dividend policy: The effect of gender diversity. *Industrial and Corporate Change*, 25(3), 523-547. <https://roderic.uv.es/rest/api/core/bitstreams/9fcd96e3-5412-4770-b9ca-7517cf1ed6fe/content>
- Ongore, V. O., & Kusa, G. B. (2013). Determinants of Financial Performance of Commercial Banks in Kenya. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(1), 237-252. <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.827.1383&rep=rep1&type=pdf#:~:text=The moderating role of ownership,macroeconomic factors have insignificant contribution>
- Rippel, R., & Rippel, V. C. L. (2008). Considerações a respeito das origens, dos acontecimentos e das consequências da crise econômica mundial atual. *Informe Gepec*, 12(2), 6-27. <https://e-revista.unioeste.br/index.php/gepec/article/view/2298/1761>
- Saeed, A., & Sameer, M. (2017). Impact of board gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies. *International Business Review*, 26(6), 1100-1113. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.04.005>

- Salah, O. B., & Amar, A. B.. (2022). Does corporate social responsibility affect dividend policy? Empirical evidence in the French context. *Journal of Global Responsibility*, 13(3), 268-289. <https://doi.org/10.1108/JGR-10-2021-0082>
- Sanan, N. K. (2019). Impact of board characteristics on firm dividends: evidence from India. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 19(6), 1204-1215. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/cg-12-2018-0383/full/html?skipTracking=true>
- Sandroni, P. (1999). *Novíssimo Dicionário de Economia*. Best Seller.
- Sarwar, B., Ming, X., & Husnain, M. (2020). Economic policy uncertainty and dividend sustainability: new insight from emerging equity market of China. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 33(1), 204-223. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1708769>
- Shah, H. A., & Shah, A. (2016). The relationship between judicial efficiency and corporate cash holdings: An international study. *Economic Modelling*, 59, 448-462. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.08.016>
- Silva, A. O., & Dantas, J. A. (2015). Impacto da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Instituições Financeiras no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(4), 43-63. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v5i4.1097>
- Simon, M. L. D. A. (2018). *Política de dividendos no Brasil: As instituições financeiras são diferentes?* [Dissertação de mestrado, Universidade do Vale do Rio dos Sinos]. Repositório Digital da Biblioteca da Unisinos. <http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/7085>
- Swan, P. L. (2009). The political economy of the subprime crisis: Why subprime was so attractive to its creators. *European Journal of Political Economy*, 25(1), 124-132. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1320783
- Tahir, H., Rahman, M., & Masri, R. (2020). Do board traits influence firms' dividend payout policy? Evidence from Malaysia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 87-99. https://www.kci.go.kr/kciportal/landing/article.kci?arti_id=ART002566912
- Theiri, S., Hamad, S. B., & Amor, M. B. (2023). Dividend policy and crisis: Exploring the interplay between performance and financial constraints in the French context. *Heliyon*, 9(10), 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e2058>
- Tran, D. V. (2020). Economic policy uncertainty and bank dividend policy. *International Review of Economics*, 67(3), 339-361. <https://doi.org/10.1007/s12232-020-00344-y>

- Turner, J. D., Ye, Q., & Zhan, W. (2013). Why do firms pay dividends?: Evidence from an early and unregulated capital market. *Review of Finance*, 17(5), 1787-1826. <https://doi.org/10.1093/rof/rfs048>
- Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v14n1.2016.53448>
- Vergara, S. C. (2005). *Métodos de pesquisa em administração*. Atlas.
- Weber, R. (2008). *Política de dividendos no setor bancário brasileiro*. [Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul]. Lume Repositório Digital. <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/15018>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- Ye, D., Deng, J., Liu, Y., Szewczyk, S. H., & Chen, X. (2019). Does board gender diversity increase dividend payouts? Analysis of global evidence. *Journal of corporate finance*, 58, 1-26. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.00>
- Yoon, P. S., & Starks, L. T. (1995). Signaling, investment opportunities, and dividend announcements. *The Review of Financial Studies*, 8(4), 995-1018. <https://www.jstor.org/stable/2962297>

EFEITOS DA PRESENÇA DE MULHERES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO SOBRE O PAGAMENTO DE DIVIDENDOS NO CONTEXTO DE CRISES ECONÔMICAS

RESUMO

O estudo analisa o impacto da presença de mulheres existente nos Conselhos de Administração sobre a política de proventos de empresas listadas na B3, entre 2010 e 2023. A pesquisa utilizou uma amostra de 340 empresas, excluindo instituições financeiras devido às suas características específicas, e buscou compreender como a presença feminina nos conselhos afeta a probabilidade de pagamento de dividendos, especialmente, durante períodos de crise econômica, como a recessão política de 2015/2016 e a crise sanitária da Covid-19. Os achados indicam que a inclusão de mulheres nos Conselhos de Administração reduz a chance de distribuição de dividendos, o que reflete um papel mais rigoroso de supervisão em prol dos acionistas. Esse comportamento está alinhado à Teoria da Socialização, que atribui às mulheres uma menor propensão ao risco e uma postura financeira mais cautelosa. As crises econômicas apresentaram impactos distintos no pagamento de dividendos. Durante a recessão política de 2015/2016, houve uma queda na probabilidade de pagamento de proventos, associada à incerteza elevada e à redução do fluxo de caixa das empresas. Em contrapartida, a crise da Covid-19 levou a um aumento do *payout*, sugerindo que as empresas utilizaram a distribuição de dividendos como um mecanismo para demonstrar solidez financeira ao mercado. Outros fatores, como o tamanho da empresa, o desempenho financeiro, as estratégias de financiamento e investimento, e o fluxo de caixa operacional, também influenciam significativamente o pagamento de dividendos. Os resultados destacam a relevância da presença de mulheres e do contexto econômico como elementos relevantes para a tomada de decisão corporativa relacionada à distribuição de proventos.

Palavras-chave: mulheres; dividendos; Conselho de Administração; crises econômicas.

ABSTRACT

The study analyzes the impact of gender diversity on Boards of Directors on the dividend policy of companies listed on B3 between 2010 and 2023. The research used a sample of 340 companies, excluding financial institutions due to their specific characteristics, and aimed to understand how the presence of women on boards affects the likelihood of dividend payments, especially during periods of economic crisis, such as the political recession of 2015/2016 and the Covid-19 health crisis. The findings indicate that the inclusion of women on Boards of Directors reduces the likelihood of dividend distribution, reflecting a more rigorous oversight role in favor of shareholders. This behavior aligns with Socialization Theory, which attributes to women a lower risk propensity and a more cautious financial stance. The economic crises had distinct impacts on dividend policy. During the political recession of 2015/2016, there was a decline in the probability of dividend payments, associated with heightened uncertainty and reduced corporate cash flow. In contrast, the Covid-19 crisis led to an increase in payout ratios, suggesting that companies used dividend distribution as a mechanism to signal financial strength to the market. Other factors, such as firm size, financial performance, financing and investment strategies, and operating cash flow, also significantly influence dividend policy. The results highlight the relevance of gender diversity and economic context as key elements in corporate decision-making related to profit distribution.

Keywords: gender diversity; dividends; Board of Directors; economic crises.

1 INTRODUÇÃO

Este estudo analisa as possíveis alterações no pagamento de proventos influenciadas pela presença de mulheres no conselho de administração das empresas em contextos de recessão. Jensen (1986) argumenta que o pagamento de dividendos auxilia no controle dos problemas de agência ao eliminar o excesso de caixa, que poderia ser destinado a projetos não lucrativos. Assim, se os gestores estiverem

investindo de forma excessiva, o aumento nos dividendos reduzirá os fluxos de caixa livres, mitigando o problema sobre investimento.

De acordo com Saeed e Sameer (2017), uma forma de mitigar essas influências consiste em incluir, no Conselho de Administração, pessoas com diferentes características, formações e experiências, capazes de influenciar as decisões gerais, incluindo aquelas relacionadas aos dividendos. Segundo Barkley et al. (2009) e Price (2012), o gênero é um fator relevante para explicar a distribuição de dividendos, pois gestores do sexo feminino tendem a ser mais avessos ao risco.

A presença de Conselhos de Administração, com mulheres, promove maior assertividade em relação ao processo decisório, contribuindo para o alinhamento dos interesses dos acionistas (Ye et al., 2019). Esses autores destacam que tal presença é capaz de mitigar possíveis problemas de agência entre os agentes econômicos envolvidos, tornando a empresa mais propensa a distribuir dividendos em taxas mais elevadas. Além disso, conselhos com mulheres presentes tendem a incorporar diferentes perspectivas, fortalecendo a capacidade de resolver problemas complexos (Ye et al., 2019).

Um fator determinante para a possibilidade de distribuição de dividendos está relacionado à qualidade da governança dessas instituições (Ye et al., 2019). Esse aspecto pode ser explicado pelo fato de que o pagamento de proventos pode ser influenciado por divergências entre os integrantes da empresa e os acionistas, os quais baseiam suas informações, sobre a organização, a partir das decisões tomadas pelo Conselho de Administração (Ye et al., 2019; Jensen et al., 1992).

Grande parte da literatura atribui à política de pagamento de dividendos fatores como oportunidades de investimento corporativo, estrutura de propriedade, incertezas no fluxo de caixa e o ambiente institucional do país (Chay & Suh, 2009; Ye et al., 2019). Nesse contexto, a distribuição de dividendos se destaca como um elemento relevante para as empresas, sendo vista como um instrumento capaz de mitigar a assimetria de informação entre os usuários interessados em compreender a situação de uma organização (Jensen, 1986; Ye et al., 2019).

É importante ressaltar que, em períodos de crises econômicas, as práticas de gestão passam por transformações significativas, uma vez que o ambiente recessivo exige a busca por alternativas que possam contribuir para a manutenção dos resultados das empresas (Leite et al., 2020).

O cenário de recessão tende a reduzir as oportunidades de negócios, o que torna as empresas mais inclinadas a distribuir uma parcela maior de seus dividendos (Mazur et al., 2020). A escassez de oportunidades de investimento, em períodos de instabilidade econômica, impulsiona as empresas a direcionar uma maior proporção de seus recursos aos sócios, em detrimento de investimentos futuros que se mostram inviáveis diante do contexto econômico adverso (Leite et al., 2020).

Diante do exposto, observa-se na literatura, sobre pagamento de proventos, que, ao longo deste século, crises econômicas e escândalos corporativos têm se mostrado fatores capazes de influenciar o pagamento de dividendos (Adams & Funk, 2012; Liu et al., 2014). Essa influência ocorre de forma indireta, especialmente por meio da composição dos Conselhos de Administração, ressaltando a importância da presença de mulheres nesses órgãos para as autoridades reguladoras (Adams & Funk, 2012; Liu et al., 2014).

Nesse contexto, o presente estudo busca responder à seguinte questão de pesquisa: **Qual a influência da presença de mulheres no Conselho de Administração sobre o pagamento de proventos, em contexto de crise?** Assim, o objetivo do estudo é analisar a influência da presença de mulheres nos Conselhos de Administração, sobre a política de proventos das empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2023.

A justificativa teórica para esta pesquisa reside no fato de que, embora os estudos existentes ofereçam contribuições relevantes sobre o pagamento de proventos, as investigações empíricas têm se concentrado majoritariamente em países desenvolvidos, com pouca atenção dada a mercados emergentes como o Brasil (Saeed & Sameer, 2017). Em economias emergentes, o ambiente regulatório, geralmente, é menos desenvolvido, resultando em mecanismos externos de controle menos eficazes e em um maior envolvimento do governo em relação às empresas (Beck & Levine, 2004; La Porta et al., 2000).

Essas características podem influenciar as políticas de dividendos, tornando-as mais conservadoras ou dependentes de diretrizes governamentais. Além disso, podem impactar a composição dos Conselhos de Administração, que, frequentemente, apresentam ausência feminina devido a práticas culturais e à ausência de políticas robustas de inclusão. Em contrapartida, em países desenvolvidos, onde os mercados de capitais são mais eficientes e as regulações mais avançadas, as políticas de dividendos tendem a ser mais liberais, e os Conselhos de Administração, geralmente, são mais diversificados, refletindo práticas corporativas modernas e uma maior pressão por governança inclusiva.

No que diz respeito à presença de mulheres no Conselho de Administração, a literatura sobre o tema não apresenta concordância quanto aos benefícios econômicos e financeiros inerentes à maior inclusão de mulheres (Costa et al., 2019). Adams e Ferreira (2009) e Nguyen et al. (2020) encontraram que a presença de mulheres no conselho melhora o monitoramento da empresa, contribuindo para uma governança mais eficaz, embora também possa levar a uma maior aversão ao risco. Estudos como os de Elmagrhi et al. (2020) e Jeong e Harrison (2017) destacam que a ausência de mulheres, independência e transparência nos conselhos podem comprometer a eficácia da governança corporativa e contribuir para falhas institucionais.

Por outro lado, estudos como o de Dobbin e Jung (2010) indicam que a inclusão de mulheres no conselho não necessariamente impacta positivamente a performance financeira, sugerindo que os benefícios econômicos da presença de mulheres podem ser limitados. Ahern e Dittmar (2012), ao analisar a introdução de cotas de gênero na Noruega, observaram que a inclusão inicial de mulheres no conselho levou a uma queda temporária no valor de mercado das empresas, possivelmente devido à inexperiência ou à necessidade de adaptação das novas conselheiras ao ambiente corporativo.

Entretanto, é relevante destacar que há um movimento popular que clama pela maior quantidade de mulheres em ambientes nos quais as decisões dos gestores têm maior impacto (Costa et al., 2019).

No contexto brasileiro, a ausência de uma política de cotas para a ocupação de cargos de poder, diferentemente de economias como Noruega, Dinamarca e Finlândia, pode resultar em Conselhos de Administração mais homogêneos em

comparação com outros países. Isso pode tornar a desigualdade ainda mais evidente (Costa et al., 2019). Ainda em conformidade com os autores, verifica-se uma pressão interna e externa sobre as empresas para que as mulheres ocupem tais cargos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

Os dividendos podem ser definidos como um mecanismo por meio do qual se tem a distribuição do lucro líquido das empresas aos seus sócios (Savegnago & Simej, 2023). Sendo assim, cada um dos investidores em uma empresa é participante de seu lucro e essa participação ocorre de forma proporcional ao percentual de participação no capital da empresa (Savegnago & Simej, 2023). Nesse contexto, verifica-se que os acionistas apresentam como objetivo, ao investir em uma empresa, a maximização de seus ganhos por meio da valorização das ações as quais é proprietário ou por meio da distribuição de dividendos (Thompson & Manu, 2021).

A literatura sobre a temática de distribuição de dividendos mostra que o pagamento de proventos está relacionado à redução do fluxo de caixa livre disponível vinculado ao financiamento de possíveis investimentos (Ye et al., 2019). Determinando, assim, um cenário que termina por favorecer que os gestores estejam propícios à captação de capital externo (maior regulamentação de investimentos externos) e, conseqüentemente, verifica-se a mitigação de conflitos de agência (DeAngelo e DeAngelo, 2006; Ye et al., 2019). Os pagamentos de dividendos mitigam, portanto, o conflito de agência, privando os gerentes de liberdades

discricionárias que podem levá-los a agir de forma prejudicial em relação a outras partes interessadas na empresa (Jiraporn et al., 2011).

Em diversos países que apresentam melhores ambientes institucionais, evidenciados por maiores preocupações em relação a proteção dos acionistas, verifica-se um favorecimento a mitigação de problemas de conflitos de interesse entre acionistas e outros agentes interessados na empresa, aprimoramento da governança corporativa e aumentos de pagamentos de proventos (Ye et al., 2019; La Porta et al., 2000). No contexto brasileiro, o estudo de Costa et al. (2023) mostra que existe relação entre decisões de investimento e financiamento com o pagamento de dividendos. Segundo os autores, as empresas com proventos mais elevados ou empresas que pagam mais proventos são aquelas que fazem maiores investimentos em bens de capital.

A informação assimétrica, entre proprietários e gerentes, cria problemas de agência, que tornam os acionistas pessimistas em relação aos fluxos de caixa futuros da empresa (Jensen, 1986). A Teoria da Agência postula diversas maneiras de mitigar tais conflitos de agência, entre eles está o pagamento de dividendos, o aumento da alavancagem, a remuneração dos gestores e a definição dos membros do Conselho de Administração (Jensen, 1986). Esse contexto determina que se verifique, na literatura, grande quantidade de pesquisas que apresentam como escopo verificar quais são os fatores que determinam o pagamento de dividendos (Thompson & Manu, 2021).

Nesse sentido, tem-se que os Conselhos de Administração podem autorizar e definir a distribuição de dividendos (La Porta et al., 2000). A qualidade da governança corporativa também é capaz de afetar a distribuição de proventos, pois os pagamentos

de dividendos são influenciados, em parte, pelos conflitos de interesse entre os membros da empresa e acionistas externos, mediados pelo Conselho de Administração (Easterbrook, 1984; Jensen et al., 1992).

