

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS - PCO
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTROLADORIA

PABLO SANDU

**A INFLUÊNCIA DAS MUDANÇAS DE GOVERNO SOBRE A DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS NA PETROBRAS S.A.**

Maringá

2025

PABLO SANDU

**A INFLUÊNCIA DAS MUDANÇAS DE GOVERNO SOBRE A DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS NA PETROBRAS S.A.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, área de concentração Controladoria, da Universidade Estadual de Maringá como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Controladoria

Linha de Pesquisa: Contabilidade para Usuários Externos

Orientadora: Profa. Dra. Joyce Menezes da Fonseca Tonin

Coorientador: Prof. Dr. Vagner Alves Arantes

Maringá

2025

Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)
(Biblioteca Central - UEM, Maringá - PR, Brasil)

S221i

Sandu, Pablo

A influência das mudanças de governo sobre a distribuição de dividendos na Petrobrás S.A. / Pablo Sandu. -- Maringá, PR, 2025.
74 f. : il. color., figs., tabs.

Orientadora: Profa. Dra. Joyce Menezes da Fonseca Tonin.

Coorientador: Prof. Dr. Vagner Alves Arantes.

Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Maringá, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2025.

1. Petrobras. 2. Dividendos. 3. Governo. 4. Empresas Estatais. I. Tonin, Joyce Menezes da Fonseca, orient. II. Arantes, Vagner Alves, coorient. III. Universidade Estadual de Maringá. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. IV. Título.

CDD 23.ed. 657.835

ATA DE DEFESA PÚBLICA

Aos vinte e nove dias do mês de agosto do ano de dois mil e vinte e cinco, às 13h30min., no Bloco B-12, sala 010, realizou-se, no *Campus* Sede da Universidade Estadual de Maringá, a Defesa Pública da Dissertação de Mestrado, sob o título: “A Influência das Mudanças de Governo Sobre a Distribuição de Dividendos na Petrobras S.A.”, de autoria de Pablo Sandu, aluno do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – Mestrado – Área de Concentração: Controladoria - Linha de pesquisa em Contabilidade para Usuários Externos. A Banca Examinadora foi composta pelos professores:

Membros da Banca	Função	IES
Prof. ^a Dr. ^a Joyce Menezes da Fonseca Tonin	Presidente	PCO/UEM
Prof. Dr. Vagner Alves Arantes	Coorientador	UFV
Prof. ^a Dr. ^a Kelly Cristina Mucio Marques	Examinadora	PCO/UEM
Prof. ^a Dr. ^a Silvia Consoni	Examinadora Convidada	UFPR

Concluídos os trabalhos de apresentação e arguição, o aluno foi **APROVADO** pela Banca Examinadora. A validação da aprovação na Defesa Pública está condicionada à aluna apresentar a versão definitiva da Dissertação, no prazo de 30 (trinta) dias, de acordo com Art. 64 da Resolução nº 044/2023-CI/CSA, para a expedição do Diploma de Mestre. Para constar, a presente Ata foi lavrada e assinada pelo Coordenador do Programa e pelos membros da Banca Examinadora.

Maringá Pr., 29 de agosto de 2025.

Documento assinado digitalmente
gov.br JOYCE MENEZES DA FONSECA TONIN
Data: 08/09/2025 15:32:49-0300
Verifique em <https://validar.itu.gov.br>

Prof.^a Dr.^a Joyce Menezes da Fonseca Tonin
(Presidente)

Documento assinado digitalmente
gov.br VAGNER ALVES ARANTES
Data: 04/09/2025 15:06:48-0300
Verifique em <https://validar.itu.gov.br>

Prof. Dr. Vagner Alves Arantes
(Coorientador)

Prof.^a Dr.^a Kelly Cristina Mucio Marques
(Examinadora)

Documento assinado digitalmente
gov.br SILVIA CONSONI
Data: 05/09/2025 10:28:39-0300
Verifique em <https://validar.itu.gov.br>

Prof.^a Dr.^a Silvia Consoni
(Examinadora Convidada – UFPR)


PROF. DR. ROMILDO DE OLIVEIRA MORAES
Coordenador do PCO/UEM

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho à minha querida mãe, Eliete Cardoso de Sousa, que com muita batalha me proporcionou uma vida digna, ensinando-me com seu exemplo o verdadeiro valor do esforço, da honestidade e da perseverança. Sua força, carinho e fé sempre foram o alicerce da minha caminhada, mesmo nos momentos mais difíceis. Esta conquista é, antes de tudo, um reflexo do amor e da coragem que sempre vi em você.

AGRADECIMENTOS

A realização deste trabalho não seria possível sem o apoio e a colaboração de diversas pessoas e instituições, às quais expresso minha mais sincera gratidão.

Agradeço, em primeiro lugar, a Deus. Em meio aos desafios, às incertezas e ao cansaço, foi a fé que me guiou e renovou minhas forças.

Ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PCO) da Universidade Estadual de Maringá, pela oportunidade de formação acadêmica em alto nível e pelo ambiente de excelência científica proporcionado ao longo desta jornada.

À minha orientadora, Profa. Dra. Joyce Menezes da Fonseca Tonin, agradeço imensamente pela orientação segura, pela escuta atenta, pela paciência e pelas contribuições valiosas que nortearam cada etapa deste trabalho. Seu compromisso com a pesquisa e com a formação de seus orientandos foi fundamental para a concretização deste projeto. Ao Prof. Dr. Vagner Alves Arantes, meu coorientador, agradeço pelo apoio criterioso, pelas sugestões valiosas e por sempre estar disposto a contribuir com sua experiência e olhar crítico. Sua participação foi essencial para o amadurecimento deste trabalho e para que cada etapa fosse cumprida com qualidade e responsabilidade.

Aos professores do Programa, pela dedicação, pelas contribuições valiosas nas disciplinas e pelas reflexões que ampliaram minha visão crítica sobre a contabilidade e suas interfaces com a realidade social e econômica.

Às professoras da banca examinadora, cujas valiosas contribuições e observações enriqueceram imensamente este trabalho.

Aos colegas da Turma 10, pelo companheirismo, pelas trocas de conhecimento e pelo apoio mútuo nos desafios enfrentados ao longo do curso. Levo comigo não apenas aprendizados, mas também amizades que marcam para sempre esta etapa da minha vida.

Aos colaboradores do Bloco B12, que, com profissionalismo e cordialidade, sempre estiveram dispostos a auxiliar, contribuindo para o bom andamento das atividades acadêmicas e administrativas.

A todos, minha mais profunda gratidão.

“A coragem não é a ausência do medo, mas
a decisão de que algo é mais importante que
o medo”

Ambrose Redmoon

“Tudo parece impossível até que seja feito”

Nelson Mandela

Sandu, P. (2025). *A Influência das mudanças de governo sobre a distribuição de dividendos da Petrobras S.A.* Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade Estadual de Maringá, Maringá, PR, Brasil.

RESUMO

Este estudo investiga a influência das mudanças de governo sobre a distribuição de dividendos da Petrobras S.A., considerando implicações econômicas, políticas e de governança corporativa no período de 2010 a 2022. A pesquisa adota abordagem quantitativa e documental, utilizando dados financeiros, contábeis e textuais extraídos dos relatórios anuais da companhia, complementados por métricas de análise de sentimentos (zPSentiment) e risco político (PRisk). As variáveis independentes contemplam indicadores como orientação política do governo, resultado operacional (EBITDA), despesas de capital (CAPEX), valuation, disponibilidades financeiras, capitalização de mercado e margem líquida. Os resultados demonstram que a orientação política do governo exerce influência significativa sobre a distribuição de dividendos da estatal. Governos de centro-esquerda priorizaram a retenção de lucros para financiar investimentos estratégicos e políticas públicas, enquanto administrações liberais ou de direita adotaram estratégias voltadas à maximização da remuneração ao acionista, com maior *payout*. A análise econométrica evidencia ainda que aumentos na percepção de risco político (PRisk) e sentimentos negativos nos relatórios de administração tendem a reduzir a probabilidade e o volume de dividendos distribuídos. A pesquisa contribui para a literatura ao integrar aspectos políticos, econômicos e comunicacionais na análise de decisões corporativas de uma empresa de capital misto, oferecendo subsídios para investidores, formuladores de políticas e gestores compreenderem os desafios de conciliar interesses públicos e privados no mercado de capitais.

Palavras-chave: Petrobras. Dividendos. Governo. Empresas Estatais.

Sandu, P. (2025). *The Influence of Government Changes on the Distribution of Dividends by Petrobras S.A.* Master's Dissertation in Accounting Sciences, State University of Maringá, Maringá, PR, Brazil.

ABSTRACT

This study investigates the influence of changes in government on Petrobras S.A.'s dividend distribution, considering economic, political, and corporate governance implications from 2010 to 2022. The research adopts a quantitative and documentary approach, using financial, accounting, and textual data extracted from the company's annual reports, complemented by sentiment analysis (zPSentiment) and political risk (PRisk) metrics. The independent variables include indicators such as the government's political orientation, operating income (EBITDA), capital expenditures (CAPEX), valuation, cash and cash equivalents, market capitalization, and net margin. The results demonstrate that the government's political orientation exerts a significant influence on the state-owned company's dividend distribution. Center-left governments prioritized profit retention to finance strategic investments and public policies, while liberal or right-wing administrations adopted strategies aimed at maximizing shareholder remuneration, with higher payouts. The econometric analysis also shows that increases in the perception of political risk (PRisk) and negative sentiment in management reports tend to reduce the likelihood and volume of dividends distributed. The research contributes to the literature by integrating political, economic, and communicational aspects into the analysis of corporate decisions of a mixed-capital company, providing insights for investors, policymakers, and managers to understand the challenges of reconciling public and private interests in the capital markets.