De acordo com a Teoria da Agência, os gestores têm a capacidade de utilizar os recursos da empresa em seu próprio benefício em vez de favorecer os acionistas (Jensen, 1986). A distribuição de dividendos mais generosa aos acionistas reduz a quantidade de capital disponível aos gestores e, conseqüentemente, atenua os desafios relacionados a possíveis conflitos de agência (Firth et al., 2016).

O Conselho de Administração, por sua vez, atua como um mecanismo primordial de supervisão para alinhar os interesses dos administradores com os dos acionistas (Boumosleh & Cline, 2015). Saeed e Sameer (2017) propõem duas perspectivas antagônicas para entender a interação entre a eficácia do Conselho de Administração e a política de dividendos. Primeiro, sugerem que empresas mal geridas utilizam a distribuição de dividendos como uma estratégia alternativa para estabelecer uma reputação de boa governança visando reduzir os custos de captação de recursos no futuro. A segunda está relacionada ao fato de que, quando os conselhos são eficientes em sua supervisão, tendem a evitar o uso de dividendos como ferramenta para melhorar a imagem, optando por um controle mais sólido e monitoramento eficaz.

2.2 A PRESENÇA FEMININA NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Ao Conselho de Administração de uma empresa compete traçar diretrizes e rumos para os processos de tomada de decisão (Acero & Alcalde, 2021). Dada a relevância do Conselho de Administração para as instituições, faz-se relevante

determinar caracterizações a ele atreladas que possam tornar sua atuação mais eficiente (Sun & Zhang, 2021). Nesse sentido, verifica-se, como características adequadas a composição do Conselho de Administração, fatores tais como presença de mulheres, independência e presença de governança corporativa (Tahir et al., 2020; Sun & Zhang, 2021).

Estudar os Conselhos de Administração, com o objetivo de identificar os fatores que contribuem para sua eficiência, é uma questão relevante (Santos & Félix, 2023;), uma vez que a composição dos conselhos está intimamente ligada à remuneração dos sócios e ao desempenho financeiro das empresas (Nadia & Hanafi, 2023).

No contexto brasileiro, a composição dos Conselhos de Administração tem sido estudada como um mecanismo para a proteção dos acionistas, especialmente os minoritários (Santos & Félix, 2023). Internacionalmente, estudos indicam que a presença de mulheres nos conselhos, em termos de gênero, experiência e independência, pode aumentar a capacidade de supervisão e reduzir os riscos de expropriação dos investidores (Adams & Ferreira, 2009; Khan & Baker, 2023). Além disso, pesquisas recentes têm mostrado que a presença de diretoras mulheres, por exemplo, pode influenciar positivamente a política de dividendos, incentivando a distribuição de lucros aos acionistas (Khan & Baker, 2023).

Dessa forma, ao integrar múltiplas perspectivas e análises, a discussão sobre a composição dos Conselhos de Administração se torna mais robusta e abrangente, evidenciando a complexidade das dinâmicas que influenciam a governança corporativa e a proteção dos interesses dos acionistas.

Dentre os estudos sobre gênero, verificam-se pesquisas que se preocupam em examinar como a composição de gênero dos Conselhos de Administração influencia a política de pagamento de dividendos. Existem evidências de que os conselheiros independentes do sexo feminino auxiliam o processo de promoção do pagamento de dividendos das empresas (Chen et al., 2017).

O estudo conduzido por García-Meca et al. (2022) examinou a interação entre a presença de mulheres em cargos de diretoria e a política de distribuição de dividendos, em uma amostra de empresas espanholas não financeiras. A pesquisa revelou uma relação em U, indicando que, em estágios iniciais de representação feminina no conselho, as diretoras tendem a aumentar os pagamentos de dividendos, provavelmente como uma estratégia para mitigar conflitos de agência e fortalecer a reputação e legitimidade da empresa. Contudo, em estágios posteriores, traços frequentemente associados às mulheres, como aversão ao risco, conservadorismo financeiro e níveis reduzidos de excesso de confiança, resultam em uma diminuição nos dividendos distribuídos.

Em contrapartida, a pesquisa de Saeed e Sameer (2017), em países emergentes, demonstrou uma relação inversa entre a presença de mulheres presente nos Conselhos de Administração e os pagamentos de dividendos, sugerindo que a inclusão de mulheres no conselho traz consigo novas e mais vantajosas oportunidades de investimento, levando-as a preferir a retenção de lucros para investimentos futuros.

Ambos os estudos estão alinhados à Teoria da Socialização de Gênero, a qual postula que as diretoras têm um impacto negativo sobre os pagamentos de dividendos devido às diferenças, em relação à aversão ao risco, entre homens e mulheres. As

mulheres tendem a ser mais cautelosas e conservadoras em suas decisões financeiras comparativamente aos homens (Palvia et al., 2020). Conseqüentemente, empresas lideradas por mulheres podem optar por manter maiores reservas de caixa para enfrentar incertezas futuras, resultando em uma redução nos pagamentos de dividendos (García-Meca et al., 2022).

Verifica-se que, mais recentemente, em 29 de agosto de 2018, os legisladores da Califórnia aprovaram um projeto de lei que grandes empresas, listadas no estado, deveriam ter pelo menos uma mulher em seus conselhos. A referida medida determina que, até o final de 2019, as empresas que não cumprirem a exigência ficariam sujeitas a penalidades (Ye et al., 2019).

O aumento de presença de mulheres no conselho levou os pesquisadores a examinarem o impacto de mulheres no conselho de administração, nos resultados organizacionais e vários outros aspectos da gestão, tais como supervisão e monitoramento do conselho administração (Adams & Ferreira, 2009; Carter et al., 2003).

Esse cenário determina a existência de uma hipótese central na literatura sobre a temática, a qual se fundamenta no fato de que a concentração de mulheres, nos Conselhos de Administração, leva à redução problemas de agência e, portanto, a uma melhor governança corporativa (Saeed & Sameer, 2017). Em suma, verifica-se que os estudos, sobre o tema, têm mostrado que as mulheres podem diferir, significativamente, dos homens no que diz respeito à ética de trabalho, moralidade, aversão ao risco e comportamento de tomada de decisão (Saeed & Sameer, 2017).

Dessa forma, nos últimos anos, a presença de mulheres nos Conselhos de Administração tem se tornado um tema central relacionado à governança corporativa, especialmente em países em desenvolvimento. Diversos estudos têm investigado como a presença de mulheres nos conselhos e a diversidade em termos de experiência e idade impactam as decisões financeiras das empresas, particularmente em relação à política de dividendos.

Khan e Baker (2023) conduziram uma pesquisa focada na Índia e revelou que a diversidade de gênero e de experiência nos Conselhos de Administração desempenha um papel significativo na determinação das políticas de dividendos. Em particular, os autores descobriram que a presença de diretoras mulheres nos conselhos está positivamente correlacionada com a existência de pagamento de dividendos mais altos. Isso sugere que mulheres, em posições de liderança, tendem a favorecer políticas de distribuição de lucros mais generosas para os acionistas.

Nadia e Hanafi (2023) ampliaram essa investigação ao examinar um bloco de economias emergentes no Sudeste Asiático. Os autores encontraram evidências de que as empresas com maior representação feminina nos conselhos tendem a distribuir dividendos mais altos e, ao mesmo tempo, manter maiores reservas de caixa. Isso pode refletir uma abordagem mais equilibrada entre a distribuição de lucros e a manutenção de liquidez financeira, sugerindo que a presença de mulheres nos conselhos pode contribuir para uma estratégia financeira mais cautelosa e ponderada.

De maneira diferente, Shaheen et al. (2023) oferecem uma perspectiva diferente ao examinar nos conselhos de empresas politicamente conectadas na China. A pesquisa revela que a presença de mulheres pode levar a uma política de dividendos mais conservadora, especialmente, em empresas onde as relações

políticas são fortes e a pressão com vistas a retenção de lucros é maior. Esse achado sugere que o contexto político pode moderar o impacto das mulheres sobre as decisões financeiras.

Esses estudos mostram que a presença de mulheres nos Conselhos de Administração é um fator determinante em relação às políticas de dividendos adotadas, em países em desenvolvimento, embora os efeitos possam variar dependendo do contexto específico de cada mercado. Ademais, considerando que para Leite et al. (2020), a distribuição de dividendos, em períodos recessivos, tende a ser maior devido a impossibilidade de realização de investimentos determinada pela crise, o presente estudo pretende analisar as seguintes hipóteses de pesquisa.

Hipótese 1a: a presença de mulheres no conselho de administração reduz os dividendos por ações nas empresas analisadas.

Hipótese 1b: a presença de mulheres no conselho de administração reduz a variação dos dividendos pelas empresas analisadas.

Hipótese 1c: a presença de mulheres no conselho de administração reduz a probabilidade de distribuição de dividendos pelas empresas analisadas.

Hipótese 1d: a presença de mulheres no conselho de administração reduz a probabilidade de pagar dividendos além do mínimo exigido.

2.3 A CRISES ECONÔMICAS RECENTES NO BRASIL

Recentemente, nota-se que as crises de diversas naturezas (política, econômica e sanitária) têm se tornado frequentes (Monteiro et al. 2023). No contexto brasileiro, verifica-se, nos anos de 2015 e 2016, uma recessão política e econômica

decorrente de instabilidade de representação política, reformas e desmontes de políticas (Monteiro et al. 2023).

Nesse sentido, nos anos de 2015/2016, verifica-se, no país, uma crise política que desencadeia a mitigação da legitimidade do governo Dilma Roussef, o que posteriormente determinou o *impeachment* da presidenta em agosto de 2016 (Monteiro et al., 2023). A crise política termina por determinar a ocorrência de uma crise econômica no país (Monteiro et.al., 2023). Ainda segundo os autores, a crise, iniciada em 2015, é marcada pela redução do PIB a valores negativos que passou a crescer lentamente somente a partir de 2017. Esse crescimento seria interrompido, posteriormente, pela crise sanitária Covid-19 que acometeu o país em 2020 (Monteiro et al. 2023).

A crise econômica de 2015/2016 afetou o mercado de trabalho brasileiro o que se verifica a partir do processo de informalização do trabalho (Catelan & Cunha, 2023). Nesse contexto, percebe-se acentuada mudança na estrutura setorial de ocupação do país, marcada pela queda do número de postos de trabalho em setores tais como construção civil, indústria e agricultura (Catelan & Cunha, 2023). Neste sentido, o presente estudo busca testar as seguintes hipóteses:

Hipótese 2a: A crise econômica de 2015/2016, ocorrida no Brasil, influenciou o pagamento de dividendos por ação das empresas analisadas.

Hipótese 2b: A crise econômica de 2015/2016, ocorrida no Brasil, influenciou a variação do pagamento de dividendos das empresas analisadas.

Hipótese 2c: A crise econômica de 2015/2016, ocorrida no Brasil, influenciou a probabilidade de aumentar os dividendos pelas empresas analisadas.

Hipótese 2d: A crise econômica de 2015/2016, ocorrida no Brasil, influenciou a probabilidade de pagar dividendos além do mínimo exigido.

O vírus denominado SARS-CoV-2 é o responsável pela propagação da Covid-19, em seu foco inicial localizado na província de Hubei, em Wuhan, China, em dezembro de 2019 (Adams-Prassl et al., 2020; Pollard et al., 2020). Entretanto, somente no dia 11 de março de 2020, a doença respiratória evidenciada pela Covid-19 passa a ser denominada pandemia pela Organização Mundial de Saúde (OMS) (Adams-Prassl et al., 2020; Pollard et al., 2020).

O avanço da crise sanitária, no início do período pandêmico, determinou que diversos países adotassem um protocolo de isolamento social com vistas a mitigar os efeitos do vírus (Adams-Prassl et al., 2020). Dentre as medidas adotadas, os governos estabeleceram o fechamento de diversos setores econômicos (Pollard et al., 2020). Como resposta ao entrave econômico determinado pelas referidas medidas de contenção da pandemia, verifica-se, como consequência, diversos problemas no dia a dia dos indivíduos que passam a não mais ter como trabalhar, conviver socialmente e usufruir de serviços que antes da crise sanitária eram acessíveis (Adams-Prassl et al., 2020; Pollard et al., 2020).

Faz-se relevante destacar que a Covid-19 se torna uma ameaça à economia dos países o que se deve as suas consequências para as finanças e economia sendo vista como um fator extremamente perigoso (Sukharev, 2020). O ataque do vírus proporciona um aumento na demanda por atividades que requerem desenvolvimento e agilidade em relação ao combate da crise econômica desencadeada (Sukharev, 2020).

Em diversos países, percebe-se que a ocorrência de perturbações financeiras e econômicas são determinados por eventos internos às instituições que se relacionam a procedimentos de gestão intrínsecos a fatores tais como o mercado e o setor econômico no qual a empresa se insere (Sukharev, 2020). Entretanto, no cenário, determinado pela pandemia Covid-19, evidencia-se um desarranjo, por parte das empresas, o que se deve a fatores tais como o desmembramento do mercado financeiro e a mitigação de investimentos financeiros em diferentes setores econômicos. Esse contexto termina por propiciar o surgimento de uma crise econômica de grandes proporções (Sukharev, 2020).

Em conformidade com Werneck e Carvalho (2020), a crise sanitária Covid-19, no contexto brasileiro, acomete um país que já estava enfrentando problemas sociais tais como desemprego e interrupção de políticas destinadas à mitigação de desigualdades sociais existentes no país. O governo Bolsonaro, à frente no país quando a pandemia ocorreu, tomou diversas medidas determinantes para a mitigação do financiamento da saúde pública e desenvolvimento da pesquisa no país (Werneck & Carvalho, 2020).

Uma vez que a crise Covid-19 termina por favorecer a ocorrência de uma crise econômica e financeira nas localidades nas quais se instala, o presente estudo apresenta como escopo verificar como a crise sanitária, conjuntamente com a presença de mulheres no Conselho de Administração pode impactar a política de proventos do mercado brasileiro. O que se justifica pelo fato de que a presença de mulheres no conselho e a distribuição de dividendos tende a tornar-se mais pronunciada, durante a ocorrência de recessões (Saeed & Sameer, 2017). Análises adicionais, constantes na literatura, evidenciam que o efeito da crise financeira de

2008-2009 na relação entre a presença de mulheres no Conselho de Administração e o pagamento de dividendos mostram um impacto negativo (Saeed & Sameer, 2017).

Nesse sentido, dada a relevância das crises, recentes ocorridas no Brasil, para a economia do país, o presente estudo objetiva analisar as seguintes hipóteses de pesquisa.

Hipótese 3a: A crise Covid-19 influencia os dividendos por ação pagos pelas empresas analisadas.

Hipótese 3b: A crise Covid-19 influencia a variação dos dividendos pagos pelas empresas analisadas.

Hipótese 3c: A crise Covid-19 altera a probabilidade de pagamento de dividendos pelas empresas analisadas.

Hipótese 3d: A crise Covid-19 altera a probabilidade de pagamento de dividendos além do mínimo exigido.

3 METODOLOGIA

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

O presente estudo tem como meta examinar potenciais mudanças na probabilidade de distribuição de dividendos das empresas listadas na B3, resultantes da presença de mulheres dentro dos Conselhos de Administração. A amostra consiste em 340 empresas listadas na B3, observadas entre 2010 e 2023. Esta pesquisa é categorizada como descritiva e explicativa em termos de seus objetivos. Descritiva, pois visa identificar e descrever os aspectos dos dados amostrados (Malhotra, 2006). É explicativa, pois além de registrar, analisar, classificar e interpretar os eventos

estudados, busca identificar os fatores determinantes por trás do fenômeno em questão (Raupp & Beuren, 2006). Em relação à abordagem do problema, é classificada como pesquisa quantitativa, pois emprega métodos estatísticos para atender aos seus objetivos (Raupp & Beuren, 2006).

Quanto aos procedimentos de coleta, adota a pesquisa documental, uma vez que utilizou dados de demonstrações contábeis divulgadas pelas empresas. Em conformidade com Martins e Theóphilo (2016), a pesquisa documental apresenta um desenvolvimento a partir de dados primários, oriundos de materiais, que não receberam tratamento, sendo portanto, organizados pelo pesquisador.

3.2 BASE DE DADOS

A amostra do estudo é composta por empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2023, excluídas as instituições financeiras devido às particularidades atreladas a essas instituições. O período de análise considerado no trabalho se deve ao objetivo do estudo de analisar possíveis efeitos de fatores macroeconômicos tais como a crise econômica de 2015/2016 e a recessão sanitária evidenciada pela Covid-19, ocorridas no Brasil, sobre a política de distribuição de dividendos das empresas estudadas.

3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS ESTUDADAS

A Figura 1, apresentada a seguir, mostra a operacionalização das variáveis utilizadas no modelo proposto neste estudo juntamente com as fontes utilizadas para a obtenção dessas variáveis. Também são indicados os sinais esperados e os estudos anteriores, constantes na literatura sobre o tema, que utilizaram as referidas variáveis.

A fonte de dados para a operacionalização das variáveis são as demonstrações contábeis coletadas na base de dados *Com Dinheiro*.

Figura 1 - Operacionalização das variáveis utilizadas na pesquisa

Grupo	Variável	Definição operacional	Sinal esperado	Estudos
Variáveis Dependentes	Dividendo por ações (DIVACOES)	$\frac{\text{Dividendos pagos}}{\text{Quantidade de ações}}$		Malmendier e Tate (2005); Cronqvist, et al. (2012); Bradrania et al. (2016)
	Crescimento dos dividendos pagos (VARDIV)	$\frac{\text{Dividendos}_t - \text{Dividendos}_{t-1}}{\text{Dividendos}_{t-1}}$		Zahid et al. (2023)
	Aumento dos dividendos pagos (Dummydividendos)	Dummy que assume 1 se a empresa paga mais dividendos do que o período anterior e 0 caso contrário		Bradrania et al. (2016)
	Pagamento de dividendos acima do mínimo (DUMMYPAGMIN)	Dummy que assume 1 se a empresa paga dividendos acima do mínimo e 0 caso contrário		Galvão et al. (2019)
Variáveis de Interesse	Presença de mulheres (GEN)	Dummy igual a 1 se o Conselho de administração possui presença de mulheres e 0 caso contrário.	(-)	Barkley et al. (2009); Adams e Ferreira, (2009)
	Crise política (CPOL)	Dummy que recebe valor 1 no período 2015 a 2016 e 0 caso contrário	(+/-)	Ye et al. (2019)
	Crise Covid-19 (CPAN)	Dummy que recebe valor igual a 1 no período de 2020 e 2021 e 0 caso contrário	(+/-)	Ye et al. (2019)
Controle	Defasagem	Defasagem da variável dependente em t-1	(+/-)	Brav et al. (2005)
	Financiamento	$\frac{\text{Dívida Total}}{\text{Ativo Total}}$	(-)	Li et al. (2017); Bernardo et al. (2018)
	Investimento	$\frac{\text{CAPEX}}{\text{Total de Ativo}}$	(-)	Malmendier e Tate (2005); Cronqvist, et al. (2012); Silva e Dantas (2015)

	ROA	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Total do Ativo}}$	(+)	Kilincarslan (2021); Benavides et al. (2016); Chen et al. (2017)
	Tamanho	LNAtivo	(+)	Frank e Goyal (2003); Zahid et al. (2023)
	Crescimento das receitas (TXREC)	$\frac{\text{Receita}_t - \text{Receita}_{t-1}}{\text{Receita}_{t-1}}$	(+)	Guedes et al. (2019); Salsa (2010)
	Custo do capital de terceiros (CAPTER)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Total do Ativo}}$	-	-
	Fluxo de caixa	$\frac{\text{Fluxo de caixa operacional}}{\text{Total do Ativo}}$	(+)	Simon (2018); Benlemlih (2019)

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Observação: CAPEX é calculado utilizando a fórmula imobilizado do final do período menos imobilizado no início do período acrescido de despesas de depreciação e amortização do período atual.

3.4 MÉTODO ESTATÍSTICO E MODELO MATEMÁTICO

3.4.1 Teste de diferenças de médias

Dado que este estudo se concentrou em examinar o impacto presença de mulheres nos Conselhos de Administração sobre a distribuição de dividendos, durante o período de crises recentes no Brasil, é importante investigar se há diferenças estatisticamente significativas entre as empresas que apresentam mulheres em seus Conselhos de Administração e distribuem dividendos e aquelas que não possuem essas características. Nesse sentido, a utilização do teste de diferenças de médias se

justifica como uma ferramenta estatística de análise capaz de verificar distinções entre tais grupos analisados neste estudo.

É fundamental verificar a normalidade dos dados analisados para garantir a correta aplicação do teste de diferenças de médias. Além disso, deve-se verificar a dependência ou não entre os dados que compõem os grupos que serão submetidos a análise estatística (Siegel & Castellan, 2006; Morettin & Bussab, 2000).

Existem diferentes tipos de testes estatísticos que devem ser utilizados com base nas especificidades da amostra estudada. Nesse sentido, existem testes adequados para dados que evidenciam normalidade ou não em sua distribuição e/ou que sejam interdependentes ou não entre si (Siegel & Castellan, 2006). No caso de existência de normalidade dos dados, deve-se utilizar um teste paramétrico para a análise e não paramétrico em caso contrário. A existência ou não de dependência entre os grupos comparados requer que a análise de existência de diferenças significativas seja feita por meio do teste de diferenças de médias para amostras pareadas. Caso inexista a dependência o teste utilizado se adequa a amostras não pareadas (Siegel & Castellan, 2006; Morettin & Bussab, 2000).

3.4.2 Modelagem econométrica

Com o objetivo de verificar a forma como a presença de mulheres no Conselho de Administração é capaz de alterar a distribuição de dividendos das empresas brasileiras, o presente estudo faz uso de modelagens econométricas que se adequam à natureza da *proxy* de *payout* utilizada. Nesse sentido, para *proxies* de dividendos representadas por variáveis *dummies*, a pesquisa utiliza o modelo de regressão Logística. No caso em que a *proxy* de dividendos é representada por variável

quantitativa que representa o montante pago, o estudo utiliza modelo de dados em painel para responder ao escopo da pesquisa.

3.4.3 Modelo de regressão logística

No presente estudo, a verificação de alterações na probabilidade de pagamento de dividendos, pelas empresas analisadas, devido à presença feminina no Conselho de Administração, é feita a partir do modelo de regressão Logística. A necessária utilização desse modelo ocorre devido à natureza dicotômica da variável distribuição de dividendos que assume 1 (um) caso a empresa faça o pagamento de proventos e 0 (zero) caso contrário.

A regressão Logística difere-se da regressão Linear Múltipla por diversos fatores. A regressão Logística não fornece a influência de uma variável sobre a outra, como a regressão múltipla, mas sim o aumento ou diminuição de probabilidade de ocorrência do evento representado pela variável resposta categórica (Wooldridge, 2010). Ainda segundo o autor, o método de estimação utilizado para obtenção dos parâmetros no modelo de regressão Logística é representado pelo Método da Máxima Verossimilhança enquanto a regressão Linear Múltipla utiliza o Método de Mínimos Quadrados Ordinários.

Em conformidade com Greene (2003), a variação de probabilidade, ocasionada por regressores específicos que integram o modelo proposto, é feita a partir dos efeitos marginais evidenciados pelo modelo de regressão Logística.

O modelo de regressão Logística apresenta variações ligadas a forma como as variáveis analisadas são apresentadas. Caso exista variação dos dados em relação

ao tempo e variação entre as unidades que integram a amostra (variabilidade temporal e espacial), faz-se necessária a utilização do modelo de regressão Logística para Dados em Painel (Wooldridge, 2010). Havendo apenas a variabilidade espacial, a utilização da abordagem de dados em painel para a regressão Logística não se faz adequada (Wooldridge, 2010).

Nesse sentido, ao utilizar a abordagem de dados em painel para o modelo de regressão Logística, faz-se relevante destacar a existência de três abordagens possíveis para estimação dos parâmetros do modelo de regressão Logística para dados em painel: Logit Pooled, Logit Efeitos Fixos e Logit Efeitos Aleatórios (Greene, 2003). A utilização adequada de cada uma das abordagens citadas está vinculada a observação da forma como o termo de erro do modelo de regressão Logística (heterogeneidade não observada) se relaciona com os regressores do modelo (Greene, 2003).

Em conformidade com Gujarati (2000), a viabilidade de utilização do modelo de regressão Logística é feita a partir de testes estatísticos específicos. A significância global dos parâmetros é verificada a partir do teste LR que testa, em sua hipótese nula, a significância global dos parâmetros do modelo analisado (Gujarati, 2000). O número de classificações corretas em cada categoria evidenciada pela variável resposta dicotômica, utilizada no modelo, representa também uma medida de ajuste da regressão Logística (Wooldridge, 2010). A sensibilidade representa a proporção de classificações corretas atreladas a ocorrência de pagamento de dividendos e a especificidade corresponde à proporção de classificações corretas vinculadas ao não pagamento de dividendos.

Ainda em conformidade com Wooldridge (2010), uma outra medida de ajuste do modelo de regressão Logística é evidenciada pela curva de ROC (*Receiver Operating Characteristic*). Segundo o autor, trata-se de uma medida que quanto mais apresenta valores próximos a 1 (um), maior será o ajuste do modelo de regressão Logística proposto.

A verificação da viabilidade das abordagens existentes para estimação do modelo de regressão logística, citadas anteriormente, é feita a partir dos testes econométricos de Likelihood-ratio e do teste de Hausman. O teste Likelihood-ratio permite que se verifique, entre as abordagens Pooled versus as demais metodologias de dados em painel (Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios) se faz adequada para estimar os parâmetros do modelo analisado (Greene, 2003). A hipótese nula do teste Likelihood-ratio assume a viabilidade do *Pooled* (Greene, 2003).

O teste de Husman apontou a viabilidade entre as metodologias de dados em painel evidenciadas pelos modelos Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. A hipótese nula do teste de Hausman assume que a correta estimação dos parâmetros do modelo proposto é feita a partir da abordagem de Efeitos Aleatórios (Greene, 2003).

Esse trabalho, deve verificar a viabilidade de utilização da abordagem de dados em painel, uma vez que a amostra estudada varia no tempo e no espaço, o que torna necessária a referida verificação, entre as abordagens de regressão Logística para Dados em Painel, aqui evidenciadas, para tratamento dos dados.

Nesse contexto, no presente estudo, é proposto o seguinte modelo de regressão logística com vistas a responder aos objetivos da pesquisa.

$$\begin{aligned}
Dividendos_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 DGen_{i,t} + \beta_2 CPAN_t + \beta_3 CPOL_t + \beta_4 Tamanho_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} \\
& + \beta_6 Investimento_{i,t} + \beta_7 Financiamento_{i,t} + \beta_8 Fluxodecaixa_t \\
& + \beta_9 TXREC_t + \beta_{10} CAPTER_t \\
& + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned} \tag{1}$$

Em que:

DUMMYDIVIDENDOS: variável *dummy* que recebe 1 (um) se houve pagamento de dividendos e 0 (zero) caso contrário;

DUMMYPAGMIN: variável *dummy* que recebe 1 (um) se houve pagamento de dividendos acima do mínimo exigido por lei e 0 (zero) caso contrário;

TAMANHO: tamanho da empresa mensurado pelo logaritmo do total de ativos;

ROA: índice de desempenho financeiro representado pelo retorno sobre o total de ativos;

INVESTIMENTO: índice de decisão de investimento;

FINANCIAMENTO: índice de decisão de financiamento;

FLUXODECAIXA: fluxo de caixa operacional;

TXREC: crescimento de receita;

CAPTER: custo de capital de terceiros;

CPAN: variável *dummy* que recebe 1 se período de recessão Covid-19 e 0 (zero) caso contrário;

CPOL: variável *dummy* que recebe 1 (um) se recessão política que ocorre no Brasil entre os anos de 2015 e 2016 e 0 (zero) caso contrário;

DGEN: *dummy* que recebe 1 (um) se conselho de administração apresentar mulher e 0 (zero) caso contrário;

$\varepsilon_{i,t}$: termo de erro do modelo.

3.4.4 Método dos momentos generalizados (GMM)

Para analisar a forma como a presença de mulheres no Conselho de Administração, das empresas amostradas no estudo, pode influenciar o *payout* dessas instituições, o presente estudo faz uso do modelo de Painel Dinâmico GMM. A utilização dessa abordagem econométrica se deve ao caráter recursivo do pagamento de dividendos. Em conformidade com Wooldridge (2010), a utilização de modelos de painel dinâmico se deve a presença de endogeneidade oriunda do caráter recursivo da variável resposta (a variável resposta para que possa ser explicada necessita da inclusão de suas defasagens como regressores).

De acordo com Grene (2003), frente a necessidade de utilização da abordagem GMM, existem duas metodologias possíveis: o GMM em Diferenças e o GMM Sistemático. A escolha entre as metodologias mencionadas é feita por meio do teste de Dif-Hansen que, em sua hipótese nula, considera o GMM-Sistemático como adequado para a estimação dos parâmetros do modelo (Wooldridge, 2010).

Segundo Grene (2003), existem outros testes atrelados à validação do modelo GMM proposto. O teste de Arellano Bond que verifica a existência de autocorrelação dos resíduos do modelo, pressupondo a existência de autocorrelação negativa e significativa de primeira ordem e inexistência de autocorrelação de segunda ordem. A viabilidade dos instrumentos utilizados é feita por meio dos testes de Sargan e

Hansen, sendo o último mais robusto comparativamente ao primeiro (Wooldridge, 2010). Por fim, a significância global do modelo GMM é feita por meio do teste de Wald que assume, em H_0 , a significância global do modelo proposto.

Nesse sentido, a presente pesquisa utiliza o seguinte modelo GMM para responder os objetivos propostos neste estudo:

$$\begin{aligned}
 Dividendo_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 DGen_{i,t} + \beta_2 CPAN_t + \beta_3 CPOL_t + \beta_4 Defasagem_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 Tamanho_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Investimento_{i,t} + \beta_8 Financiamento_{i,t} \\
 & + \beta_9 Fluxodecaixa_t + \beta_{10} TXREC_t + \beta_{11} CAPTER_t \\
 & + \varepsilon_{i,t} \qquad (2)
 \end{aligned}$$

Em que:

$Dividendos_{i,t}$: *proxies* de dividendos (dividendos por ações - DIVACOES; variação dos dividendos pagos - VARDIV);

$Defasagem_{i,t-1}$: variável defasada das *proxies* de dividendos;

TAMANHO: tamanho da empresa mensurado pelo logaritmo do total de ativos;

ROA: índice de desempenho financeiro representado pelo retorno sobre o total de ativos;

INVESTIMENTO: índice de decisão de investimento;

FINANCIAMENTO: índice de decisão de financiamento;

FLUXODECAIXA: fluxo de caixa operacional;

TXREC: crescimento de receita;

CAPTER: custo de capital de terceiros;

CPAN: variável *dummy* que recebe 1 (um) se período de recessão Covid-19 e 0 (zero) caso contrário;

CPOL: variável *dummy* que recebe 1 (um) se recessão política que ocorre no Brasil entre os anos de 2015 e 2016 e 0 (zero) caso contrário;

GEN: *dummy* que recebe 1 (um) se conselho de administração apresentar mulher e 0 (zero) caso contrário;

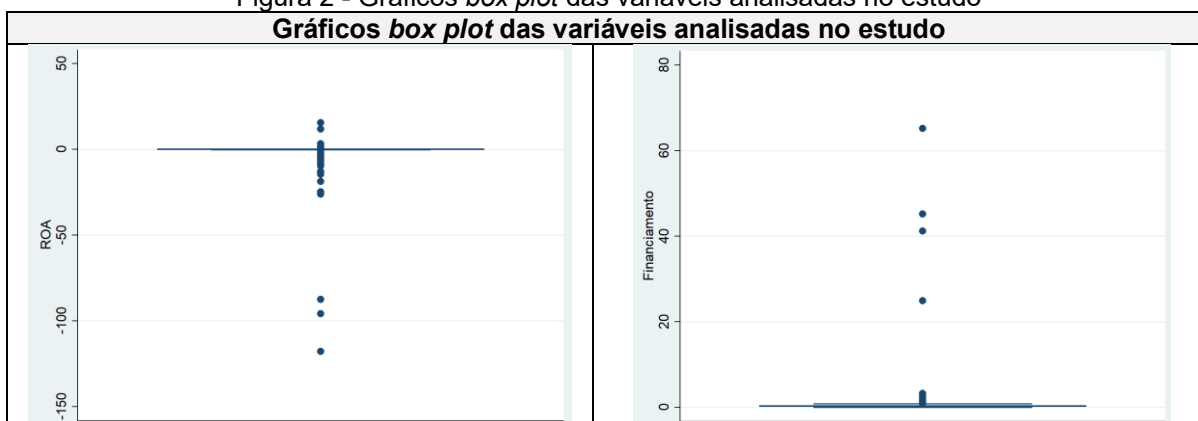
$\varepsilon_{i,t}$: termo de erro do modelo.