Key-words: Petrobras. Dividends. Government. State-owned enterprises.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Esquema Metodológico da Pesquisa.....	31
Figura 2 - Nuvem de palavras geral.....	41
Figura 3 - Nuvem de palavras com sentimentos positivos.....	42
Figura 4 - Nuvem de palavras com sentimentos negativos.....	42
Figura 5 - Nuvem de palavras com termos associados a risco e incertezas.....	43
Figura 6 - Nuvem de palavras com termos neutros associados a empresas de capital aberto.....	46

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Metodologia de Cálculo do Lucro Líquido Ajustado.....	26
Tabela 2 – Operacionalização das Variáveis do Modelo Econométrico.....	35
Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis.....	38
Tabela 4 – Matriz de correlação.....	39
Tabela 5 – Teste de raiz unitária.....	45
Tabela 6 – Modelos econométricos.....	46

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Brasil, Bolsa e Balcão
CAPEX	Capital Expenditure
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
IR	Imposto de Renda
IRRF	Imposto de Renda Retido na Fonte
JSCP	Juros Sobre Capital Próprio
LLA	Lucro Líquido Ajustado
LSA	Lei das Sociedades por Ações
PETROBRAS	Petróleo Brasileiro S.A.
PIB	Produto Interno Bruto
PT	Partido dos Trabalhadores

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA	13
1.2	OBJETIVO DA PESQUISA.....	17
1.3	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA.....	17
1.4	DELIMITAÇÃO DA PESQUISA.....	18
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO.....	19
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	20
2.1	INFLUÊNCIAS GOVERNAMENTAIS SOBRE AS EMPRESAS ESTATAIS.....	20
2.2	DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS.....	22
2.2.1	Legislação sobre dividendos no Brasil.....	25
2.3	INFLUÊNCIA DOS ACIONISTAS CONTROLADORES NA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS.....	27
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	31
3.1	ABORDAGEM METODOLÓGICA.....	31
3.2	AMOSTRA E PERÍODO DE ANÁLISE.....	32
3.3	PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS.....	33
3.4	ANÁLISE QUANTITATIVA	34
4	RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	38
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA.....	38
4.2	ANÁLISE DE SENTIMENTOS DOS RELATÓRIOS DA PETROBRAS.....	40
4.3	ANÁLISE INFERENCIAL	44
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	49
5.1	DISCUSSÃO GERAL.....	49
5.2	IMPLICAÇÕES TEÓRICAS.....	50
5.3	IMPLICAÇÕES PARA A GESTÃO.....	52
5.4	LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS.....	52
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	54
	APÊNDICES	63

1 INTRODUÇÃO

O presente estudo tem por objetivo investigar a influência das mudanças de governo sobre a distribuição de dividendos na Petrobras S.A. Desta forma, este capítulo apresenta a contextualização do problema, a questão central que norteia o estudo, seu objetivo, justificativas e contribuições da pesquisa, bem como delimitações e estrutura do trabalho.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

Os conflitos entre a busca pela lucratividade e a execução de políticas públicas no âmbito das empresas estatais constituem um tema amplamente debatido na literatura. Essas empresas tendem a sofrer transformações significativas em períodos de mudanças de governo, especialmente quando há alternância no alinhamento político das novas administrações. Nessas circunstâncias, a composição da alta gestão das estatais pode ser alterada para refletir os interesses e diretrizes dos novos gestores públicos (Guimarães e Silva, 2019). Tal dinâmica evidencia a tensão permanente entre os objetivos econômicos e as finalidades sociais atribuídas às empresas estatais.

Nesse sentido, as empresas estatais enfrentam o desafio de desempenhar um duplo papel: atender aos interesses do governo e satisfazer os acionistas privados. O governo pode utilizar essas empresas como instrumentos de políticas públicas para alcançar objetivos socioeconômicos, como a promoção do desenvolvimento regional, a manutenção de empregos e o controle de preços estratégicos (Paz, 2015). Em contraste, os acionistas privados buscam retornos financeiros robustos, exigindo eficiência operacional, lucratividade e distribuição de dividendos atrativos (Megginson & Netter, 2001). Esse dilema pode gerar conflitos em que os objetivos sociais do governo se contrapõem às expectativas de retorno financeiro dos investidores.

Os governos com diferentes posicionamentos políticos têm objetivos variados. Como acionista controlador das empresas estatais, o Estado às vezes alinha seus interesses com os dos investidores privados, garantindo um fluxo constante de pagamento de dividendos, por exemplo (Anderson et al., 2008). Por outro lado, há situações em que o governo tenta conciliar seus interesses com os dos usuários dos serviços públicos, o que pode comprometer a maximização dos lucros das empresas e investidores privados (Bartram et al., 2012). Desta forma, diante da existência de capital misto nas empresas estatais, os investidores privados que valorizam a

distribuição de dividendos podem ser afetados por mudanças no governo e nas pessoas que estão no topo da administração das empresas.

Assim, a configuração do capital misto das empresas estatais coloca essas organizações em uma posição única, pois equilibra os interesses públicos e privados, gerando potenciais conflitos entre acionista controlador e acionistas minoritários (Leite et al., 2016). Desse modo, interferências governamentais podem levar às estatais a tomarem decisões que priorizem os interesses do acionista majoritário em detrimento dos interesses dos demais investidores.

Historicamente, nas empresas estatais brasileiras, há uma presença marcante de conflitos de interesses, envolvendo os acionistas majoritários e os acionistas minoritários (Procianoy, 1994). Desse modo, quando os gestores das estatais optam por reter os lucros em vez de distribuí-los, surgem conflitos de interesses nas organizações. Essa decisão pode ser motivada por interesses pessoais, permitindo-lhes evitar a disciplina imposta pelo mercado e buscar vantagens próprias (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Os conflitos de interesses surgem, por exemplo, quando os gestores das empresas estatais tomam decisões financeiras que podem não estar alinhadas com os interesses de determinados acionistas. Entre essas decisões, destaca-se a política de distribuição de dividendos, que envolve determinar o percentual do lucro líquido a ser distribuído aos investidores e o montante a ser retido para reinvestimento na organização. Esta política é crucial, pois afeta diretamente o retorno dos acionistas e o crescimento futuro da empresa (Ross et al., 2002).

No Brasil, as empresas estatais têm grande relevância, além de historicamente estar entre as empresas mais importantes listadas na bolsa de valores brasileira (Guimarães e Silva, 2019). Desse modo, as empresas estatais, se somadas, correspondem a aproximadamente 20% do valor de mercado das ações negociadas no Brasil, Bolsa e Balcão (B3). Esse percentual é relevante aos investidores que buscam diversificar seus portfólios de ativos no país (Vitoria et al., 2020). As estatais brasileiras atuam em diversos setores essenciais, como bens de consumo, serviços públicos e serviços financeiros, refletindo sua presença significativa e diversificada na economia nacional.

Nesse contexto de empresas estatais brasileira, encontra-se a Petrobras, oficialmente Petróleo Brasileiro S.A., sociedade de economia mista de petróleo e gás fundada no ano de 1953, com controle majoritário da União, que desempenha um papel fundamental na economia brasileira, sendo uma das maiores empresas de energia da América Latina.

A composição acionária da Petrobras é marcada por uma estrutura mista, na qual o governo brasileiro exerce o controle majoritário por meio de ações ordinárias, o que lhe garante

poder de decisão sobre a empresa. Embora a União detenha a maioria das ações com direito a voto, uma parte significativa do capital social da Petrobras está nas mãos de acionistas privados, tanto nacionais quanto estrangeiros, que possuem ações preferenciais, sem direito a voto, mas com prioridade na distribuição de dividendos (Petrobras, 2023). A literatura sobre interferências que podem ocorrer dentro da Petrobras S.A. mostra evidências que decisões políticas, como o controle dos preços dos combustíveis, podem comprometer a lucratividade e afetar negativamente o valor das ações, gerando insatisfação entre os acionistas (Bortolotti & Faccio, 2009; Lazzarini & Musacchio, 2018).

Quando ocorrem mudanças no governo federal, é comum que haja também alterações significativas na gestão da Petrobras, uma vez que a União é a acionista controladora da companhia e possui influência direta sobre a nomeação dos principais cargos da alta administração. Essa dinâmica reforça o caráter estatal da empresa e evidencia sua vulnerabilidade a interferências político-institucionais, o que pode impactar diretamente sua estratégia corporativa e seu desempenho econômico. Segundo Fontes-Filho (2018), as trocas de governo costumam repercutir sobre o comando das empresas estatais, alterando diretrizes de atuação, modelos de governança e políticas de preços, sobretudo em períodos de maior instabilidade política.