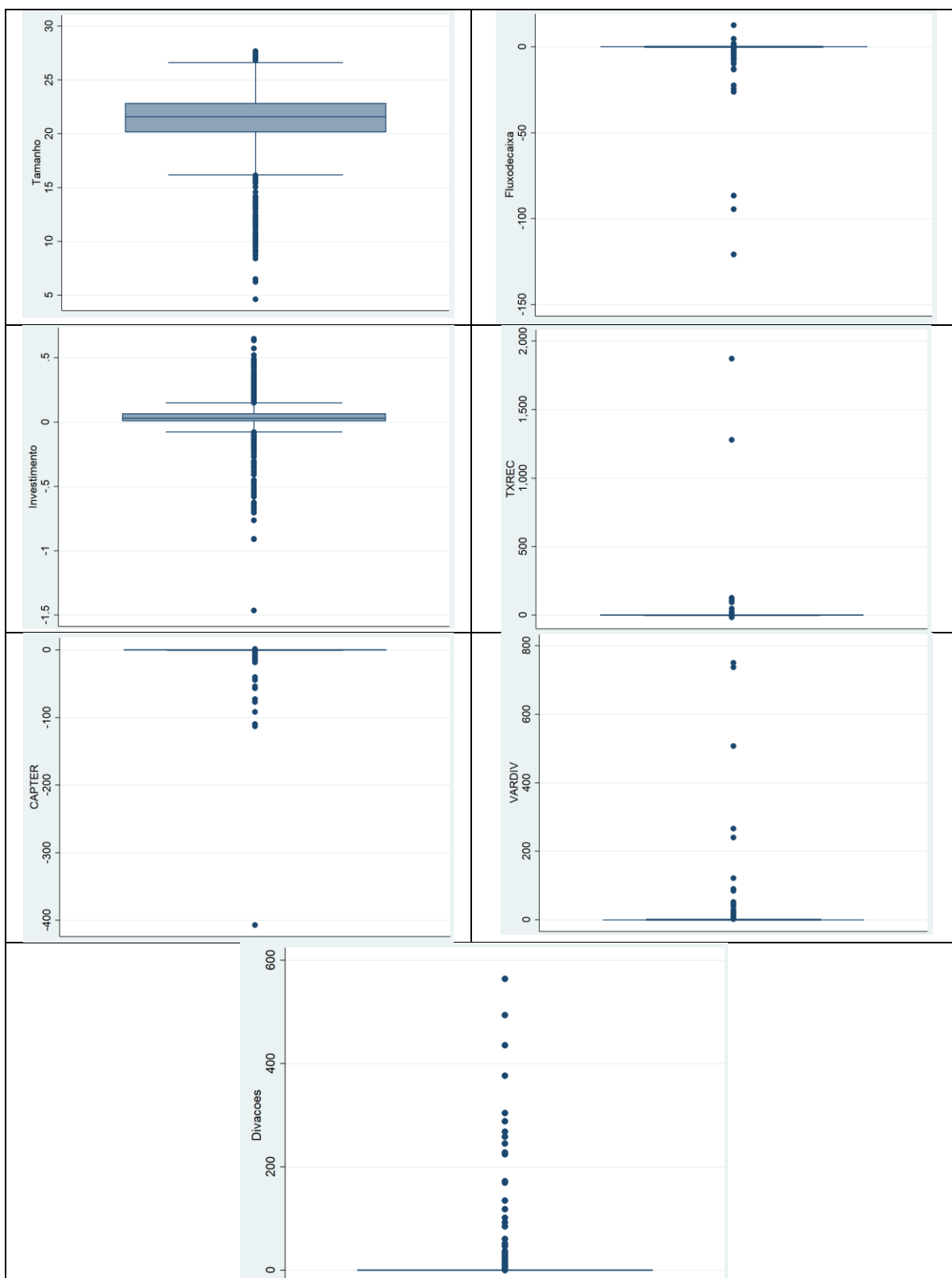
4 ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS DADOS EM ANÁLISE

A seguir são apresentados os gráficos *box plot* das variáveis analisadas na pesquisa. A observação da Figura 2 permite verificar que os dados em análise apresentam diversos pontos de discrepância o que determina a utilização da técnica estatística de Winsorização dos dados a 1% (um por cento), com vistas a mitigar possíveis inconsistências existentes no processo de modelagem econométrica.

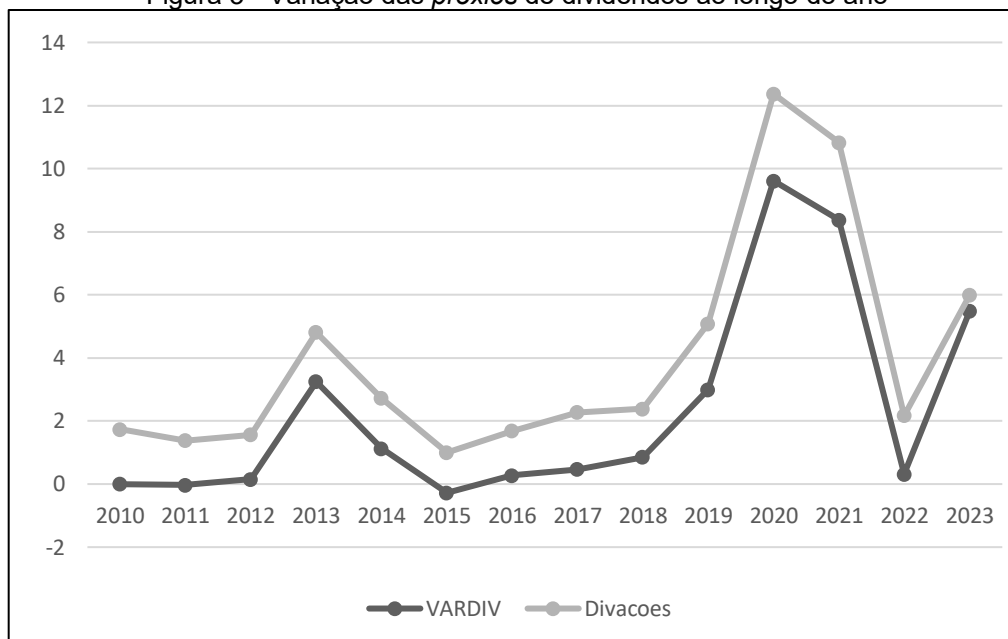
Figura 2 - Gráficos *box plot* das variáveis analisadas no estudo





Fonte: Dados da pesquisa (2025).

O gráfico apresentado na Figura 3, demonstra o comportamento das variáveis VARDIV e DIVACOES ao longo dos anos analisados.

Figura 3 - Variação das *proxies* de dividendos ao longo do ano

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Por meio da observação da Figura 3, é possível verificar que as duas variáveis, VARDIV e DIVACOES, apresentam comportamentos semelhantes, evidenciando uma tendência de aumento nos dividendos ao longo dos anos. No entanto, observa-se quedas significativas nos anos marcados pelas recessões econômicas de 2015/2016 e pela recessão ocasionada pela Covid-19, que teve início em 2020. Após esses períodos de recessão, é possível identificar uma tendência de aumento no comportamento das séries, das variáveis relacionadas aos dividendos, indicando uma recuperação ou ajuste nas práticas de distribuição de dividendos após as crises econômicas.

Essas evidências podem estar em consonância com a Teoria da Sinalização, que sugere que o pagamento de dividendos crescente pode ser interpretado como um sinal de confiança da empresa em sua estabilidade financeira e capacidade de gerar lucros sustentáveis. Esse comportamento pode levar a um aumento contínuo dos dividendos, à medida que a empresa busca reforçar sua imagem positiva em relação ao mercado, demonstrando sua solidez e comprometimento com os seus investidores (Lintner, 1956).

A seguir são apresentadas, na Tabela 1, as estatísticas descritivas das variáveis analisadas na pesquisa.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo

Variável	Média	Coefficiente de variação	Mínimo	Mediana	Máximo
ROA	-0,1322	2245,69%	-117,7001	0,0318	15,4922
FINANCIAMENTO	0,3814	422,26%	0,0000	0,3060	65,1603
TAMANHO	21,2661	12,24%	4,6052	21,6110	27,6807
FLUXODECAIXA	-0,0933	3208,83%	-120,7721	0,0547	12,5266
INVESTIMENTO	0,0437	230,08%	-1,4654	0,0324	0,6473
TXREC	1,2107	3174,78%	-15,7810	0,1021	1872,5120
VARDIV	2,6026	1292,30%	-1,0000	-0,1281	750,0001
DIVACOES	1,6987	1179,61%	0,0000	0,0000	563,7014
CAPTER	-0,5793	1428,59%	-406,9828	-0,1105	1,3089

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

A Tabela 1 evidencia que a maior parte das variáveis apresentam um coeficiente de variação elevado, refletindo uma alta dispersão nos dados, em relação à média, e a heterogeneidade das empresas analisadas. A variável ROA apresenta uma mediana positiva, o que sugere que a maioria das empresas tem retornos ligeiramente positivos. A variável financiamento apresenta uma média moderada, com a mediana próxima à média, o que sugere uma distribuição simétrica. No entanto, o valor máximo elevado indica que algumas empresas dependem significativamente de financiamento.

A *proxy* de tamanho, por ser logaritmizada, exibe um coeficiente de variação baixo, indicando pouca variabilidade relativa entre as empresas. Apesar disso, a diferença entre o menor e o maior valor revela disparidades importantes. O fluxo de caixa, por sua vez, apresenta uma mediana positiva, sugerindo que mais da metade das empresas consegue manter fluxos de caixa positivos, embora em níveis reduzidos.

O investimento tem uma média baixa e um coeficiente de variação relativamente menor, refletindo menor dispersão entre as empresas. O crescimento da receita apresenta uma mediana positiva, indicando que a maioria das empresas registram taxas de crescimento mais modestas, enquanto os valores extremos distorcem em relação à média. O capital de terceiros apresenta uma mediana negativa, o que indica que muitas empresas possuem níveis elevados de endividamento em relação ao capital próprio.

A variação de dividendos e os dividendos por ação demonstram alta variabilidade, com coeficientes de variação elevados, sugerindo comportamentos altamente heterogêneos. Apesar disso, para a maioria das empresas, os dividendos são baixos ou inexistentes, como evidenciado pelas medianas próximas de zero.

Na Tabela 2, são apresentadas as frequências absolutas e as porcentagens relativas das variáveis dicotômicas incluídas na pesquisa. Esses dados permitem identificar a distribuição das respostas entre as duas categorias possíveis para cada variável analisada.

Tabela 2 - Estatísticas de Variáveis Dicotômicas

Variáveis	Modalidade	Frequência	(%)
GENERO (DGEN)	0 - Masculino	1876	48,34%
	1 - Feminino	2005	51,66%
DUMMYDIVIDEND	0 - Inexistência de aumento de pagamento	881	49,16%

	1 – Aumento do pagamento do dividendo em relação ao ano anterior	911	50,84%
DUMMYPAGMIN	0 – Não houve pagamento acima do exigido legalmente	294	19,23%
	1 – Pagamento a mais do que exigido pela lei	1235	80,77%

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

A presença de mulheres no Conselho de Administração é equilibrada, com 51,66% das empresas apresentando ao menos uma mulher no conselho, enquanto 48,34% não possuem representação feminina. Esse dado sugere uma leve predominância da inclusão de mulheres, mas ainda indica espaço para avanços em termos de presença de mulheres.

A variável relacionada ao pagamento de dividendos revela que 62,38% das empresas não efetuaram pagamentos de dividendos no período analisado, enquanto 37,62% realizaram a distribuição. Esse resultado aponta para uma tendência de retenção de lucros em grande parte das empresas. Quanto aos aumentos nos dividendos, durante o período analisado, observa-se uma distribuição também bastante equilibrada, com 50,84% das empresas aumentando os dividendos e 49,16% não realizando esse incremento.

A variável sobre pagamento incremental acima do exigido por lei mostra uma predominância significativa, com 80,77% das empresas adotando essa prática, enquanto apenas 19,23% não o fazem. Isso indica que a maioria das empresas buscam remunerar seus acionistas de forma mais generosa do que o mínimo obrigatório, o que pode ser interpretado como uma estratégia para atrair investidores ou reforçar a confiança do mercado.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis *proxies* de dividendos utilizadas segregadas pela presença de mulheres ou não no Conselho de Administração das empresas

ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS							
MULHERES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
VARDIV	-0,0892	3,0113	35,6817	-1,0000	736,9310	1184,92%	691
DIVACOES	0,0000	1,5693	18,7589	0,0000	494,2189	1195,38%	2005
AUSÊNCIA DE MULHERES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
VARDIV	-0,1486	2,1766	31,3774	-1,0000	750,0001	1441,59%	663
DIVACOES	0,0000	1,8370	21,3243	0,0000	563,7014	1160,84%	1876
TESTE DE DIFERENÇAS DE MÉDIAS DE MANN-WHITNEY							
Z_{vardiv}	-0,0110						
$Z_{divacoes}$	0,4680						
CRISE POLÍTICA							
MULHERES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
VARDIV	-0,4647	-0,1890	1,2172	-1,0000	7,4270	644,10%	75
DIVACOES	0,0000	2,4229	23,7784	0,0000	267,9897	981,40%	218
AUSÊNCIA DE MULHERES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
VARDIV	-0,2097	0,1072	1,5720	-1,0000	8,1465	1466,32%	109
DIVACOES	0,0000	0,5234	2,8826	0,0000	34,6818	550,77%	285
TESTE DE DIFERENÇAS DE MÉDIAS DE MANN-WHITNEY							
Z_{vardiv}	1,1990						
$Z_{divacoes}$	0,8250						
CRISE SANITÁRIA							
MULHERES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
VARDIV	0,0936	8,2108	63,5836	-1,0000	736,9310	774,39%	137
DIVACOES	0,0000	2,1261	25,3222	0,0000	494,2189	1191,02%	410
AUSÊNCIA DE MULHERES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO							
Estatísticas	Mediana	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Coef. de variação	Número de observações
VARDIV	0,0768	10,1536	81,7656	-1,0000	750,0001	8052,89%	84
DIVACOES	0,0000	3,3558	37,5407	0,0000	563,7014	1118,67%	262
TESTE DE DIFERENÇAS DE MÉDIAS DE MANN-WHITNEY							
Z_{vardiv}	-0,2230						
$Z_{divacoes}$	-0,5490						

Notas: As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: *10%; **5%; ***1%.

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

A observação da Tabela 3 permite verificar a inexistência de diferenças estatisticamente significativas para as variáveis variação de dividendos e dividendos

por ação, em relação à presença ou não de mulheres no Conselho de Administração das empresas amostradas.

Essa tendência de inexistência de diferenças estatisticamente significativas, em relação às variáveis variação de dividendos e dividendos por ação, de empresas que apresentam ou não mulheres no Conselho de Administração, é verificada também nos períodos de crise econômica e sanitária. Esse achado permite inferir que, mesmo em períodos recessivos, a presença de mulheres no Conselho de Administração não tende a mudar a política de distribuição de dividendos, em decorrência de possíveis efeitos de uma recessão.

4.2 MODELOS DE REGRESSÃO PROPOSTOS

Na Tabela 3, é apresentado os quatro modelos estimados nessa pesquisa, utilizando *proxies* diferentes de dividendos. Na tabela, são apresentadas as validações das abordagens econométricas GMM e regressão Logística. No que se refere ao modelo GMM, verifica-se a significância global dos modelos propostos a partir da rejeição da hipótese nula do teste Wald que assume a ausência de significância do modelo analisado. Os testes de Arellano Bond evidenciam a existência de autocorrelação de primeira ordem conjuntamente com a inexistência de autocorrelação de segunda ordem, conforme premissa de ajuste do modelo GMM. No que se refere à validação dos instrumentos dos modelos propostos, tem-se a partir do teste de Hansen a verificação de viabilidade dos instrumentos utilizados, o que se verifica a partir da não rejeição da hipótese nula do teste que assume a adequabilidade dos instrumentos utilizados. Por fim, o teste de Dif-Hansen aponta que o GMM-

Sistêmico se faz adequado para a estimação dos parâmetros dos modelos propostos no estudo.

Em relação a regressão logística, são apresentados os modelos Logit Pooled e Logit Efeitos Aleatórios para as *proxies* DUMMYDIVIDEND e DUMMYPAGMIN respectivamente. No que se refere ao modelo proposto para a *proxy* DUMMYDIVIDEND, a adequabilidade do modelo Pooled é verificada por meio do teste LR para Rho que tem sua hipótese nula de adequabilidade da abordagem Logit Painel rejeitada. Para o modelo que tem como *proxy* a variável DUMMYPAGMIN, o teste LR para Rho, com a não rejeição de H_0 , mostra a adequabilidade de utilização do Logit Painel. Dada a necessidade de utilização do Logit Painel evidenciada pelo teste LR para Rho, a escolha entre Logit Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios foi feita pelo teste de Hausman o qual evidencia a não rejeição de H_0 e assume, portanto, a adequabilidade do modelo Logit Efeitos Aleatórios.

Tabela 4 - Modelos de regressão para dados em painel

ABORDAGENS	MODELOS GMM		MODELOS DE REGRESSÃO LOGÍSTICA			
	GMM Sistêmico	GMM Sistêmico	Pooled		Efeitos Aleatórios	
Variáveis dependentes	DIVACOES	VARDIV	DUMMYDIVIDEND		DUMMYPAGMIN	
	Coefficiente	Coefficiente	Coefficiente	Efeito Marginal	Coefficiente	Efeito Marginal
DGEN	-0,07*	0,03	-0,08	-0,02	0,32	0,32
CPOL	-0,05	-0,59***	-0,47**	-0,16**	-0,35	-0,35
CPAN	0,01	1,09**	0,06	0,02	0,03	0,03
DEFASAGEM	0,67***	-0,08***				
ROA	1,05*	0,92	11,04***	2,75***	23,46***	23,46***
FINANCIAMENTO	-0,13	-1,96*	0,53	0,13	3,72	3,72
TAMANHO	0,02	0,28*	-0,04	-0,01	-0,74**	-0,74**
FLUXODECAIXA	1,41*	-0,33	-0,60	-0,15	-7,89***	-7,89***
CPOL	-0,05	-0,59***	-0,47**	-0,16**	-0,35	-0,35
CPAN	0,01	1,09**	0,06	0,02	0,03	0,03
INVESTIMENTO	-1,01*	-5,66**	-1,17	-0,29	0,31	0,31
TXREC	0,14	0,34	0,79***	0,20***	-0,62	-0,62
CAPTER	0,05	0,19	0,40*	0,10*	0,83	0,83
CONSTANTE	-0,24	-4,82	0,40		26,04***	
ESTATÍSTICAS DE VALIDAÇÃO DAS ABORDAGENS ECONÔMICAS						
Wald	109,88***	36,42***			40,92***	

AR (1)	-2,43**	-2,91***		
AR (2)	-0,25	152,07		
Teste de Sargan	877,67***	170,76		
Teste de Hansen	251,02	152,07		
Teste Dif- Hansen	-6,14	-3,77		
Número de Observações	2590	778	1282	1135
Número de grupos	292	163	–	208
R ² de McFadden			7,52%	
Sensibilidade (cutoff 0,23)			99,27%	–
Especificidade (cutoff 0,23)			5,19%	–
Ajuste geral do modelo	–	–	55,46%	–
Area under ROC curve	–	–	67,96%	–
Teste de Hausman	–	–	–	16,69*
Teste LR para Rho	–	–	2,0e-04	472,53***
Teste LR			133,24***	

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

Notas: As significâncias dos testes são representadas por meio da simbologia: *10%; **5%; ***1%.

A partir da Tabela 4, observa-se que a presença de mulheres nos Conselhos de Administração está associada a uma propensão a redução do pagamento de dividendos por ação nas empresas analisadas. Esse resultado está alinhado com estudos anteriores, de Saeed e Sameer (2017) e García-Meca et al. (2022), realizados em países como Índia, China, Espanha e Rússia. Esse achado também é consistente com as teorias da Agência e da Socialização.

Considerando a ótica da Teoria da Agência, o conselho influencia a distribuição de dividendos por meio de sua função de supervisão, e a presença de mulheres pode aprimorar o desempenho do conselho, reduzindo custos de agência e oferecendo maior proteção aos acionistas minoritários por meio de uma supervisão mais rigorosa (Adams & Ferreira, 2009). A presença de mulheres no conselho tem demonstrado

comportamentos como aversão ao risco, atitudes financeiras conservadoras e prudentes, e menor excesso de confiança (García-Meca et al., 2022).

De acordo com a Teoria da Agência, a presença feminina nos conselhos pode substituir os dividendos como uma ferramenta de monitoramento, proporcionando maior proteção aos interesses dos acionistas. Isso resultaria em uma diminuição do uso de dividendos com essa finalidade. Assim, este estudo corrobora com essa teoria ao mostrar uma menor probabilidade de distribuição de dividendos atrelada a presença de mulheres no Conselho de Administração das empresas analisadas (La Porta et al., 2000).

Este estudo também endossa a Teoria da Socialização ao destacar uma menor probabilidade de distribuição de dividendos por parte das conselheiras, devido às diferenças, em relação à aversão ao risco, entre homens e mulheres. As mulheres podem apresentar características como aversão ao risco, atitude financeira conservadora e menor excesso de confiança, resultando em menor investimento em alto risco e maior propensão a manter a liquidez para enfrentar a incerteza futura. Isso leva a uma menor distribuição de dividendos (Saeed & Sameer, 2017; García-Meca et al., 2022). Portanto, a hipótese 1, evidenciada nesse estudo, é confirmada, mostrando que a presença de mulheres nos Conselhos de Administração está associada a menor distribuição de dividendos.

A variável defasada inerente ao índice de decisão de dividendos (DIVACOES) reflete a estabilidade dos dividendos e mede a consistência dessa prática pelas empresas. Assim, observa-se uma relação positiva entre essa variável e o pagamento de dividendos, indicando que as empresas que distribuem dividendos por ação

buscam preservar um padrão constante de pagamento como forma de sinalizar sua solvência ao mercado (Brav et al., 2005).

Esse resultado oferece suporte empírico à abordagem tradicional de dividendos gerenciados descrita por Lintner (1956), que argumenta que as empresas tendem a priorizar a estabilidade nos pagamentos de dividendos ao longo do tempo. Segundo essa teoria, os gestores evitam variações bruscas, pois os acionistas apreciam a previsibilidade, em relação ao *payout*, e podem interpretar alterações dos dividendos como mudanças na perspectiva da administração sobre a lucratividade futura da empresa. Esse padrão de comportamento também foi confirmado em uma pesquisa de Kilincarslan (2021) realizada no Reino Unido.

A variação do dividendo em relação ao ano anterior apresentou um coeficiente negativo no modelo de variação dos pagamentos atuais, indicando que empresas com menores variações no pagamento de dividendos, em um ano, tendem a registrar maior variação no período seguinte. Esse comportamento sugere um esforço para estabilizar os dividendos ao longo do tempo. Assim, uma empresa que aumentou significativamente o pagamento, em um ano, tende a reduzir essa variação no ano subsequente, enquanto aquelas que tiveram menor crescimento dos dividendos, em um período, tendem a apresentar um crescimento mais expressivo no período seguinte. Esse achado também corrobora com Lintner (1956).

O desempenho apresentou influência positiva e significativa para os três modelos analisados, indicando ser um dos principais fatores determinantes do pagamento de dividendos e também capaz de aumentar a probabilidade de distribuição de dividendos. Empresas com maior rentabilidade são mais prováveis a distribuir dividendos mais elevados por ação, pagar valores acima do mínimo legal e

aumentar os dividendos em comparação ao ano anterior. Segundo Kilincarslan (2021), Benavides et al. (2016) e Chen et al. (2017), empresas lucrativas possuem maior acesso a crédito, reduzindo a necessidade de reter lucros para financiar seus investimentos e permitindo maior distribuição de dividendos.

Além disso, o estudo revela que a rentabilidade não apenas influencia o pagamento de dividendos, por sua conexão com o lucro, mas também é um fator que favorece distribuições incrementais. Assim, empresas com maior rentabilidade têm maior probabilidade de pagar dividendos adicionais, resultado que se alinha às conclusões de Galvão et al. (2019).

Outro achado importante atrela-se ao fato de que empresas com maior retorno sobre ativos (ROA) têm maior probabilidade de aumentar os dividendos em relação ao ano anterior. Esse resultado é consistente com os estudos de Kilincarslan (2021) e Lintner (1956), que destacam a existência de cautela por parte dos gestores em relação à elevação dos dividendos sem a confiança de que essa prática seja sustentável a longo prazo. Isso indica que mudanças nos pagamentos de dividendos acompanham variações nos lucros de longo prazo, ao invés de flutuações temporárias dos resultados financeiros.

Os resultados indicam que empresas com elevados níveis de investimento são mais prováveis de apresentar menores distribuições de dividendos por ação. Esse comportamento sugere que as organizações com maiores oportunidades de investimento optam por reter recursos internos para financiar seus projetos. De forma semelhante, foi observado que empresas que realizaram investimentos, mais significativos, apresentaram menor variação da distribuição de dividendos de um ano para o outro. Esses achados apontam que, quanto maior o pagamento de dividendos,

menor será o fluxo de caixa livre disponível, *ceteris paribus*, para alocar em novos projetos. Assim, evidencia-se uma relação direta entre as decisões de investimento e o pagamento de dividendos (Silva & Dantas, 2015).

No que se refere à alavancagem, observa-se que empresas, com níveis elevados de endividamento, tendem a apresentar menor variação dos pagamentos de dividendos. Esse resultado é consistente com o estudo de Ali (2022). Segundo Benlemlih (2019), a dívida influencia o pagamento de dividendos devido ao papel de monitoramento que os credores exercem sobre os gestores. Empresas altamente alavancadas são financeiramente restringidas por seus credores, o que limita sua capacidade de distribuir dividendos elevados.

Quanto ao tamanho das empresas, foi encontrada uma relação positiva e significativa sobre a variação dos pagamentos de dividendos, sugerindo que empresas de maior porte apresentam uma maior oscilação em relação a distribuição de dividendos. Esse achado está em consonância com o estudo de Zahid et al. (2023), que aponta que grandes empresas tendem a ser mais estáveis e possuem mais recursos para ajustar a variação dos dividendos.

Por outro lado, o modelo que avalia a probabilidade de pagamento de dividendos acima do mínimo legal revela que empresas maiores têm menor probabilidade de realizar distribuições além do exigido por lei. Esse resultado sugere que as grandes empresas podem não utilizar o pagamento de dividendos como uma ferramenta de sinalização para o mercado.

O fluxo de caixa operacional demonstrou uma relação positiva significativa com a variável dividendos por ação, indicando que empresas com maior geração de caixa,

devido a suas atividades operacionais, tendem a distribuir mais dividendos aos acionistas. Esse resultado reflete que a capacidade de gerar caixa operacionalmente está diretamente associada à maior propensão de que as empresas remunerem seus investidores. Esse achado está alinhado com o estudo de Benlemlih (2019), que aponta que empresas com maior geração de fluxo de caixa tendem a ser mais lucrativas e a distribuir dividendos mais elevados. Assim, os fluxos de caixa operacionais atuam tanto como um reflexo do desempenho financeiro da empresa quanto como um indicador de sua capacidade de gerar recursos líquidos.

Contudo, observa-se que empresas com altos níveis de fluxo de caixa operacional apresentam menor probabilidade de realizar pagamentos de dividendos adicionais. Esse comportamento sugere que essas organizações preferem limitar-se ao pagamento do dividendo mínimo obrigatório, não utilizando dividendos extras como um mecanismo de sinalização para o mercado.

Em relação às crises econômicas, observa-se que elas exercem impactos diferentes sobre as políticas de dividendos. A pandemia, por exemplo, teve um efeito positivo sobre o aumento dos dividendos, enquanto a crise política de 2014/2015 resultou em um impacto negativo em relação à variação dos dividendos e a probabilidade de aumento em relação ao ano anterior.

Esse fenômeno sugere que, durante a pandemia, as empresas optaram por aumentar os dividendos em comparação com o ano anterior. Apesar das dificuldades extremas causadas pela crise pandêmica, as empresas conseguiram mostrar uma elevação dos dividendos. De acordo com o estudo de Ali (2022), isso pode indicar que as empresas preferem não reduzir ou suspender os dividendos para evitar passar a mensagem de que há perspectivas negativas sobre os lucros futuros, um fenômeno

relacionado à Teoria da Sinalização de Dividendos, ou ainda, para preservar seus próprios interesses.

Durante a crise política, no entanto, as empresas apresentaram uma menor variação dos pagamentos de dividendos e uma menor probabilidade de aumentar esses valores. Esse cenário sugere que a crise política pode ter influenciado as expectativas das empresas, em relação aos lucros futuros, levando-as a priorizar a manutenção da estabilidade dos pagamentos. Uma possível explicação para esse comportamento distinto se deve ao fato de que a ausência de aumento dos dividendos foi vista como uma justificativa plausível para os investidores, devido à incerteza generalizada nos âmbitos político e econômico. Assim, a retenção de caixa passou a ser considerada mais prioritária do que a tentativa de transmitir uma imagem de solidez financeira para o mercado.

O aumento da receita mostrou uma influência positiva sobre a probabilidade de elevação do pagamento de dividendos. Esse resultado está alinhado com o estudo de Guedes et al., (2019), que aponta que, embora nem toda receita se converta em lucro disponível para distribuição, devido à possibilidade de custos e despesas consumirem grande parte das receitas, o crescimento da receita contribuiu para uma maior probabilidade de aumento dos dividendos. Conforme Salsa (2010), essa relação pode ser explicada pelo fato de que o aumento das vendas é, frequentemente, visto como um indicativo de expansão empresarial. Além disso, a maior distribuição de dividendos, em contextos de crescimento nas vendas sugere uma condição financeira sólida e um desempenho corporativo estável e positivo.

O custo de capital de terceiros demonstrou uma relação direta com a probabilidade de elevação dos dividendos. Esse custo refere-se à remuneração de

recursos obtidos, por meio de dívidas no mercado financeiro, refletindo tanto o nível de risco da empresa quanto às condições econômicas vigentes. Em geral, altos custos de capital de terceiros resultam em despesas financeiras mais elevadas, como juros, o que pode reduzir a liquidez disponível. Ainda assim, o aumento dos dividendos em cenários de elevado custo de endividamento pode ser compreendido como uma estratégia alinhada à Teoria da Sinalização. Assim, as empresas podem optar por elevar os dividendos, mesmo em situações financeiras adversas, para sinalizar confiança em sua capacidade de gerar recursos no futuro, cumprir suas obrigações financeiras e manter a lucratividade para os acionistas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir de uma amostra formada por 340 empresas, listadas na B3, observadas no período de 2010 a 2023, a presente pesquisa objetivou verificar a forma como a presença de mulheres no Conselho de Administração das empresas pode alterar a probabilidade de pagamento de dividendos das empresas analisadas, em um contexto de crise. Ressalta-se que, no momento da coleta da base utilizada neste estudo, os dados referentes ao ano de 2024 não estavam disponíveis (os relatórios referentes a 2024 são disponibilizados a partir de março de 2025) o que determina o lapso temporal do estudo.

O estudo evidencia que a presença feminina no Conselho de Administração das empresas é capaz de mitigar a possibilidade de distribuição de dividendos. Evidenciando-se, portanto, um caráter de monitoramento que reduz a possibilidade de sinalização ao mercado, sobre a reputação da empresa por meio da distribuição

de proventos, em defesa dos acionistas. Nesse sentido, a pesquisa confirma a hipótese testada a qual considera que a existência de mulheres no Conselho de Administração é capaz de impactar a probabilidade de distribuição de dividendos pelas empresas. Nesse sentido, o estudo corrobora com a Teoria da Socialização a qual evidencia que as mulheres, comparativamente aos homens, são mais avessas ao risco, apresentando, portanto, um comportamento financeiro mais conservador.

Outro achado do estudo, vincula-se às recessões recentes ocorridas no Brasil. A pesquisa confirma que a recessão política de 2015/2016 e a crise e crise sanitária Covid-19 são perturbações capazes de afetar a probabilidade de distribuição de dividendos pelas empresas. Sendo assim, verifica-se que a crise política de 2015/2016 determinou a mitigação da possibilidade de distribuição de dividendos, diferentemente do período de crise sanitária, o qual determinou uma tendência de aumento de *payout*. Esse achado indica que, em períodos de recessão econômica como o contexto determinado pela crise sanitária, as empresas brasileiras tendem a utilizar o pagamento de dividendos como um sinalizador ao mercado sobre a sua solidez financeira. Diferentemente, a crise econômica 2015/2016 reduz a probabilidade do pagamento de proventos o que se deve ao acentuado nível de incerteza determinado pela recessão econômica que determinou acentuado decréscimo do fluxo de caixa das empresas e a consequente mitigação do pagamento de dividendos. Outro aspecto relevante, evidenciado pelo estudo, se deve ao fato de que mesmo em períodos recessivos, a presença de mulheres no Conselho de Administração, determina um caráter conservador não existindo, portanto, alterações no *payout*, em decorrência de momentos de crises.

A pesquisa apresenta outros fatores capazes de afetar a probabilidade de pagamento de proventos, tais como o porte da empresa, o desempenho financeiro, a política de financiamento e investimentos adotada e o fluxo de caixa operacional atrelado à instituição.

Por fim, o estudo apresenta, como limitação, o curto lapso temporal evidenciado pelas recessões ocorridas no país e analisadas, no presente estudo, o que impossibilita análises que sejam capazes de verificar a existência de um ponto de inflexão (número ótimo) em relação ao número de mulheres presentes no conselho que podem afetar o pagamento de proventos. Como pesquisas futuras, sugere-se que sejam feitos estudos com maior ampliação do lapso temporal com vistas a evidenciar a existência de um possível ponto de inflexão em relação ao número de mulheres que integram o Conselho de Administração das empresas analisadas.