As mudanças de governo no Brasil têm historicamente gerado impactos significativos na política econômica e social do país. A alternância de poder entre diferentes partidos e posicionamentos políticos tem influenciado diretamente a formulação de políticas públicas e a implementação de reformas estruturais. A transição do governo de Luiz Inácio Lula da Silva (2003–2010) para o de Dilma Rousseff (2011–2016) representou a continuidade das políticas de inclusão social, conforme apontado por Moraes (2020). No entanto, entre 2014 e 2017, o Brasil enfrentou uma grave crise econômica, resultante de choques de oferta e demanda, além de erros na condução da política econômica, conforme analisa Filho (2017). A ascensão de Michel Temer (2016-2018) e posteriormente de Jair Bolsonaro (2019-2022) sinalizou um retorno a políticas mais liberais e de austeridade fiscal (Fonseca e Silva, 2020). Essas mudanças têm efeitos profundos sobre o ambiente de negócios, investimentos estrangeiros e a confiança dos mercados, refletindo a volatilidade política que caracteriza o cenário brasileiro.

Os governos, independentemente de seus posicionamentos políticos, têm utilizado a Petrobras como uma ferramenta estratégica para alcançar objetivos políticos e econômicos. Por exemplo, durante o período de governo de Luiz Inácio Lula da Silva (2003 a 2010) e Dilma Rousseff (2011 a 2016), houve uma ênfase em utilizar a Petrobras para promover políticas de desenvolvimento social e econômico, incluindo a ampliação dos investimentos em

infraestrutura e a manutenção de preços controlados para combustíveis (Musacchio & Lazzarini, 2014). Desse modo, no fim do mandato do governo Dilma Rousseff, a Petrobras possuía US\$56 bilhões em valor de mercado (Companies Market Cap, 2025).

Em contraste, a administração de Michel Temer (2016-2018) e Jair Bolsonaro (2019-2022) focou em uma abordagem mais liberal, promovendo a desestatização e a venda de ativos da empresa para reduzir a dívida e aumentar a eficiência operacional. Essas intervenções políticas impactam diretamente a governança, a estratégia de investimentos e a política de preços da Petrobras, influenciando seu desempenho e sustentabilidade a longo prazo (Fonseca e Silva, 2020). No fim do mandato do governo Jair Messias Bolsonaro, a Petrobras possuía US\$69,4 bilhões em valor de mercado (Companies Market Cap, 2025).

As oscilações no valor de mercado de empresas estatais, como a Petrobras, estão frequentemente associadas às decisões governamentais que afetam diretamente seu desempenho econômico e sua percepção junto aos investidores. Segundo Fidalgo (2012), as empresas estatais, por estarem vinculadas ao poder público, estão sujeitas a interferências governamentais que, muitas vezes, extrapolam os critérios técnicos e de gestão empresarial, atendendo a interesses políticos ou eleitorais. Essas interferências podem ocorrer na definição de políticas de preços, na nomeação de cargos estratégicos, na política de investimentos e dividendos, e na adoção de ações que não consideram a sustentabilidade financeira da organização. Tal prática pode comprometer a eficiência, a transparência e a geração de valor para os acionistas, principalmente quando há alternância no comando político, com mudanças na orientação política.

Recentemente, em maio de 2024, durante a apresentação dos resultados financeiros do quarto trimestre de 2023, a empresa anunciou que não iria distribuir dividendos extraordinários aos acionistas, ou seja, não iria pagar valores além do mínimo previsto em seu estatuto social. A decisão, tomada pelo conselho de administração, atendeu a um pedido do presidente Lula, contrariando avaliações técnicas de grande parte dos diretores e conselheiros da empresa, incluindo o próprio presidente à época, Jean Paul Prates, ficando demonstrada a influência exercida pelo governo à época sobre a gestão da estatal. Como consequência, em apenas um dia, a Petrobras perdeu 56 bilhões de reais em valor de mercado (Veja Negócios, 2024).

Nesse sentido, segundo Fontes-Filho (2018), a influência do sistema político nas estratégias e ações das sociedades de economia mista são consideradas “muito alta”. Assim, este estudo procura responder à seguinte questão de pesquisa: **Qual a influência dos diferentes governos na distribuição de dividendos da Petrobras?**

1.2 OBJETIVO DA PESQUISA

Para responder à questão de pesquisa, o objetivo do estudo consiste em analisar o efeito dos diferentes governos na distribuição de dividendos da Petrobras, especialmente quando o sucessor possui posicionamentos políticos diferentes do antecessor. Para tanto, adota-se como horizonte de análise o período de 2010 a 2022.

1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA

Apesar da relevância do tema, observa-se uma lacuna na literatura científica brasileira quanto à análise empírica e sistematizada dos efeitos das influências exercidas pelo governo sobre as empresas estatais (Paz, 2015). Estudos existentes muitas vezes abordam o tema de forma descritiva ou limitada a períodos específicos, sem explorar de maneira aprofundada as consequências de longo prazo dessas intervenções. Ademais, há carência de pesquisas que conciliem aspectos econômicos, políticos e contábeis, especialmente no contexto das grandes estatais brasileiras, como a Petrobras, à luz de diferentes ciclos governamentais. Essa lacuna evidencia a necessidade de investigações que abordem de forma crítica e interdisciplinar o impacto da ingerência política sobre a autonomia, a rentabilidade e a transparência dessas organizações.

A escolha da Petrobras se justifica pela importância que ela exerce no Brasil. Em 2023, a receita de vendas da empresa foi de R\$511,9 bilhões, representando cerca de 4,7% do Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil (Petrobras, 2023). No que se refere ao mercado de capitais, a Petrobras possui uma presença significativa na B3, sendo uma das empresas mais valiosas e negociadas no mercado acionário. Em 2023, as ações da Petrobras (PETR3 e PETR4) representavam cerca de 12% do índice Ibovespa, o principal indicador de desempenho das ações negociadas na B3. Além disso, a capitalização de mercado da empresa ultrapassou R\$ 450 bilhões, destacando-se como uma das líderes em termos de valor de mercado no Brasil (B3, 2023).

A importância da Petrobras se reflete também na geração de valor social. No ano de 2023, a contribuição de suas operações na arrecadação de tributos federais somou R\$183,7 bilhões. No mesmo ano, a parcela de remuneração aos acionistas da sociedade foi de R\$125,2 bilhões. No que se refere à remuneração e os benefícios relativos a pessoal e administradores, o montante anual foi de R\$34,9 bilhões, e para instituições financeiras e fornecedores foi de R\$35,0 bilhões (Petrobras, 2023).

Esta pesquisa oferece uma importante contribuição ao investigar a influência exercida pelos governos na distribuição de dividendos da Petrobras e suas implicações no mercado de capitais. Ao ser uma empresa de economia mista, a Petrobras está sujeita a interesses governamentais que podem afetar suas decisões de distribuição de resultados, especialmente em momentos em que o governo busca maximizar receitas ou atender demandas sociais (Fontes-Filho, 2018).

O estudo examina como mudanças nas administrações políticas impactam a distribuição de dividendos, ora priorizando o aumento da distribuição dividendos para atender os investidores, ora restringindo-a para reter capital e fomentar investimentos estratégicos, contribuindo para o debate sobre o alinhamento entre os interesses públicos e privados no contexto de empresas de controle estatal no mercado de capitais.

Ademais, este estudo também tem impactos sociais, pois analisar se os governos exercem influências sobre empresas estatais são relevantes para o mercado de capitais brasileiro. A presença dessas interferências pode afetar negativamente o valor de mercado das sociedades de economia mista e dificultar a captação de recursos externos. Isso ocorre porque a possibilidade de os controladores tomarem decisões em detrimento dos acionistas minoritários gera incertezas, levando investidores externos a hesitarem em aplicar seus recursos nessas empresas (Procianoy, 1994; Leal, 2004; Silveira et al., 2008).

1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Este estudo se delimita à análise da influência das mudanças de governo federal sobre a distribuição de dividendos da Petrobras, considerando o período de 2010 a 2022, que abrange os mandatos dos presidentes Luiz Inácio Lula da Silva, Dilma Rousseff, Michel Temer e Jair Bolsonaro. A pesquisa tem como foco uma única empresa estatal — a Petrobras — por sua relevância econômica e simbólica no cenário brasileiro, o que implica que os resultados obtidos não podem ser generalizados automaticamente para outras estatais.

A abordagem metodológica foi quantitativa e documental, com análise de dados financeiros e contábeis, extraídos dos relatórios anuais da Petrobras, além da utilização de modelos estatísticos para medir o comportamento da distribuição de dividendos em diferentes ciclos políticos. A análise foi complementada com interpretação de documentos oficiais e relatórios narrativos.

O estudo também se restringe a variáveis relacionadas à distribuição de dividendos, rentabilidade, estrutura de capital e composição acionária da empresa, não abrangendo outras

dimensões estratégicas ou operacionais da Petrobras. Por fim, as análises não incluem eventos de 2023 em diante, tampouco previsões futuras.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Além desta introdução, este trabalho está estruturado em mais quatro seções. A segunda seção abordará a plataforma teórica que fundamenta o presente trabalho. Os procedimentos metodológicos serão tratados na terceira seção, na qual também serão apresentados o processo detalhado para atingir o objetivo da pesquisa. A quarta seção será destinada para a apresentação e discussão dos resultados. Por fim, na quinta seção são apresentadas as considerações finais, implicações teóricas, implicações para a gestão, limitações e sugestões de pesquisa futura.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo são abordados os temas essenciais para o desenvolvimento desta pesquisa, a compreensão dos resultados e a fundamentação das análises e discussões. O capítulo está dividido em três seções principais.