Os resultados desta pesquisa podem contribuir de forma significativa para a gestão corporativa e para os investidores. A constatação de que a presença de mulheres no Conselho de Administração está associada a uma redução na probabilidade de pagamento de dividendos indica um comportamento mais conservador na gestão financeira das empresas, mesmo em contextos de crise. Essa informação pode ser útil para acionistas, analistas de mercado e investidores institucionais, ao avaliar o perfil de governança das empresas e suas possíveis repercussões sobre a política de dividendos.

Do ponto de vista gerencial, os resultados sugerem que a diversidade de gênero no Conselho pode influenciar as estratégias de alocação de recursos, priorizando a preservação de caixa e a segurança financeira da empresa,

especialmente em cenários de incerteza. Esse entendimento pode ser relevante para empresas que buscam fortalecer práticas de governança alinhadas à gestão de risco.

Além disso, os achados sobre os diferentes efeitos das crises econômicas analisadas fornecem subsídios para que os gestores possam ajustar suas políticas de dividendos de acordo com o tipo e a natureza da crise enfrentada. Enquanto a crise política de 2015/2016 provocou uma redução na distribuição de dividendos, a crise sanitária levou muitas empresas a adotar uma postura mais favorável ao pagamento de proventos, como forma de reforçar a confiança do mercado.

Para os órgãos reguladores e entidades de fomento à diversidade, os resultados podem servir como base para futuras discussões sobre os impactos da composição dos conselhos de administração nas decisões estratégicas das empresas, incluindo a política de distribuição de dividendos.

REFERÊNCIAS

- Acero, I., & Alcalde, N. (2021). Institutional context as a moderator of the relationship between board structure and acquirer returns. *Research in International Business and Finance*, 57(1), 101-420. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101420>
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Adams, R.B., Funk, P. (2012). Beyond the glass ceiling: does gender matter? *Manag. Sci.* 58(1), 219–235. <https://www.jstor.org/stable/41406385>
- Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *The quarterly journal of economics*, 127(1), 137-197. <https://doi.org/10.1093/qje/qjr049>

- Ali, H. (2022). Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries. *Finance Research Letters*, 46, 102493. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102493>
- Barkley, T., & Pan, L. H. (2009). *Corporate Payout Policy and CEO Compensation Structure*. working paper. <https://doi.org/10.5296/ijafr.v8i2.13280>
- Beck, T., & Levine, R. (2004). Stock markets, banks and growth: Panel evidence. *Journal of Banking and Finance*, 28(3), 423–442. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00408-9](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00408-9)
- Benavides, J., Berggrun, L., & Perafan, H. (2016). Dividend payout policies: Evidence from Latin America. *Finance Research Letters*, 17(1), 197–210. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.012>
- Benlemlih, M. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance*, 47, 114–138. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.07.005>
- Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Fatores Macroeconômicos e Institucionais, Composição do Endividamento e Estrutura de Capital de Empresas Latino-Americanas. *Brazilian Business Review*, 15(2), 152–174. <https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.2.4>
- Boumosleh, A., & Cline, B. N. (2015). Outside director stock options and dividend policy. *Journal of Financial Services Research*, 47, 381–410. <https://doi.org/10.1007/s10693-013-0174-2>
- Bradrania, R., Westerholm, P. J., & Yeoh, J. (2016). Do CEOs who trade shares adopt more aggressive corporate investment strategies?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 40(1), 349–366. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.02.004>
- Brav, A., Graham, Jr., Harvey, CR, & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33–53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Catelan, D. W., & Cunha, M. S. D. (2023). Realocação setorial da ocupação e seus efeitos sobre o crescimento da informalidade no Brasil no período 2015-2018. *Revista de Economia Contemporânea*, 27(1), 1–25. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Chay, J.B., Suh, J. (2009). Payout policy and cash-flow uncertainty. *J. Financ. Econ.* 93(1), 88–107. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.12.001>

- Chen, J., Leung, W.S., Goergen, M. (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. *J. Corp. Financ.* 43(1), 86–105. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.001>
- Costa Gomes, M., Augusto Eça, J. P., Fernandes, M., & do Valle, M. R. (2023). Relação entre diferentes decisões financeiras no Brasil: Investimento, Financiamento e Payout. *Estudios Gerenciales*, 39(166), 13-23. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2023.166.5180>
- Costa, L., Sampaio, J. D. O., & Flores, E. S. (2019). Diversidade de gênero nos conselhos administrativos e sua relação com desempenho e risco financeiro nas empresas familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 23, 721-738. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019180327>
- Cronqvist, H., Makhija, A. K., & Yonker, S. E. (2012). Behavioral consistency in corporate finance: CEO personal and corporate leverage. *Journal of financial economics*, 103(1), 20-40. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.005>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *J. Financ. Econ.* 81(1), 227–254. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- Dobbin, F., & Jung, J. (2010). Corporate board gender diversity and stock performance: The competence gap or institutional investor bias. *NCL Rev.*, 89, 809. https://scholar.harvard.edu/files/dobbin/files/2011_nclr_dobbin_jung.pdf
- Easterbrook, F.H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *Am. Econ. Rev.* 74(1), 650–659. <https://www.jstor.org/stable/1805130>
- Elmagrhi, M. H., Ntim, C. G., Wang, Y., Abdou, H. A., & Zalata, A. M. (2020). Corporate governance disclosure index –executive pay nexus: The moderating effect of governance mechanisms. *European Management Review*, Forthcoming. <https://doi.org/10.1111/emre.12329>
- Firth, M., Gao, J., Shen, J., & Zhang, Y. (2016). Institutional stock ownership and firms' cash dividend policies: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 65, 91-107. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.01.009>
- Frank, M., & Goyal, V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(1), 217-248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Galvão, K. S., dos Santos, J. F., & de Araújo, J. M. (2019). Política de Distribuição de Dividendos: uma análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e do payout incremental pelas empresas brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(3), 57-75. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i3.42438>

- García-Meca, E., López-Iturriaga, F. J., & Santana-Martín, D. J. (2022). Board gender diversity and dividend payout: The critical mass and the family ties effect. *International Review of Financial Analysis*, 79, 101973. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.10197>
- Greene, W. H. (2003). *Econometric analysis*. Pearson Education India.
- Guedes, Y., Alves, F. I., & Souza, J. (2019). Persistência dos dividendos, poder dos acionistas e governança corporativa como influenciadores da política de dividendos em empresas do setor de tecnologia da informação. *Contribuciones a las Ciencias Sociales*, (septiembre), 1-21. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/9648346.pdf>
- Gujarati, D. N. (2000). *Econometria Básica* (3ª ed.). Makron Books.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C. (1992). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jeong, S. -H., & Harrison, D. A. (2017). Glass breaking, strategy making, and value creating: Meta-analytic outcomes of women as CEOs and TMT members. *Academy of Management journal*, 60(4), 1219-1252. <https://doi.org/10.5465/amj.2014.0716>
- Jiraporn, P., Kim, J. C., & Kim, Y. S. (2011). Dividend payouts and corporate Governance quality: An empirical investigation. *Financial Review*, 46(2), 251-279. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2011.00299.x>
- Khan, A., & Kent Baker, H. (2023). Board diversity and dividend policy in India. *Asia Pacific Journal of Management*, 1-32. <https://doi.org/10.1007/s10490-023-09922-4>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.101423>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33. <https://www.jstor.org/stable/222549>
- Leite, M., Pamplona, E., da Silva, T. P., Brandt, E. T., & de Oliveira Schlotfeldt, J. (2020). Determinantes do pagamento de dividendos nos períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras. *Desafio Online*, 8(1). <https://desafioonline.ufms.br/index.php/deson/article/view/9151>

- Li, T., Munir, Q., & Karim, M. R. A. (2017). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence from China's listed SMEs. *International Review of Economics & Finance*, 47(1), 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.09.005>
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Liu, Y., Wei, Z.B., Xie, F.X. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *J. Corp. Financ.* 28(1), 169–184. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016>
- Malhotra, N. K. (2006). *Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada*(7ª ed.). Bookman.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Martins, G. de A., & Theóphilo, C. R. (2016). *Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas* (3ª ed.). Atlas.
- Mazur, M., Dang, M., & Vo, T. A. T. (2020). *Política de dividendos e a crise do COVID-19* [MPRA Paper nº 108765]. Munich Personal RePEc Archive. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/108765/>.
- Monteiro, A., Neto, Colombo, L. A., & Rocha, J. M. D., Neto. (2023). *Desenvolvimento Regional no Brasil: políticas, estratégias e perspectivas*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. <https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/7450>
- Morettin, P. A., & Bussab, W. O. (2000). *Estatística Básica*. Saraiva.
- Nadia, L. P., & Hanafi, M. M. (2023). Do women board members affect dividend policy and cash holdings? Evidence from ASEAN emerging economies. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(4), 705-722. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2022-0011>
- Neves, J. C. (1996) *Análise Financeira: Técnicas Fundamentais* (12ª ed.). Texto Editores.
- Nguyen, T. H. H., Ntim, C. G., & Malagila, J. K. (2020). Women on corporate boards and corporate financial and non-financial performance: A systematic literature review and future research agenda. *International Review of Financial Analysis*, 71, Artigo 101554. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101554>
- Palvia, A., Vähämaa, E., & Vähämaa, S. (2020). Female leadership and bank risk-taking: Evidence from the effects of real estate shocks on bank lending

- performance and default risk. *Journal of Business Research*, 117, 897-909. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.04.057>
- Pollard, C. A., Morran, M. P., & Nestor-Kalinowski, A. L. (2020). *The COVID-19 pandemic: A global health crisis*. *Physiological genomics*. <https://doi.org/10.1152/physiolgenomics.00089.2020>
- Price, C.R. (2012). Gender, competition, and managerial decisions. *Manag. Sci.* 58(1), 114–122. <https://www.jstor.org/stable/41406375>
- Raupp, F. M., & Beuren, I. M. (2006). Metodologia da pesquisa aplicável às ciências. *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: Teoria e prática*. Atlas.
- Saeed, A., & Sameer, M. (2017). Impact of board gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies. *International Business Review*, 26(6), 1100-1113. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.04.005>
- Salsa, M. L. C. R. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Encontros Científicos*, 6, 162–174. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3888037.pdf>
- Santos, J. E., & Félix, L. A., Jr. (2023). Relação entre conselho de administração e a política de dividendos: evidências do Brasil. *Revista Gestão Organizacional*, 16(1), 192-212. <https://doi.org/10.22277/rgo.v16i1.7152>
- Savegnago, R., & Simeii, J. P. (2023). A tributação do IRF sobre dividendos oriundos de lucros gerados em anos anteriores proposta no PL 2.337/2021. *Revista Tributária e de Finanças Públicas*, 153, 215-242. <https://rtrib.abdt.org.br/index.php/rtfp/article/view/572>
- Shaheen, R., Luo, Q., & Bala, H. (2023). Untying the role of board gender diversity in dividend policy of politically embedded Chinese firms. *Journal of Applied Accounting Research*, 24(1), 170-198. <https://doi.org/10.1108/JAAR-11-2021-0301>
- Siegel, S., & Castellan, N. J., Jr. (2006). *Estatística não paramétrica para ciências do comportamento* (2ª ed.). Artmed.
- Silva, A. O., & Dantas, J. A. (2015). Impacto da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Instituições Financeiras no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(4), 43-63. <http://atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/RGFC/article/view/2579>
- Simon, M. L. D. A. (2018). *Política de dividendos no Brasil: As instituições financeiras são diferentes?*. [Dissertação de mestrado, Universidade do Vale do Rio dos Sinos]. Repositório Digital da Biblioteca da Unisinos. <http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/7085>

- Sukharev, O. S. (2020). Economic crisis as a consequence COVID-19 virus attack: risk and damage assessment. *Quantitative Finance and Economics*, 4(2), 274-293. <https://doi.org/10.3934/QFE.2020013>
- Sun, X., & Zhang, T. (2021). Board gender diversity and corporate labor investment efficiency. *Review of Financial Economics*, 39(3), 290-313. <https://doi.org/10.1002/rfe.1112>
- Tahir, H., Masri, R., & Rahman, M. M. (2020). Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from Malaysia. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 20(5), 919-937. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2020-0091>
- Theiri, S., Hamad, S. B., & Amor, M. B. (2023). Dividend policy and crisis: Exploring the interplay between performance and financial constraints in the French context. *Heliyon*, 9(10). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e2058>
- Thompson, E. K., & Adasi Manu, S. (2021). The impact of board composition on the dividend policy of US firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(5), 737-753. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0182>
- Werneck, G. L., & Carvalho, M. S. (2020). The COVID-19 pandemic in Brazil: Chronicle of a health crisis foretold. *Cadernos de Saúde Pública*, 36(1), 1-4. <https://doi.org/10.1590/0102-311X00068820>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- Ye, D., Deng, J., Liu, Y., Szewczyk, S. H., & Chen, X. (2019). Does board gender diversity increase dividend payouts? Analysis of global evidence. *Journal of corporate finance*, 58, 1-26. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.00>
- Zahid, R. A., Taran, A., Khan, M. K., & Chersan, I. C. (2023). ESG, dividend payout policy and the moderating role of audit quality: Empirical evidence from Western Europe. *Borsa Istanbul Review*, 23(2), 350-367. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.10.012>

ESTRATÉGIAS DA MANUTENÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DIRECIONADAS A MICRO E PEQUENAS EMPRESAS EM CONTEXTO DE CRISE

RESUMO

Este artigo tecnológico busca apresentar uma alternativa de simples implementação, para melhorar a gestão do capital de giro em micro e pequenas empresas em um contexto de recessão determinado pela crise Covid-19. Identificou-se a necessidade de implementação desse estudo devido ao número destas empresas que encerram suas atividades, sendo grande parte, consequência da falta de dinheiro para honrar com os compromissos financeiros, principalmente, os de curto prazo. Esse cenário, observado para micro e pequenas empresas, é ainda mais preocupante em contextos de recessão econômica. Empregando uma simulação do regime de caixa, em dados referentes aos anos de 2019, 2020 e 2021, de uma empresa enquadrada no regime de competência, onde se apresenta a tributação de todo o faturamento do mês anterior, sem levar em consideração o recebimento, observou-se que o desembolso financeiro, caso a organização estivesse no regime de apuração de caixa, seria menor. Assim, o artigo contribui com as micro e pequenas empresas destacando tal oportunidade de retenção de recursos, a fim de que as despesas possam ser pagas sem atraso e os tributos, que representam normalmente um dos maiores custos empresariais, sejam quitados, com o valor recebido pelas respectivas vendas ou prestações de serviço.

Palavras-chave: capital de giro; micro e pequenas empresas; regime de caixa; Covid-19.

ABSTRACT

This technological article aims to present an easily implementable alternative to improve working capital management in micro and small enterprises within a recessionary context triggered by the Covid-19 crisis. The need for this study was identified due to the high number of such enterprises ceasing operations, largely as a result of insufficient funds to meet financial obligations, particularly short-term ones.

This situation, already concerning micro and small enterprises, becomes even more critical during periods of economic recession. By simulating the cash basis accounting method using data from 2019, 2020, and 2021 for a company operating under the accrual basis where taxes are levied on the entire revenue of the previous month regardless of actual receipt it was observed that financial disbursements would have been lower if the organization had adopted the cash basis regime. Therefore, this article contributes to micro and small enterprises by highlighting this opportunity for resource retention, enabling expenses to be paid on time and taxes typically one of the highest business costs to be settled with the amounts effectively received from sales or services rendered.

Keywords: working capital; micro and small enterprises; cash basis accounting; Covid-19.

1 UM PROBLEMA PRÁTICO PARA MICRO E PEQUENAS EMPRESAS NO CONTEXTO DE CRISE COVID-19

O objetivo deste estudo foi criar um fluxograma de decisão destinado a auxiliar micro e pequenas empresas na identificação do regime de apuração mais adequado, visando mitigar os desafios relacionados ao fluxo de caixa durante os períodos de incerteza econômica.

A definição de micro e pequena empresa difere para cada país, alguns países classificam essas instituições a partir do volume de vendas ou do número de empregados (Haro-Sarango et al., 2022). No contexto brasileiro, microempresas são definidas como empresas cujo faturamento proveniente de suas atividades que podem ser derivadas de venda de bens ou prestação de serviços com valor limite de faturamento até R\$ 360.000,00 (Brasil, 2006). Diferentemente das empresas de

pequeno porte cujo faturamento deve apresentar valor compreendido entre R\$ 360.000,00 e R\$ 4.800.000,00 (Brasil, 2006).