Na primeira seção, são apresentados os aspectos conceituais relacionados às influências governamentais sobre as empresas estatais. São abordadas as diferentes formas de intervenção estatal, as implicações da presença de acionistas controladores públicos e os potenciais conflitos decorrentes dessa estrutura.

Na segunda seção, são apresentados os aspectos conceituais relacionados à distribuição de dividendos, incluindo os diferentes tipos de políticas de dividendos e os fatores determinantes para sua definição. Além disso, são destacadas as disposições legais referentes à distribuição de dividendos no Brasil

Na terceira seção, são apresentados aspectos conceituais sobre os conflitos de interesses no âmbito da distribuição de dividendos, além das evidências encontradas pela literatura acerca dessa temática. Além disso, são discutidos os estudos recentes que se assemelham à presente pesquisa, detalhando seus objetivos, a metodologia utilizada e os principais resultados obtidos.

2.1 INFLUÊNCIAS GOVERNAMENTAIS SOBRE AS EMPRESAS ESTATAIS

As empresas estatais constituem um gênero composto por duas espécies principais: as empresas públicas e as sociedades de economia mista. De acordo com Tácito (2005), essas entidades possuem natureza jurídica de direito privado, porém com substrato e finalidade pública. Por essa razão, o objetivo lucrativo, característico das empresas privadas, é relativizado nas estatais, cedendo espaço à consecução de finalidades de interesse coletivo. Assim, o lucro obtido pelas sociedades de economia mista pode ser uma consequência natural das atividades desempenhadas, mas não configura o fundamento essencial de sua existência (Ribeiro, 1998).

Segundo Pinto Júnior (2010), as empresas estatais frequentemente são alvo de críticas quanto à sua eficiência, especialmente devido à indefinição de objetivos e à vulnerabilidade às influências político-partidárias. Todavia, o autor argumenta que é equivocado avaliar os resultados dessas entidades com base em critérios próprios da iniciativa privada, pois sua prioridade deve recair sobre a implementação de políticas públicas, ainda que em detrimento da maximização dos lucros.

Por outro lado, Grau (1984) defende a possibilidade de conciliação entre a busca por resultados financeiros positivos e os interesses públicos que motivaram a criação da estatal. Para o autor, essas empresas não devem operar de forma deficitária, sobretudo quando atuam em setores econômicos sob regime de concorrência ou de monopólio. Nesses casos, é legítimo — e até recomendável — que adotem uma gestão orientada para a obtenção de lucro.

Dessa forma, conclui-se que o objetivo primordial das empresas estatais não é a maximização do lucro, mas sim a realização do interesse público, por meio das atividades desempenhadas e do apoio à efetivação de políticas públicas. No entanto, a busca por alguma rentabilidade não deve ser descartada, desde que não comprometa sua finalidade institucional (Santos & Oliveira, 2018).

De acordo com Pinto Júnior (2009), a ausência de mecanismos eficazes de controle estatal, aliada à concessão irrestrita de autonomia gerencial, pode resultar no afastamento das empresas estatais de suas finalidades institucionais voltadas às políticas públicas, colocando-as, por vezes, a serviço de interesses particulares em detrimento do interesse coletivo. Nesse sentido, eventuais intervenções de órgãos da Administração Pública com o propósito de alinhar a atuação dessas entidades aos objetivos públicos não configuram afronta à sua autonomia funcional, mas representam, na verdade, uma decorrência lógica de sua natureza jurídica e de sua vinculação ao interesse público.

Porém, segundo Fidalgo (2012), as empresas estatais são utilizadas para atender objetivos políticos não relacionados com os interesses da sociedade. Nesse sentido, para Shleifer e Vishny (1994), a ineficiência das empresas estatais são resultados de pressões políticas dos políticos que as controlam.

No contexto brasileiro, as empresas estatais são utilizadas como instrumento de composição de interesses entre os Poderes Executivo e Legislativo, por meio da distribuição de cargos de direção a partidos políticos, sem a devida preocupação com a qualificação técnica e a qualidade da gestão dessas entidades. Tal prática evidencia a vulnerabilidade das estatais a influências políticas, as quais nem sempre se traduzem em ações voltadas exclusivamente ao atendimento do interesse público (Fidalgo, 2012).

A atuação das empresas estatais no Brasil tem sido frequentemente moldada pelas influências diretas e indiretas dos ciclos governamentais. Tais organizações, embora revestidas de natureza jurídica de direito privado, estão sujeitas à lógica política da administração pública, o que compromete, em muitos casos, sua autonomia decisória e desempenho operacional (Motta et. al, 2020). As interferências políticas manifestam-se especialmente nas decisões estratégicas,

como a definição de preços, a composição da diretoria e a distribuição de dividendos, refletindo os interesses políticos dos grupos governantes (Lucchesi, Oliveira & Souza, 2025).

A literatura aponta que mudanças no comando do Executivo Federal resultam em variações significativas nos indicadores econômico-financeiros das estatais, evidenciando uma correlação entre alternância de poder e volatilidade institucional (Kozlovsky, 2023). Nesse sentido, Schmidt et al. (2020) demonstraram, por meio de estudos de eventos, que eleições presidenciais impactam os retornos anormais das ações de empresas estatais listadas na bolsa, como Petrobras, Banco do Brasil e Eletrobras, sendo este um indício da sensibilidade do mercado à orientação política do novo governo.

Ademais, mesmo com o advento da Lei das Estatais, cuja finalidade é mitigar os riscos de ingerência indevida e assegurar padrões mínimos de governança, ainda se verificam desafios substanciais na prática (Motta et al., 2020). A dualidade entre a busca pela eficiência econômico-financeira e a execução de políticas públicas torna a gestão dessas empresas um campo de constante tensão entre *accountability* e funcionalidade política.

Segundo Kozlovsky (2023), o desempenho financeiro das maiores estatais brasileiras oscila conforme o alinhamento político entre a alta administração das empresas e o grupo político no poder. Essa constatação reforça a hipótese de que as decisões corporativas em tais entidades são fortemente condicionadas pelos contextos políticos e institucionais vigentes. Desse modo, a literatura sugere que o desafio não reside apenas em evitar interferências, mas sim em garantir que a atuação governamental esteja ancorada em critérios técnicos, objetivos e transparentes, alinhados ao interesse público e à sustentabilidade corporativa (Schmidt et al., 2020; Lucchesi et al., 2025).

2.2 DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

As sociedades por ações ou sociedades anônimas, caracterizam-se e são denominadas dessa forma por apresentarem capitais sociais fracionados. Assim, a menor fração dos capitais sociais dessas empresas são as ações, que correspondem a valores mobiliários ou títulos patrimoniais. Essas ações conferem aos seus titulares (acionistas) direitos e deveres semelhantes aos dos sócios (Comissão de Valores Mobiliários, 2014).

As ações podem ser divididas em duas categorias principais: Ações Ordinárias (ON) e Ações Preferenciais (PN). As ações ordinárias garantem aos seus titulares o direito de voto em assembleias e a participação nos lucros da empresa por meio de dividendos. Em contraste, as ações preferenciais não oferecem direito de voto, mas proporcionam certas vantagens

econômicas, como a prioridade no recebimento de dividendos, em comparação às ações ordinárias (Assaf Neto, 2007; Comissão de Valores Mobiliários, 2014).

Os lucros auferidos pelas sociedades podem ser distribuídos aos investidores por meio de dividendos, juros sobre o capital próprio ou uma combinação de ambos. Desde 1996, os dividendos são isentos de tributação, enquanto os juros sobre o capital próprio são tributados no nível do acionista e dedutíveis, dentro de certos limites, do imposto de renda da empresa (Boulton, Braga-Alves, & Shastri, 2012; Zagonel, Terra, & Pasuch, 2018).

O dividendo é uma parcela do lucro líquido das empresas distribuída aos investidores como forma de remuneração do capital investido. A determinação do montante a ser pago e a maneira de distribuição são decisões complexas que têm sido objeto de inúmeras pesquisas (Vancin & Procianoy, 2016). Divergências sobre o tema surgiram desde os primeiros estudos, como a proposta de relevância dos dividendos defendida por Lintner (1962) e Gordon (1963), em oposição à teoria da irrelevância dos dividendos desenvolvida por Miller et al. (1961).

Os Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP) também têm caráter de dividendos, sendo uma opção facultativa para as companhias abertas. Instituídos a partir de 1º de janeiro de 1996 pela Lei n. 9.249/95, artigo 9º, parágrafo 7º, os JSCP permitem às empresas regidas pela Lei n. 6.404/76 deduzir essa remuneração do valor dos dividendos. De acordo com Colombo (2011), o mecanismo dos JSCP é uma exclusividade brasileira, o que torna nossa legislação sobre dividendos única.