As micro e pequenas empresas (PME's) possuem uma representatividade significativa no contexto mundial. Segundo a US Small Business Association (2021) as pequenas empresas representam quase a totalidade das corporações nos Estados Unidos, chegando a 99,9% de todas as empresas norte-americanas, auferindo aproximadamente 13,3 trilhões de dólares em receitas no setor privado.

Para Rowinski (2022), além de serem responsáveis por empregar grande parcela da população ocupada, as pequenas empresas possibilitam carreiras e oportunidades. De acordo com a reportagem constante na revista Forbes, ao terem retornos positivos de suas atividades, as pequenas empresas retribuem à sociedade por meio de empregos e tributos, podendo assim, potencializar o surgimento de novos pequenos negócios e melhoria dos serviços públicos locais (Rowinski, 2022).

No Brasil não é diferente a contribuição das PME's para a economia. Em 2022, segundo Maciel (2022), as micro e pequenas empresas geraram 71,7% do total de empregos criados no país. De acordo com o Ministério da Economia (2022), estas empresas apresentam uma representatividade aproximadamente igual a 98% dos novos negócios no Brasil, sendo também responsáveis por percentuais correspondentes a 62% dos empregos existentes e 27% do Produto Interno Bruto (PIB).

Dada a relevância das micro e pequenas empresas no Brasil, faz-se necessário ressaltar que estas instituições possuem uma elevada taxa de mortalidade, sendo que

em até dois anos costumam entrar em descontinuidade. Embasando esta afirmação, o Sebrae (2016a) documentou que das empresas constituídas em 2012, 23,4% fecharam até o ano de 2014.

Vários motivos são indicados como causa do encerramento das atividades das micro e pequenas empresas. 40,8% dos entrevistados pelo Sebrae (2020) citaram a pandemia como principal motivo. Nesse sentido, Bongaerts et al. (2021) afirmam que, visando minimizar os efeitos de pandemias, os governos trocam os benefícios de saúde pública pelos custos econômicos.

O faturamento mensal das micro e pequenas empresas, 62% dos respondentes de uma pesquisa da Fundação Getúlio Vargas (FGV, 2021) em parceria com o Sebrae, responderam que tal montante diminuiu devido à pandemia. Além disto, o estudo também indica que a elevação dos custos com insumos, mercadorias, combustível, energia, entre outros, é apontada como o fator que mais dificulta as organizações retornarem à condição financeira que possuíam antes da pandemia.

Falta de dinheiro, financiamento e capital de giro foram o segundo motivo mais apontado pelo estudo do Sebrae (2020), pelo fechamento das micro e pequenas empresas. Embasando esta afirmação, Carvalho e Schiozer (2012) revelam que aproximadamente 112 empresas da amostra recebiam 20% ou menos dos seus recebíveis na data correta de vencimento, enfatizando a necessidade do controle de prazos de pagamentos e recebimentos.

Este artigo tecnológico se alinha ao enfoque na melhoria para contribuição do conhecimento, conforme definido por Gregor e Hevner (2013), apresentando uma

abordagem que reflete essa perspectiva. Os autores esclarecem que pesquisas com este enfoque devem se basear na compreensão do problema, para que possam propor instrumentos novos ou claramente subutilizados. Nesse sentido, o emprego do regime de caixa não é novo, mas não foi associado pela literatura de gestão à manutenção do capital de giro das empresas.

Neste contexto, é importante conhecer as estratégias que podem possibilitar às organizações manterem uma boa saúde financeira para garantia de seus empreendimentos. Assim, surge a seguinte questão de pesquisa: Quais os elementos, de simples aplicação, que os empresários precisam observar para reduzir o problema no fluxo de caixa gerado pelo descasamento de prazos em períodos de crise?

Logo, o objetivo deste trabalho foi desenvolver um fluxograma de decisão para que micro e pequenas empresas possam verificar o melhor regime de apuração para reduzir o problema de fluxo de caixa em períodos de instabilidade econômica.

A relevância deste estudo se refere à divulgação do regime de caixa, que é de fácil implantação, bastando apenas fazer a opção para o início do ano na Receita Federal, como forma de reter recursos internamente, alternativa lícita e livre de riscos se os controles forem realizados da maneira correta.

A legislação brasileira permite que as micro e pequenas empresas possam escolher entre os regimes de caixa ou de competência. Nesse contexto, o estudo se justifica pela importância da melhoria da tomada de decisão em micro e pequenas empresas. A escolha do regime de caixa pode ser muito importante para micro e pequenas empresas, pois esse regime determina que o pagamento de impostos

incidentes seja feito quando houver o pagamento pelos clientes. Em momentos de recessão econômica, devido à necessidade de previsibilidade, em relação a recebimentos e as despesas advindas desses, o regime de caixa torna-se fator determinante para a continuidade dessas empresas. Nesse sentido, a abordagem sobre a gestão de micro e pequenas empresas brasileiras, em ambiente recessivo, mostra-se de extrema relevância. Faz-se importante lembrar que o Brasil foi um dos países sul-americanos mais atingidos pela crise sanitária e no qual as micro e pequenas empresas apresentam papel relevante em relação a geração de postos de trabalho.

A principal contribuição deste trabalho se refere à sugestão do uso do regime de caixa no auxílio a micro e pequenas empresas quanto a manutenção do fluxo de caixa, quando as vendas a prazo e a inadimplência são frequentes considerando um ambiente recessivo. Tal evidência ressalta que o regime de caixa não reduz a carga tributária da empresa, mas traz a possibilidade de a gestão reter recursos internamente, diminuindo a necessidade de recorrer a empréstimos bancários para manter o fluxo de caixa, para pagar os tributos utilizando a própria receita que os gerou.

2 MICROEMPRESAS E EMPRESAS DE PEQUENO PORTE E OS REGIMES DE APURAÇÃO PERMITIDOS PELA LEGISLAÇÃO

Como anteriormente exposto, define-se como microempresas, os empreendimentos que tenham faturado até R\$ 360.000,00 com suas atividades,

sejam de venda de bens ou serviços. Já empresa de pequeno porte é a denominação aplicada às organizações cujo faturamento esteja situado entre R\$ 360.000,00 e R\$ 4.800.000,00 (Brasil, 2006).

Segundo o Sebrae (2020) os cinco principais motivos para o fechamento de micro e pequenas empresas foram, respectivamente, a pandemia, falta de financiamento/capital de giro, baixas vendas, aprovação do sócio em concurso público ou volta como funcionário ao mercado de trabalho e a burocracia para formalização. Ressalta-se que a pandemia e a ausência de capital de giro foram consideradas como os fatores mais relevantes na mortalidade das empresas, por 62,3% dos entrevistados.

Entende-se como capital de giro a diferença entre o dinheiro disponível que a organização possui e o dinheiro necessário para honrar com os compromissos, tais como despesas fixas, fornecedores, entre outros. Quando a gestão de capital de giro é deficitária, a companhia pode ter seu fluxo de caixa comprometido consideravelmente (Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas [Sebrae], 2016b).

A relação negativa entre capital de giro e tributos é essencial que, em um contexto em que o declínio do fluxo de caixa pode levar à falência das organizações, haja uma gestão de tributos, para contribuir com a manutenção do fluxo de caixa. Segundo Asiri et al. (2020) os gastos tributários impactam substancialmente o resultado das empresas e, ao conseguir reduzir esse desembolso, a organização eleva consideravelmente seu fluxo de caixa.

De acordo com Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o adiamento do pagamento de impostos foi uma das medidas adotadas por 23,7% das micro e pequenas empresas para reduzir os impactos da Covid-19 (IBGE, 2020). Assim, vislumbra-se, a existência de uma alternativa para minimizar o desembolso de forma a contribuir com a manutenção do fluxo de caixa. De acordo com Brasil (2022), existem dois tipos de regime de apuração: competência e caixa.

Pela apuração pelo regime de competência, todas as notas fiscais emitidas pela empresa em um mês, devem ser apresentadas à tributação e como consequência, no mês posterior, há pagamento dos tributos referentes ao período de competência anterior. Ou seja, todo o faturamento realizado, por exemplo, no mês de outubro, tem em novembro os tributos devidos. Já o regime de caixa, os valores que compõem a base de cálculo dos tributos, se referem ao montante recebido no mês específico. Exemplificando estas afirmações, a Receita Federal do Brasil (RFB), documenta que ao apurar ganho de capital na alienação de bem do imobilizado, se a alienação for a prazo e a empresa for optante pelo regime de competência, o reconhecimento da receita será no momento da efetivação do contrato da respectiva operação (RFB, 2021). Porém, se a pessoa jurídica estiver enquadrada no regime de caixa, a receita bruta será reconhecida na data do efetivo recebimento.

Neste contexto, como o adiamento do pagamento de tributos foi uma das estratégias utilizadas por micro e pequenas empresas para minimizar os reflexos gerais da pandemia, entende-se que pode ser considerado como escolha para manutenção do fluxo de caixa em períodos de instabilidade, sendo a opção pelo regime de caixa, uma forma de operacionalização.

3 VISÃO ORIENTADA DO PROBLEMA DE GESTÃO DAS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS

Este artigo tecnológico é um estudo que apresenta caráter prático com vistas a evidenciar uma solução para a problemática proposta, sem, no entanto, desconsiderar os aspectos científicos necessários para construção da solução do problema a ser tratado no estudo.

As fontes de dados analisadas foram a Legislação Tributária associada aos regimes de apuração de caixa e competência, as demonstrações de resultados, notas fiscais emitidas e extratos bancários de microempresas e empresas de pequeno porte, do período de 2020, ano em que as empresas estavam passando por momentos de instabilidade devido à pandemia Covid-19. Assim, a população relacionada abrange todas as PME's, exceto as optantes pelo Lucro Real. Foram analisados os dados coletados por meio de pesquisa documental nos documentos contábeis/fiscais de 10 micro e pequenas empresas, enquadradas no Simples Nacional e Lucro Presumido.

O Quadro 1 mostra as informações analisadas evidenciando o tipo de informação extraída de relatórios contábeis atrelados às micro e pequenas empresas estudadas.

Quadro 1 - Variáveis utilizadas no estudo

Tipo	Fonte
Receita bruta venda de mercadorias	Notas fiscais emitidas/Demonstração de resultado
Receita bruta serviços prestados	Notas fiscais emitidas/Demonstração de resultado
Valores recebidos	Extratos bancários
Inadimplência	Confronto entre notas fiscais e extratos bancários

Fonte: Elaborado pela autora (2024).

Estas análises foram realizadas buscando identificar os aspectos que pudessem impactar na decisão de se optar pelo regime de caixa ou competência. De

posse destes possíveis determinantes foi elaborado o fluxograma de regime de apuração.

A fim de validar a utilização do fluxograma de decisão, como uma proposta de solução para micro e pequenas empresas, foi empregado em um caso real. Ao analisar os dados coletados foi possível verificar que o parcelamento das vendas, a forma de pagamento dos clientes (à vista ou a prazo) e o nível de inadimplência eram fatores relevantes no impacto dos tributos no fluxo de caixa das empresas, caso as mesmas estivessem enquadradas no regime de competência, que é o mais usual.

Quando a empresa faz venda à vista, mesmo que seja no débito, em poucos dias o valor da operação está no caixa. Desta forma, como os tributos daquela venda serão apurados e pagos no mês seguinte, não comprometerão o fluxo de caixa, pois a organização já recebeu o valor total. Assim, a parcela dos tributos, pode ser retirada deste recebimento.

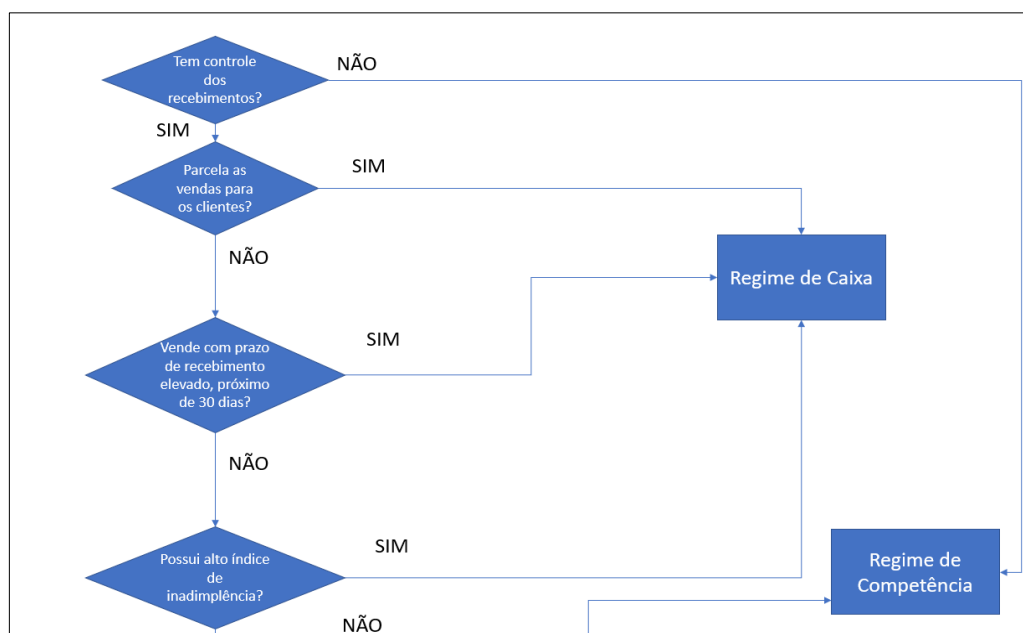
Porém, quando a empresa parcela ou oferece prazo de pagamento, pode ser que tenha que pagar os tributos, sem ter recebido os valores respectivos. Por exemplo, uma empresa do Lucro Presumido vendeu um equipamento de R\$100.000,00 no dia 27/03 e parcelou esse valor para o cliente em duas vezes. No dia 25/04 a empresa terá que pagar R\$ 650,00 de Programa de Integração Social - PIS (alíquota de 0,65%) e R\$ 3.000,00 de Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social - COFINS (alíquota de 3%). Nota-se que, se a primeira parcela for à vista ou com prazo menor que 29 dias, a companhia receberá o valor de R\$50.000,00, do qual se retira os R\$ 3.650,00 para pagar os tributos especificados, sem comprometer o fluxo de caixa. Porém, se a primeira parcela vencer em 30 dias,

haverá um déficit no valor disponível em caixa, porque o valor estará disponível aproximadamente no dia 27/04 e os tributos já venceram.

Quando não há certeza se os clientes pagarão na data do vencimento, a empresa também poderá arcar com o valor dos tributos sem ter recebido o valor da venda ou da prestação do serviço. Usando este mesmo exemplo, se o cliente não pagar os R\$50.000,00 da primeira parcela, no regime de competência, como houve a emissão da nota fiscal, a empresa terá que pagar os tributos. Ou seja, a organização terá que desembolsar os R\$ 3.650,00 (Programa de Integração Social - PIS e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social - COFINS) do caixa, sem ter ideia de quando efetivamente irá ter esse valor em caixa.

Nos dois casos, considerando que o regime de apuração é o de caixa, a empresa somente ofereceria a tributação, os valores que efetivamente recebesse no mês. Nesse sentido, o fluxograma da Figura 2 auxilia o empreendedor em relação ao processo de escolha do regime de apuração, ressaltando que esta opção é feita no início do ano e não pode ser alterada durante o período do exercício da empresa.

Figura 1 - Fluxograma de Decisão do regime de apuração



Fonte: Elaborado pela autora (2025).

4 DISCUSSÃO SOBRE A APLICABILIDADE DA NOVA ESTRATÉGIA – APRESENTAÇÃO DE UM MINICASO

Segundo o Portal da Indústria (2022), as principais atividades econômicas no Brasil se referem aos setores primário, secundário e terciário, sendo que o terciário é o mais representativo por originar mais da metade do Produto Interno Bruto (PIB) nacional e 75% dos empregos.

O comércio, que faz parte do setor terciário, em 2020, de acordo com RFB (2021) foi responsável por aproximadamente R\$ 240,7 bilhões dos R\$ 1,37 trilhão da arrecadação federal, sendo o comércio varejista, que é a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE) principal da empresa em foco, contribuiu com R\$ 96.522.456.002,00, evidenciando a importância do setor para a economia brasileira.