As decisões referentes à distribuição, ou eventual retenção, dos lucros sob a forma de pagamento de dividendos, assim como as definições relativas aos montantes alocados para essa finalidade, são fundamentalmente influenciadas pela distribuição de dividendos que a sociedade por ações adota. Nesse contexto, a política distribuição de dividendos pode ser compreendida como um plano estratégico, elaborado em alinhamento com os objetivos corporativos, que orienta e estrutura as deliberações referentes à distribuição dos dividendos, ou seja, a política de distribuição de dividendos constitui-se em um conjunto de diretrizes e práticas adotadas pela gestão da organização, que estabelece tanto os volumes quanto a periodicidade dos dividendos a serem distribuídos entre os acionistas, buscando, assim, equilibrar os interesses de curto e longo prazo dos *stakeholders* (Marchi, 2019).

Em essência, a distribuição de dividendos de uma organização deve equilibrar, de maneira eficaz, a parcela dos lucros distribuída aos acionistas e a porção retida para reinvestimento na própria empresa. Para Assaf Neto (2007), a formulação dessa política deve estar orientada pela meta de maximização da riqueza dos acionistas. É fundamental que a distribuição de dividendos esteja em estrita conformidade com a legislação societária aplicável,

como será detalhado na subseção 2.2.1 sobre as legislações acerca de dividendos no Brasil. Além disso, Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) destacam que, considerando que os gestores têm a responsabilidade de agir com o propósito de gerar valor para os sócios, o principal objetivo das sociedades por ações reside na maximização da riqueza dos acionistas.

Para Lintner (1956), a política de dividendos é fundamentada em aspectos específicos tanto da empresa quanto do mercado, considerando o contexto atual e as experiências passadas em relação à variação das taxas de juros, ao retorno sobre o capital, à razão preço/lucro, ao fluxo interno de fundos, à estabilidade dos lucros, e às preferências dos acionistas em relação a lucros e dividendos, entre outros fatores.

Em relação aos fatores que as empresas levam em conta para definir suas políticas de dividendos, Gitman (2014) considera que restrições legais, contratuais, internas, perspectivas de crescimento, aspectos relacionados aos proprietários e considerações de mercado, são os principais. Ademais, Costa (2011) elenca como fatores principais de influência as oportunidades de crescimento, dispositivos legais, setores e maturidade das empresas e liquidez. Desse modo, o principal fator de influência na distribuição de dividendos analisado neste trabalho são as perspectivas de crescimento. De acordo com Costa (2011) e Gitman (2014), as perspectivas de crescimento envolvem a escolha dos administradores entre reter lucros para investir em novos projetos ou priorizar a distribuição de dividendos aos acionistas.

Em relação às mudanças que podem ocorrer na distribuição de dividendos, Brigham et al. (2001) defende a ideia de que mesmo com a possibilidade de alterações na distribuição de dividendos de uma organização, essa prática pode resultar em uma série de problemas, uma vez que alterações nos dividendos podem transmitir uma percepção de instabilidade financeira, enviar sinais deliberados ao mercado que podem ser mal interpretados, além de causar descontentamento entre os acionistas. Tais fatores, em conjunto, têm o potencial de impactar negativamente o valor das ações, prejudicando a confiança dos investidores e a valorização do capital da empresa.

Os dividendos podem ser considerados tanto uma fonte de renda para os investidores quanto uma forma de refletir o desempenho de uma organização (Ali et al., 2015). No estudo realizado por Lintner (1956), foi evidenciado que os acionistas preferem a estabilidade dos dividendos, e o mercado oferece um prêmio para as ações de empresas que mantêm uma estabilidade ou uma taxa de crescimento gradual dos dividendos. Nesse sentido, quando os acionistas decidem investir em sociedades listadas em bolsas de valores, um dos dados corporativos mais observados no processo de avaliação de investimentos são os dividendos (Erasmus, 2013).

No Brasil, a distribuição de dividendos é uma exigência legal e inclui direitos adicionais aos acionistas detentores de ações preferenciais sem direito a voto (Martins & Novaes, 2012). As empresas também podem tomar como decisão a distribuição de dividendos em um percentual superior ao daquele definido em estatuto social, que são chamados de dividendos extraordinários (Vancin & Procianoy, 2016; Vancin & Kirch, 2020).

Conforme determinado pela Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.), as empresas são obrigadas a distribuir um dividendo mínimo, conhecido como *payout*. Para calcular o *payout* conforme essa norma, deve-se dividir o total dos dividendos distribuídos, que inclui o somatório dos JSCP líquidos de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) e o valor dos dividendos, pelo Lucro Líquido Ajustado (LLA), conforme demonstrado na seguinte fórmula:

$$\text{Payout Distribuído} = \frac{\text{JSCP Líquido} + \text{Dividendos Pagos}}{\text{LLA}}$$

Como há um percentual mínimo de *payout* determinado pelo estatuto social das empresas, a análise do pagamento de dividendos deve partir desse parâmetro. No entanto, é importante destacar que a empresa pode optar por distribuir dividendos acima ou abaixo do mínimo estabelecido. Assim, podemos considerar três níveis de *payout*: (I) *Payout* Mínimo – correspondente ao percentual fixado no estatuto social; (II) *Payout* Incremental – percentual pago acima do estabelecido no estatuto social; e (III) *Payout* Reduzido – quando os dividendos distribuídos ficam abaixo do percentual determinado pelo estatuto social (Galvão et al., 2018).

2.2.1 Legislação sobre dividendos no Brasil

No Brasil, a lei que normatiza a distribuição de dividendos é a Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, nomeada Lei das Sociedades por Ações (LSA), e a Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, que altera e acrescenta dispositivos na Lei n. 6.404. Esta estabelece que acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, uma determinada parcela dos lucros da empresa.

Nesse sentido, conforme disposto no artigo 202 da LSA, é assegurado o direito de todos os acionistas à participação nos lucros líquidos de uma organização, em cada exercício, na forma de dividendos obrigatórios estipulado no estatuto social. O artigo especifica que, nos casos em que o estatuto da empresa não mencionar a deliberação sobre tal parcela do lucro, deverá ser destinado aos acionistas metade do lucro líquido ajustado. Para chegar nesse lucro

ajustado, que é a base de cálculo para os dividendos, é considerado a metodologia de cálculo apresentada na seguinte tabela 1:

Tabela 1 – Metodologia de cálculo do Lucro Líquido Ajustado

Operação	Ajuste de Lucro
	Lucro Líquido do Exercício
(-)	Reserva Legal
(+/-)	Reserva para contingência
(=)	Lucro Líquido Ajustado

Fonte: Lei n. 6. 404 (1976).

Além disso, caso o estatuto for omissivo e a assembleia geral determinar a inclusão de norma sobre a matéria, o dividendo mínimo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado acima mencionado (Lei 6.404, 1976, art. 202, §2º). O objetivo de estabelecer um dividendo obrigatório mínimo é proteger o acionista minoritário, impedindo que o controlador retenha a totalidade dos lucros (La Porta et al., 2000). Além disso, esse mecanismo fortalece o mercado de capitais ao garantir ao investidor uma remuneração mínima sobre seu capital. Prociandy (2006) destaca a importância desse mecanismo ao observar que, no Brasil, as empresas tendem a reter a maior parcela possível dos lucros como forma de autofinanciamento, devido à escassez de recursos para o financiamento de longo prazo naquele período.

Sendo assim, ao estabelecer a política de distribuição de dividendos de uma organização, é essencial que essa decisão seja claramente definida em seu estatuto social, garantindo que a regulação dos dividendos seja realizada de forma precisa e que sua determinação não fique exclusivamente sujeita às decisões dos administradores e acionistas controladores (Assaf Neto, 2007). É importante destacar que, apesar das determinações legais, as sociedades por ações têm liberdade para estabelecer a política de distribuição de dividendos que considerem mais adequada, ou seja, a parcela dos lucros destinada anualmente ao pagamento de dividendos que melhor atenda às necessidades da organização. Os dividendos extraordinários constituem uma forma de remuneração aos acionistas que excede o valor do dividendo obrigatório previsto no estatuto social ou na legislação. De acordo com a LSA, em seu art. 202, § 6º, a companhia pode, por deliberação da assembleia geral, distribuir valores adicionais ao dividendo mínimo obrigatório, desde que haja disponibilidade de lucros ou reservas que permitam tal pagamento, observadas as restrições legais e estatutárias.

Além da influência de fatores políticos e econômicos, a distribuição de dividendos pode ser impactada pela constituição de determinadas reservas previstas na LSA. Em especial, destacam-se a Reserva de Lucros a Realizar, utilizada quando parte do lucro líquido do exercício decorre de resultados ainda não realizados financeiramente, e a Reserva de Dividendos Mínimos Obrigatórios não Distribuídos, aplicada quando o pagamento do dividendo obrigatório possa colocar em risco a situação financeira da companhia. Essas reservas permitem que a administração, mesmo diante de lucros contábeis, retenha recursos para preservar a liquidez e a sustentabilidade operacional, postergando a distribuição para exercícios futuros. Assim, a análise da distribuição de dividendos deve considerar não apenas o lucro líquido e a deliberação dos acionistas, mas também a existência e a utilização dessas reservas, que podem alterar significativamente o montante distribuído em um determinado período.