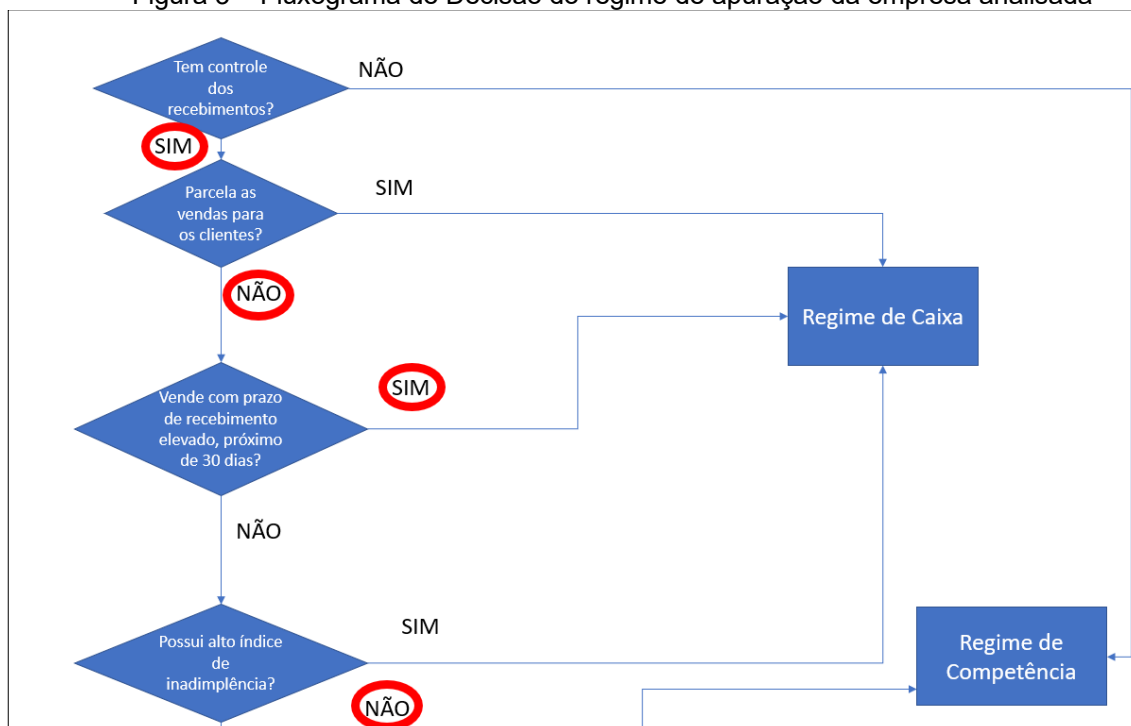
Nesse estudo, a empresa analisada recebeu o nome fictício de empresa Alpha no intuito de resguardar a sua identidade. A empresa analisada se enquadra como empresa de pequeno porte, pois de acordo com Brasil (2006), apresentou faturamento de aproximadamente R\$ 1.500.000,00 no ano de 2019. A empresa Alpha apresenta como atividade principal, o comércio varejista de materiais elétricos e é tributada pela sistemática do Simples Nacional.

Segundo a Receita Federal do Brasil, o Simples Nacional é um regime de arrecadação, cobrança e fiscalização de tributos federais, estaduais e municipais exclusivo de microempresas e empresas de pequeno porte, que permite de forma simplificada, o recolhimento dos tributos por meio de apenas uma guia, denominada Documento de Arrecadação do Simples Nacional (DAS) (RFB, 2022).

A pandemia do Covid-19 impactou vários setores econômicos, alguns destes setores foram mais afetados no curto prazo, tais como o varejo. Com as medidas sanitárias instaladas, houve redução no consumo, ocasionando queda na geração de receita das empresas. Esse aspecto, influencia na capacidade das organizações de honrarem com seus compromissos financeiros (Diário do Comércio, 2020).

Os fatores presentes no fluxo de decisão, da Figura 3 apontam que esta empresa possuía controles internos que garantiam as informações de recebimento, não fazia vendas parceladas e não tinha registros de inadimplência dos clientes. Entretanto, os prazos de recebimento, principalmente na pandemia, foram aumentados, chegando até a 60 dias da data do faturamento e entrega. De acordo com o fluxograma, o regime de apuração mais adequado para não comprometer o fluxo de caixa da empresa é o regime de caixa.

Figura 3 – Fluxograma de Decisão do regime de apuração da empresa analisada



Fonte: Elaborado pela autora (2025).

A Tabela 1 evidencia os valores devidos de tributos nos dois regimes de apuração, nos respectivos meses de janeiro, fevereiro, março e abril de 2020.

Tabela 1 - Faturamento e valores a pagar dos tributos do simples nacional - 2020

REGIME		JANEIRO	FEVEREIRO	MARÇO	ABRIL
Competência	Faturamento	R\$ 74.521,45	R\$ 133.106,33	R\$ 157.761,63	R\$ 136.732,28
	Valor a pagar	R\$ 6.725,27	R\$ 12.054,95	R\$ 14.363,03	R\$ 12.612,97
Caixa	Faturamento	R\$ 185.616,35	R\$ 74.521,45	R\$ 105.478,60	R\$ 127.964,30
	Valor a pagar	R\$ 16.751,16	R\$ 6.749,13	R\$ 9.603,04	R\$ 11.804,16

Fonte: Dados da pesquisa (2024).

A observação dos dados da Tabela 1 permite verificar que, no mês de janeiro de 2020, a empresa pagaria R\$ 10.025,89 a mais no regime de caixa em comparação ao regime de competência. Destaca-se que a quantia de tributos devidos representa 9,02% do montante recebido no respectivo mês. Já no mês de fevereiro, pagaria R\$ 5.305,82 a mais, no regime de competência. Porém, as micro e pequenas empresas, no regime de competência, normalmente não dispõem de recursos em abundância para desembolsar R\$ 12.054,95 que seria o valor a pagar no mês de fevereiro, sem

comprometer seu fluxo de caixa e conseqüentemente, o pagamento das demais despesas de curto prazo.

5 CONCLUSÕES

As empresas que vendem a prazo, ou que possuem altas taxas de inadimplência, podem ter que recorrer a instituições financeiras para honrar com seus compromissos de curto prazo. Porém, cabe ressaltar que nem sempre o crédito está disponível, além do que, o financiamento por esta fonte, é normalmente mais oneroso.

Neste sentido, é necessário verificar as possibilidades de simples aplicação, baixo custo e risco, que os empresários de micro e pequenas empresas têm para reduzir o problema de fluxo de caixa, gerado pelo descasamento dos prazos de pagamento e recebimento. Logo, o objetivo deste trabalho foi desenvolver um fluxograma de decisão para que micro e pequenas empresas possam verificar o melhor regime de apuração para reduzir o problema de fluxo de caixa em um cenário de recessão.

Os resultados desta pesquisa sinalizam que o regime de caixa não diminui a quantia de tributos a pagar, mas contribui para a manutenção do capital de giro positivo, uma vez que o valor a pagar de tributos, que é uma das despesas mais significativas das empresas, será associado ao montante recebido. Ou seja, primeiro recebe do cliente e depois, paga o respectivo tributo. Logo, este trabalho contribui com a literatura existente por meio do enfoque na melhoria, voltado ao processo de gestão, pois sugere a utilização do regime de caixa para as empresas que possuam vendas a

prazo e taxa de inadimplência altas como alternativa de solução ao problema de escassez de capital de giro. A adoção de estratégias desse tipo, em um cenário de incerteza, faz relevante visto que o ambiente determinado pela crise sanitária, no Brasil, foi determinante para o fechamento de muitas micro e pequenas empresas, o que afetou diretamente o mercado de trabalho brasileiro.

As evidências mostram que a apuração pelo regime de competência sobrecarrega o fluxo de caixa das empresas, uma vez que o valor devido independe do recebimento. Quer dizer que, se a organização não tiver tido nenhum recebimento, mas tiver emitido por exemplo, R\$100.000,00 de notas fiscais referentes a vendas a prazo, terá que pagar os tributos baseados nesse valor, mesmo sem ter dinheiro em caixa.

Como limitação, não foi possível analisar a gestão de capital de giro geral das empresas, sendo que as análises e resultados não consideraram todas as contas a pagar, estoques, se restringindo ao faturamento e valores devidos de tributos que representam uma parcela considerável das contas a pagar, que impactam diretamente no fluxo de caixa corporativo. Tal limitação gera como sugestão para pesquisas futuras, a comparação entre os regimes de apuração de competência e de caixa, considerando todas as contas associadas à gestão de capital de giro. Outro fator se deve a temporalidade tratada no estudo, visto que os dados tratados nesta pesquisa correspondem a informações concedidas por uma micro e pequena empresa que esteve em atividade, no período de 2019 a 2021, tendo entrado em inatividade devido aos entraves derivados da crise Covid-19. Nesse contexto, recomenda-se que sejam

feitas outras pesquisas que tenham como escopo a ampliação do lapso temporal analisado.

REFERÊNCIAS

- Asiri, M., Al-Hadi, A., Taylor, G., & Duong, L. (2020). Is corporate tax avoidance associated with investment efficiency? *The North American Journal of Economics and Finance*, 52(1), 101-143. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101143>
- Bongaerts, D., Mazzola, F., & Wagner, W. (2021). Closed for business: The mortality impact of business closures during the Covid-19 pandemic. *PLoS one*, 16(5), 1-17. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0251373>
- Brasil. (2022). *Definir regime de apuração do Simples Nacional*. Serviços e Informações do Brasil. <https://www.gov.br/pt-br/servicos/definir-regime-de-apuracao-do-simples-nacional>
- Brasil. Presidência da República. Casa Civil. (2006). *Lei Complementar Nº 123, de 14 de dezembro de 2006*. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Casa Civil. Diário Oficial da União, Seção 1, de 15/12/2006, 1. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm
- Carvalho, C. J. D., & Schiozer, R. F. (2012). Gestão de capital de giro: um estudo comparativo entre práticas de empresas brasileiras e britânicas. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(1), 518-543. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552012000400003>
- Diário do Comércio. (2020, Abril 17). *Impacto da crise nos negócios e setores*. Diário do Comércio. <https://diariodocomercio.com.br/opiniao/impacto-da-crise-nos-negocios-e-setores/>
- Fundação Getúlio Vargas. (2021). *O impacto da pandemia de coronavírus nos Pequenos Negócios – 13ª edição* [Apresentação do PowerPoint]. FGV. https://datasebrae.com.br/wp-content/uploads/2020/06/Impacto-coronav%C3%ADrus-13%C2%AAedicao_DIRETORIA-v7.pdf.
- Gregor, S., & Hevner, A. R. (2013). *Positioning and presenting design science research for maximum impact*. *MIS quarterly*, 37(1). <https://doi.org/10.25300/MISQ/2013/37.2.0>
- Haro-Sarango, A., & López-Solís, O. (2022). La sostenibilidad, la utopía de las microempresas: Una evaluación desde la perspectiva financiera. *Revista*

Multidisciplinar do Núcleo de Pesquisa e Extensão (RevNUPE), 2(01), e202201-e202201.
<https://www.revistas.uneb.br/index.php/revnupe/article/view/13304>

IBGE Brasileiro de Geografia e Estatística. (2020). *Pesquisa Pulso Empresa: Impacto da Covid-19 nas empresas*. IBGE.
<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/saude/28291-pesquisa-pulso-empresa-impacto-da-covid-19-nas-empresas.html?=&t=downloads>

Maciel, C. (2022). *Micro e pequenas empresas criaram mais de 70% dos empregos de agosto*. Agência Brasil.
<https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2022-10/micro-e-pequenas-empresas-criaram-mais-de-70-dos-empregos-de-agosto>

Ministério da Economia. (2022). *Mapa de Empresas*. <https://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/mapa-de-empresas/boletins/mapa-de-empresas-boletim-3o-quadrimestre-2022.pdf>

Portal da Indústria. (2022). *Entenda a economia do Brasil, seu contexto, atualidades e perspectiva*. Portal da Indústria.
<https://www.portaldaindustria.com.br/industria-de-a-z/economia/>

Receita Federal do Brasil. (2021). *Solução de Consulta nº 45 – Cosit*. RFB.
<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=116382>

Receita Federal do Brasil. (2022). *O que é o Simples Nacional?*. RFB.
<http://www8.receita.fazenda.gov.br/SimplesNacional/Documentos/Pagina.aspx?id=3>

Rowinski, M. (2022, Março 25). *How Small Businesses Drive The American Economy*. Forbes. <https://www.forbes.com/sites/forbesbusinesscouncil/2022/03/25/how-small-businesses-drive-the-american-economy/?sh=2f095fbb4169>

Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. (2016a). *Sobrevivência das empresas no Brasil*. Sebrae.
<https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/sobrevivencia-das-empresas-no-brasil-102016.pdf>

Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. (2016b). *Capital de giro – Como ele influencia o sucesso dos negócios*. Sebrae.
<https://sebraers.com.br/wp-content/uploads/2017/12/e-book-capital-de-giro.pdf>

Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. (2020). *Pesquisa Sobrevivência das empresas 2020*. Sebrae.
https://drive.google.com/file/d/1w8geGHR_gZpmEoV9iov4kcPSuvbZshTT/view

US Small Business Association. (2021). *Frequently Asked Questions*.
<https://advocacy.sba.gov/wp-content/uploads/2021/12/Small-Business-FAQ-Revised-December-2021.pdf>

CONCLUSÃO GERAL

A presente pesquisa buscou analisar como crises específicas ocorridas no Brasil influenciaram diferentes contextos organizacionais. Nesse sentido, o estudo analisa o impacto das crises Subprime, econômica de 2015/2016 e Covid-19 sobre a distribuição de dividendos de empresas não financeiras, comparativamente a instituições financeiras. Esse cenário aponta diferenças em relação ao processo de gestão de dividendos para empresas e bancos. Os bancos apresentam-se como instituições mais resilientes a períodos recessivos, comparativamente às empresas não financeiras as quais tendem a mitigar a política de *payout* frente a contextos de crise.

Mediante o propósito de se estudar diferentes cenários organizacionais e a possíveis práticas de gestão que, em período recessivo, pode influenciar a tomada de decisão, dentro de uma organização, esse estudo se dedica a verificar a forma como a presença feminina, no Conselho de Administração das empresas, em contextos recessivos, evidenciados pela recessão econômica de 2015/2016 e a crise Covid-19, pode influenciar os dividendos das empresas. Evidencia-se a relevância das mulheres no processo de gestão das empresas, visto que a presença de mulheres no conselho pode determinar um aumento da aversão ao risco, o que se atrela a uma tendência de mitigação do *payout*. O cenário recessivo, por sua vez, pode determinar a adoção de estratégias, pelas empresas, as quais podem objetivar sinalizar ao mercado solidez financeira, em períodos de turbulência, por meio da manutenção do pagamento de dividendos. Outra estratégia adotada pelas empresas se refere a redução do *payout*

como forma de se proteger em relação ao contexto de incerteza evidenciado pelo período de crise.

O estudo finaliza com a apresentação de um artigo tecnológico que se propõe a evidenciar uma melhor estratégia de gestão para micro e pequenas empresas, em um período de recessão econômica. Nesse contexto, dada a nocividade da Covid-19 para as micro e pequenas empresas brasileiras, o estudo aponta que, frente a esse cenário, a gestão de micro e pequenas empresas deve estar voltada às medidas que possam corroborar com a retenção de recursos com vistas a melhorar a performance dessas instituições em cenários de incerteza.

Por fim, destaca-se que os diferentes contextos analisados, nesta pesquisa, evidenciam limitações as quais estão vinculadas por vezes ao lapso temporal utilizado e a consecução de dados que poderiam ampliar as discussões sobre as temáticas tratadas atreladas aos possíveis efeitos de crises sobre os dividendos de empresas não financeiras e instituições bancárias; efeitos da presença de mulheres no Conselho de Administração sobre o pagamento de dividendos no contexto de crises econômicas; e estratégias da manutenção do fluxo de caixa direcionadas a micro e pequenas empresas em contexto de crise.

Faz-se relevante destacar que houveram limitações encontradas no processo de desenvolvimento dos estudos que integram esse trabalho. Uma das limitações relaciona-se à ausência de métricas disponíveis que sejam comuns a instituições financeiras e as empresas não financeiras, capazes de melhorar a comparação entre essas instituições. Outra limitação refere-se ao curto lapso temporal evidenciado pelas recessões ocorridas no país e analisadas, na pesquisa o que termina por inviabilizar

a verificação da existência de um ponto um número ótimo referente a quantidade de mulheres presentes no Conselho de Administração que podem afetar o pagamento de proventos pelas empresas. Por fim, outro aspecto limitante, em relação ao trabalho, vincula-se à impossibilidade de analisar a gestão de capital de giro geral da micro e pequena empresa, visto que as análises e resultados não consideraram todas as contas a pagar, estoques, se restringindo ao faturamento e valores devidos de tributos que representam uma parcela considerável das contas a pagar, que impactam diretamente no fluxo de caixa corporativo.

Por fim, o trabalho evidencia-se como um estudo relevante para a literatura sobre a gestão financeira de diferentes tipos de organizações em momentos de crise. Nesse sentido, o estudo permite demonstrar importantes *insights* para agentes econômicos internos e externos, a essas instituições, com vistas a mitigar possíveis assimetrias informacionais, derivadas de conflitos de agência, que possam ser exacerbadas em períodos de recessões econômicas.