2.3 INFLUÊNCIA DOS ACIONISTAS CONTROLADORES NA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

Em empresas em que poucos acionistas detêm o poder de influenciar o controle, as decisões da administração nem sempre refletem os interesses dos acionistas minoritários, sendo frequentemente alinhadas aos objetivos dos acionistas controladores (La Porta et al., 2000). Nesse sentido, quando existe concentração de propriedade de uma sociedade, suas políticas podem resultar em conflitos entre acionistas majoritários e minoritários (Carvalho da Silva e Leal, 2005).

O lucro retido é uma importante fonte de financiamento interno para a empresa. Para Procianny (2003), as empresas tendem a aumentar a retenção de recursos quando identificam oportunidades de novos investimentos, já que esses fatores influenciam diretamente sua necessidade de capital. Dessa forma, a retenção de lucros pode beneficiar todos os acionistas, pois a disponibilidade de recursos permite que a empresa capitalize sobre oportunidades de investimentos rentáveis que possam surgir (Keynes, 1936).

Por outro lado, quando as empresas aumentam a distribuição de dividendos, ocorre uma redução nos recursos disponíveis, o que cria a necessidade de buscar outras formas de financiamento, como a captação de capital externo (Loss e Neto, 2006). Com menos recursos em caixa, os gestores são forçados a recorrer com mais frequência ao mercado financeiro, ficando sujeitos a uma avaliação mais rigorosa por parte de investidores externos. Isso limita o

uso de capital em investimentos questionáveis (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Baker e Powell, 1999). Dessa forma, uma distribuição de dividendos elevados pode funcionar como uma forma eficaz e de baixo custo de monitoramento dos gestores, ajudando a reduzir os custos de agência.

A estrutura de propriedade das empresas é um dos principais fatores que moldam as decisões estratégicas, entre elas, a política de distribuição de dividendos. Em ambientes onde predominam empresas com controle concentrado, como no Brasil, os acionistas majoritários exercem forte influência sobre os fluxos de recursos e podem direcionar as decisões em benefício próprio. De acordo com Silva et. al (2015), essa concentração de poder gera riscos de expropriação de valor dos acionistas minoritários, especialmente quando os dividendos são utilizados como instrumento para sinalizar confiança ou drenar lucros de forma antecipada. Assim, os dividendos deixam de cumprir apenas um papel de retorno financeiro, assumindo função política dentro da estrutura corporativa.

Adicionalmente, pesquisas apontam que o tipo de controlador — estatal, familiar ou institucional — afeta diretamente o padrão de distribuição de lucros. O estudo realizado por Bortolon et. al (2018) verificou que empresas com controle estatal apresentam maior variabilidade em sua política de dividendos, o que pode refletir motivações políticas e interesses governamentais de curto prazo. Por outro lado, empresas familiares tendem a manter uma política de dividendos mais conservadora, com o objetivo de garantir liquidez contínua aos membros da família controladora. Indo ao encontro dessa visão, a pesquisa de Pereira et. al (2020) identificou que o controle familiar ou estatal está associado a um menor *payout ratio* quando comparado às empresas de controle difuso, onde há maior pressão de investidores institucionais pela distribuição regular de resultados.

No Brasil, pesquisas anteriores encontraram evidências de possíveis conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários. Carvalho da Silva (2004), por exemplo, utilizou o método estatístico de regressão linear múltipla em uma amostra de 225 sociedades listadas na Bolsa de Valores em 2000, com o objetivo de analisar os efeitos da estrutura e controle e propriedade na política de distribuição de dividendos, constatando uma relação negativa entre concentração de controle e nível de *payout*, ou seja, a existência de potencial conflito de interesses entre os acionistas controladores e minoritários.

O estudo realizado por Lima (2014), tendo como base informações de 297 empresas de capital aberto no período de 2005 a 2012, evidenciou que empresas com estrutura de capital e de controle com maiores concentrações distribuem menos dividendos, ou seja, confirmando que existem conflitos entre acionistas controladores e minoritários em empresas do Brasil.

Os resultados da pesquisa de Hahn et al. (2010) evidenciam que as empresas brasileiras adotam a política de distribuição de dividendos como um instrumento para mitigar potenciais conflitos entre acionistas controladores e minoritários. Esses resultados foram encontrados por meio de informações de empresas brasileiras listada na Bolsa de Valores e que realizaram distribuição de dividendos entre o período de 1996 e 2008.

Estudos também realizados em outros países, focados em empresas com alta concentração de propriedade e controle, encontraram evidências claras de conflitos entre acionistas controladores e minoritários, como foi o caso da Suécia por Bergstrom e Rydqvist (1990), nos Estados Unidos por Barclay e Holderness (1989), na Itália por Zingales (1994), na Finlândia por Maury e Pajuste (2002), na Alemanha por Gugler e Yurtoglu (2003) e no Reino Unido por Khan (2006).

No Japão, Harada e Nguyen (2006) identificaram que a distribuição e dividendos é influenciada pelos conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários, com base em informações de empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores de Tóquio entre os anos de 1995 e 2002. Na Nigéria, Michael (2013) constatou que a política de distribuição de dividendos de empresas listadas na Bolsa de Valores da Nigéria não tem o objetivo de resolver problemas de agências existentes nas empresas investigadas.

Em pesquisas realizadas por Lloyd et al. (1985), Holder et al. (1998) e Hardin e Hill (2008), que analisaram a relação entre conflitos de agência e nível de *payout* de dividendos em sociedades com estrutura de propriedade diluída, ficou evidenciado que os custos de agência tendem a influenciar a política de pagamento de dividendos. Para mitigar esses conflitos, as empresas podem optar por aumentar a distribuição de dividendos aos acionistas, limitando assim os recursos sob o controle dos administradores e alinhando melhor os interesses entre gestão e acionistas.

Para Procianoy (1994), quando existe concentração de propriedade e de controle, a consequência é a sobreposição entre gestão e propriedade, pois o conselho de administração em alguns casos é formado por acionistas controladores. No Brasil, por exemplo, a pesquisa realizada por Bortolon (2013) demonstrou que, das 271 sociedades brasileiras não financeiras listadas na Bolsa de Valores no ano de 2004, 64,75% das ações ordinárias estavam em posse do maior acionista de modo direto e 49,66% de forma indireta. Logo, percebe-se a alta concentração de propriedade no Brasil.

Dessa forma, a influência dos acionistas controladores sobre o conselho de administração permite que esses acionistas utilizem os recursos da empresa para atender a seus interesses pessoais, em detrimento dos acionistas minoritários. Os controladores podem, por

exemplo: (i) estabelecer salários e benefícios pessoais excessivos; (ii) apropriar-se diretamente dos lucros; (iii) vender produtos, ativos ou ações da empresa a preços inferiores ao de mercado para outra companhia de sua propriedade; (iv) utilizar os ativos da empresa em benefício próprio; (v) negociar valores mobiliários da empresa com base em informações privilegiadas ou em condições vantajosas; e (vi) obter benefícios privados do controle que não são compartilhados com os acionistas minoritários (Rodrigues, 2015).

A adoção de mecanismos de governança corporativa pode mitigar os efeitos negativos do poder concentrado dos controladores. O estudo de Garcia (2016) observa que companhias com conselhos independentes e maior transparência nas práticas de gestão apresentam políticas de dividendos mais estáveis e alinhadas ao interesse coletivo dos acionistas. A pesquisa de Silva e Brito (2013) complementa essa análise ao destacar que o fortalecimento da governança contribui não apenas para a equidade entre acionistas, mas também para a sustentabilidade financeira de longo prazo das empresas. Nesse sentido, a influência dos acionistas controladores sobre os dividendos deve ser compreendida de forma sistêmica, considerando fatores institucionais, regulatórios e culturais do ambiente empresarial brasileiro.

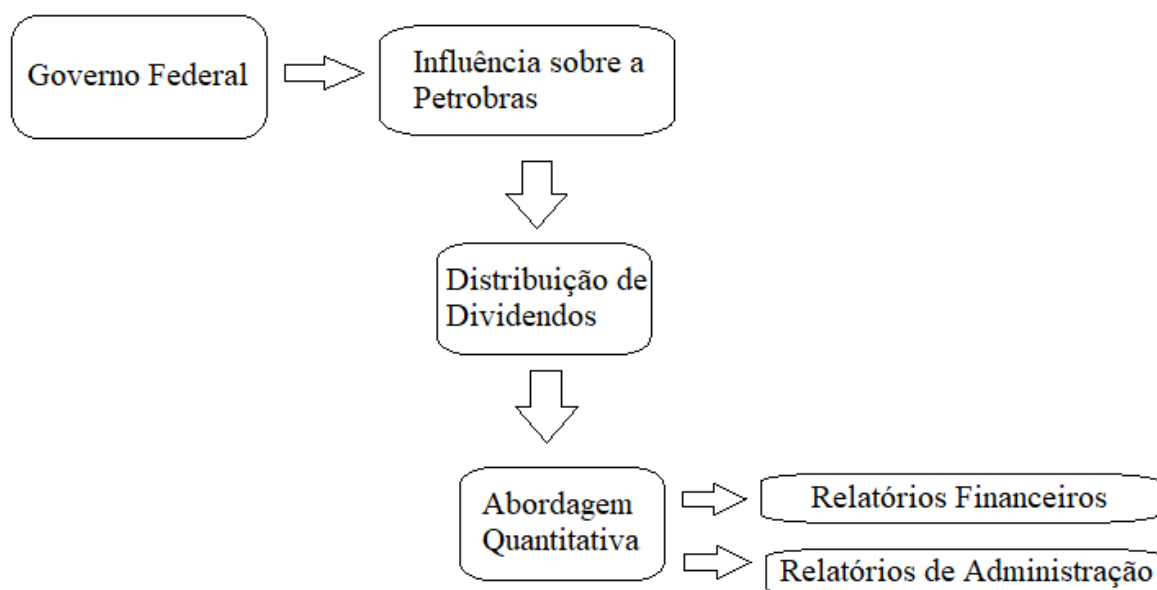
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente capítulo apresenta a abordagem e os procedimentos metodológicos para alcançar o objetivo da pesquisa. Nesse sentido, são abordados aspectos referentes à amostra e o período de análise, aos procedimentos de coleta e análise de dados e o detalhamento dos métodos utilizados para as abordagens quantitativas.

3.1 ABORDAGEM METODOLÓGICA

A metodologia adotada nesta pesquisa adota abordagem quantitativa para investigar como a orientação política dos governos influenciou a distribuição de dividendos da Petrobras ao longo do tempo. A presente dissertação analisou o período de 2010 a 2022 e utilizou dados financeiros, relatórios contábeis e relatórios textuais da empresa para realizar uma análise aprofundada das decisões corporativas. A metodologia seguiu uma abordagem quantitativa com a análise de séries temporais trimestrais para explorar os efeitos econômicos, objetivos e as implicações discursivas e políticas sobre as decisões da Petrobras. A Figura 1 ilustra o esquema metodológico utilizado nesta pesquisa.

Figura 1 – Esquema Metodológico da Pesquisa



Fonte: Elaborado pelo autor

O diagrama disposto na Figura 1 ilustra que as mudanças na orientação política dos governos (esquerda ou direita) podem afetar a distribuição de dividendos da Petrobras, refletindo-se em seus relatórios contábeis e em documentos financeiros e textuais. Essa estrutura metodológica orienta o processo de coleta, análise e interpretação dos dados, integrando elementos quantitativos para alcançar os objetivos da presente pesquisa.

3.2 AMOSTRA E PERÍODO DE ANÁLISE

Os dados utilizados nesta pesquisa referem-se exclusivamente à Petrobras, abrangendo o período de 2010 a 2022. A escolha da Petrobras como objeto de estudo deve-se ao seu papel central na economia brasileira e ao fato de ser uma empresa estatal de capital misto, o que a torna particularmente suscetível a influências políticas (Musacchio & Lazzarini, 2014). Além disso, a Petrobras apresenta distribuição de dividendos historicamente relevante e amplamente discutida no cenário financeiro nacional, o que a torna um caso representativo para o estudo das relações entre governo e empresas em termos de distribuição de lucros (Paz, 2015).

O período de 2010 a 2022 foi selecionado com o intuito de cobrir administrações políticas de diferentes orientações, tanto à esquerda quanto à direita, e suas respectivas influências exercidas sobre a distribuição de dividendos da companhia. Durante esse intervalo, o Brasil passou por diversas mudanças políticas significativas, com governos de diferentes partidos implementando políticas econômicas que afetaram diretamente a governança das estatais, incluindo a Petrobras. Esse período abrange três fases distintas de governança corporativa e política de dividendos: o governo de centro-esquerda do Partido dos Trabalhadores (PT), o governo de direita liderado por Michel Temer e Jair Bolsonaro.

Em relação à classificação da orientação política dos governos ao longo do período analisado, essa pesquisa teve por bases evidências de estudos acadêmicos com análises político-ideológicas difundidas na literatura. O governo do Partido dos Trabalhadores (2003–2016) é amplamente reconhecido como de centro-esquerda, com ênfase em políticas sociais e intervencionismo estatal na economia (Samuels, 2004; Baker et al., 2016). O governo Michel Temer (2016–2018), embora breve, adotou uma agenda econômica liberal com forte alinhamento ao mercado, com medidas como o teto de gastos públicos e a reforma trabalhista, o que o posiciona no espectro da centro-direita ou direita tradicional (Sátyro, 2021; Goldstein, 2019). Já o governo Jair Bolsonaro (2019–2022) é frequentemente classificado como de extrema-direita, tanto por seu discurso conservador e antiliberal em termos de costumes quanto pelo alinhamento com movimentos populistas autoritários e neoliberais, conforme argumentam

autores como Payne e Souza-Santos (2020) e Silva e Rodrigues (2025). Assim, a segmentação adotada neste trabalho (centro-esquerda, direita e extrema-direita) busca refletir tanto os aspectos programáticos quanto os posicionamentos públicos dos governos, com base em fontes confiáveis e convergentes.

Nesse contexto, no período de 2010 a 2022 foi possível observar a variação na distribuição de dividendos da Petrobras em diferentes contextos políticos e econômicos. Durante os governos de centro-esquerda (2003-2016), houve uma política de controle estatal mais rigorosa, com intervenções diretas nas operações da Petrobras, incluindo na distribuição de dividendos, como discutido por Silva et al. (2018) e Kim et al. (2021). Este período foi marcado por políticas de incentivo ao investimento interno e de contenção dos lucros distribuídos aos acionistas para sustentar projetos de expansão e investimento em infraestrutura (Cheon et al., 2015). Já o período entre 2016 e 2022, que coincide com governos de direita, apresentou uma mudança significativa na estratégia de dividendos da Petrobras. As administrações de Michel Temer e Jair Bolsonaro adotaram uma abordagem mais liberal em relação à governança da empresa, priorizando a distribuição de dividendos aos acionistas, em consonância com práticas de mercado mais alinhadas à lógica de valorização do capital privado (The Brazilian Report, 2022). Durante este período, a Petrobras adotou uma política mais agressiva de pagamento de dividendos, especialmente a partir de 2018, com a adoção de um plano de desinvestimentos e a busca pela redução da dívida (Zadorian, 2021).

Dessa forma, o recorte temporal permitiu identificar as variações na distribuição de dividendos da Petrobras em função das diferentes orientações políticas dos governos ao longo do tempo. A análise deste período revela como mudanças na direção política do país podem ter impactos diretos sobre a distribuição de lucros de uma empresa estatal, o que é amplamente discutido na literatura sobre governança corporativa de empresas públicas (Musacchio & Lazzarini, 2014).

3.3 PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS

Os dados necessários para esta pesquisa foram coletados de diferentes fontes que abrangem informações financeiras, contábeis e políticas da Petrobras e do governo brasileiro. As principais fontes de dados incluem:

- **Refinitiv:** Plataforma que oferece uma base consolidada de dados financeiros e contábeis, incluindo balanços, demonstrações de resultados, indicadores de endividamento, e informações sobre dividendos pagos pela Petrobras.

- **Relatório de Administração da Petrobras:** Documento que apresenta informações detalhadas sobre as práticas de gestão, governança corporativa e políticas de dividendos ao longo dos anos. Esses relatórios estão disponíveis no site oficial da Petrobras.

A coleta de dados foi realizada inicialmente por meio da plataforma Refinitiv, onde os dados financeiros e contábeis da Petrobras foram extraídos. Esta plataforma permite o download de séries históricas de indicadores relevantes, como dividendos pagos, resultados financeiros, informações patrimoniais, e outros fatores econômicos, em formato compatível para análise, como Excel ou CSV. Além disso, os Relatórios de Administração da Petrobras foram baixados diretamente do site da empresa, permitindo a análise textual quantitativa. Os dados políticos foram organizados com base na classificação de governos ao longo do período estudado (2010-2022).

3.4 ANÁLISE QUANTITATIVA

Os dados utilizados para esta análise quantitativa foram extraídos dos relatórios contábeis da Petrobras, compreendendo uma série temporal anual no período entre 2010 e 2022. Os principais dados incluem os valores distribuídos em dividendos da Petrobras, variáveis financeiras da empresa e variáveis políticas que representam a orientação do governo durante o período. Abaixo, é detalhado os dados que serão utilizados:

- **Distribuição de Dividendos:** A variável dependente foi calculada com base na proporção dos dividendos pagos em relação ao resultado líquido da Petrobras. Esta métrica foi escolhida por sua capacidade de refletir de forma objetiva as decisões da empresa em relação à distribuição de lucros aos acionistas (Forti & Peixoto, 2015; Zagonel et al., 2018).
- **Indicadores Econômicos e Financeiros:** Foram considerados o nível de endividamento da Petrobras, os resultados operacionais, valor de mercado, disponibilidades financeiras, investimentos e retornos. Esses dados foram utilizados para avaliar a saúde financeira da empresa e como as pressões econômicas influenciam sua política de dividendos (Musacchio & Lazzarini, 2014; Forti & Peixoto, 2015).
- **Variáveis Políticas:** A orientação política do governo é uma variável *dummy*, classificada em "1" para governos de direita e "0" para governos de esquerda. Além disso, foram analisadas medidas adicionais extraídas do relatório de administração da Petrobras, como a proporção de discussões relacionadas a riscos políticos (PRisk) e o

sentimento político conforme metodologia proposta por Hassan et al. (2019) e Loughran e McDonald (2011), conforme discutido a seguir.

As variáveis a serem utilizadas no modelo econométrico são discutidas na Tabela 2:

Tabela 2 – Operacionalização das Variáveis do Modelo Econométrico

Variável	Definição
<i>Variável dependente</i>	
<i>Payout</i> (distribuição de dividendos)	A distribuição de dividendos será representada pela razão entre os dividendos pagos e o resultado líquido da Petrobras, conforme descrito na literatura sobre práticas de dividendos de empresas estatais (Mayne, 1980; Forti & Peixoto, 2015).
<i>Variáveis independentes</i>	
Orientação política do governo	Variável dummy indicando governos de direita (1) e esquerda (0).
Resultado Operacional	Representado pelo EBITDA.
CAPEX	Representado pelas Despesas de Capital incorridas no período.
<i>Valuation</i>	Representado pelo valor empresarial no período.
Disponibilidades Financeiras	Representado pelo caixa e equivalentes de caixa.
Capitalização de Mercado	Valor de mercado das ações.
Margem Líquida	Representa a eficiência da empresa em gerar lucro líquido a partir de sua receita total, após a dedução de todos os custos operacionais, despesas, impostos e outros encargos.
PRisk	A variável PRisk mensura a presença de risco político e incertezas associadas nos relatórios da administração da Petrobras. O cálculo seguiu a lógica metodológica de text mining ancorada na identificação de bigramas políticos em proximidade com termos de risco, conforme proposto por Hassan et al. (2019). Para adaptar essa métrica ao contexto da Petrobras, a construção do dicionário de palavras associadas a "risco" e "incerteza" foi conduzida em múltiplas etapas: 1) Geração de vocabulário base com IA: Três modelos distintos de Inteligência Artificial (ChatGPT-4o, Gemini Google 2.5 Pro e DeepSeek DeepThink R1) foram acionados com prompts específicos para gerar listas de sinônimos e termos semanticamente similares a “risco” e “incerteza” (Ver Apêndice A). 2) Expansão temática com base em artigos acadêmicos: Cada IA também foi instruída a ler três artigos acadêmicos selecionados da literatura sobre risco político (Hassan et al., 2019; identificando e listando os principais termos utilizados para descrever esse tipo de risco em relatórios corporativos, principalmente no contexto de empresas estatais ou de setores regulados. Os artigos foram escolhidos por sua relevância e aderência ao tema da pesquisa. 3) Construção do vocabulário neutro (controle): Para fins comparativos, também foi construída uma lista de palavras associadas ao vocabulário neutro e recorrente em relatórios anuais de companhias abertas, com foco em termos operacionais, contábeis e institucionais comuns. Esse dicionário foi gerado a partir da leitura cruzada de relatórios de empresas listadas na B3 e revisado por IA. 4) Remoção de redundâncias e unificação: As listas geradas pelas três IAs foram consolidadas, com a eliminação de termos duplicados e validação semântica manual. O resultado foi um dicionário final com 246 termos associados a risco/incerteza e 175 termos neutros. 5) Cálculo do PRisk: Utilizando o software Orange Data Mining, os relatórios da administração da Petrobras foram carregados no módulo de

	mineração de texto. Em seguida, aplicou-se a ferramenta de análise de sentimentos com dicionário customizado, carregando os termos de risco e os termos neutros. Assim, o valor numérico do PRisk foi interpretado conforme a diferença entre a frequência relativa de termos de risco em relação aos termos neutros, ponderada pelo total de palavras analisadas. Valores mais altos indicam maior presença de vocabulário associado ao risco político. O processo de análise é detalhado no Apêndice B.
zPSentiment	Para a análise de sentimentos textual dos relatórios da administração da Petrobras utilizou-se o dicionário em português nativo do software Orange Data Mining, que contém uma lista previamente validada de palavras classificadas como positivas ou negativas com base no seu uso em textos escritos na língua portuguesa. A métrica de sentimento foi calculada com base na diferença entre o número de palavras positivas e negativas, dividido pelo total de palavras do relatório, o que permite normalizar o score em relação ao tamanho do texto. A lógica dessa pontuação segue a seguinte fórmula: $zPSentiment = \frac{\sum(Ngramas\ positivos) - (Ngramas\ negativos)}{Total\ de\ Ngramas}$ Dessa forma, valores positivos do índice indicam uma predominância de vocabulário com conotação positiva no texto, enquanto valores negativos sinalizam uma dominância de termos negativos.

Fonte: Elaborado pelo autor

Como o objetivo deste estudo é investigar os fatores que influenciam a distribuição de dividendos da Petrobras ao longo do tempo, foram aplicados modelos econométricos que consideram a natureza da variável dependente e a estrutura temporal dos dados. A variável *Payout* (taxa de distribuição de dividendos) apresenta elevada proporção de valores zeros, uma vez que não há distribuição de dividendos em todo trimestre, o que motivou a aplicação de modelos que tratam adequadamente esse tipo de distribuição. Nesse sentido, foram testados três modelos principais:

1. **Modelo misto com efeito fixo de tempo:** Utilizado para controlar a influência dos diferentes períodos ao longo do tempo, permitindo a estimação robusta dos efeitos das variáveis explicativas. O modelo misto permite capturar tanto variações estruturais entre trimestres quanto a persistência temporal da série, sendo indicado em contextos com medidas repetidas e heterogeneidade não observada (McCulloch & Searle, 2001).
2. **Modelo Tobit:** Aplicado devido à natureza censurada da variável dependente. Isto é, a distribuição de dividendos é limitada inferiormente por zero. O modelo Tobit, proposto por Tobin (1958), é apropriado quando o interesse está na relação entre variáveis explicativas e uma variável dependente contínua, mas com acúmulo de valores em um limite específico. Sua aplicação é recorrente em estudos financeiros onde há censura ou limites estruturais nos dados (Wooldridge, 2010).
3. **Regressão Binomial Negativa com Inflação de Zeros (ZINB):** Considerando o alto número de trimestres em que não houve distribuição de dividendos, foi utilizado

também o modelo ZINB, que separa o processo gerador de zeros estruturais (quando não há chance de dividendos) do processo de geração dos valores positivos. Esse tipo de modelo é especialmente recomendado para dados com excesso de zeros (Stephen & Galak (2012)).

Todos os modelos foram estimados no software Stata 13. A escolha do modelo final considerou critérios de ajuste como o *log-likelihood*, AIC e BIC. Adicionalmente, foram realizados testes de multicolinearidade, e variáveis foram normalizadas para permitir comparações consistentes entre elas.

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Esta seção apresenta os resultados empíricos dos modelos econométricos estimados para avaliar os determinantes da distribuição de dividendos da Petrobras entre 2010 e 2022. Foram estimados três modelos principais: modelo misto com efeito fixo de tempo, modelo Tobit e regressão binomial negativa com inflação de zeros (ZINB).

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

As Tabelas 3 e 4 apresentam, respectivamente, as estatísticas descritivas das variáveis explicativas e a matriz de correlações entre elas.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Payout</i>	1,18	3,75	0	22,02
Orientação política			0	1
PRisk	28,93	16,36	10,77	73,31
zPSentiment	-17,36	9,81	-43,99	-6,46
Resultado Operacional (EBITDA)	32.723.151,73	24.778.558,20	1653000,00	116273000,00
Disponibilidades Financeiras	55.592.105,23	20.322.260,39	23.650.000,00	106.598.000,00
CAPEX	308.974.097,36	104.209.988,86	115.947.140,00	506.584.000,00
Capitalização de Mercado	11.525.362,96	9.089.231,67	-26.610.000,00	27.964.797,00
<i>Valuation</i>	103.872.149,60	76.871.484,02	30.354.805,59	402.456.513,19
Margem líquida	349.916.507,67	115.174.261,31	160.326.247,23	632.154.513,19

Fonte: Dados da pesquisa (2025)

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nas análises. Observa-se que a variável dependente, *Payout*, apresenta média de 1,18 e elevado desvio-padrão (3,75), indicando grande variabilidade na taxa de distribuição de dividendos da Petrobras ao longo do período analisado. Embora a média do *payout* seja de apenas 1,18, o desvio padrão de 3,75 não indica valores negativos, mas sim uma alta assimetria positiva na distribuição. Isso ocorre porque há uma parte da amostra com *payout* nulo (0%), mas alguns trimestres pontuais registraram distribuições excepcionalmente elevadas, como 2201,8% e 1774,5%, o que ampliou a dispersão dos dados. Assim, a relação entre média e desvio padrão reflete a presença de outliers positivos, e não a ocorrência de valores negativos, os quais são inexistentes nesta amostra.

A variável Orientação política é uma *dummy* com uma distribuição relativamente equilibrada entre os períodos sob governos de esquerda (0) para o período governado pelo partido dos trabalhadores e de direita (1) para os governos Temer e Bolsonaro.

A variável PRisk, que mede a intensidade de menções a risco político nos relatórios, tem média de 28,93, com valores que variam de aproximadamente 10,78 a 73,31, revelando diferenças significativas entre os períodos em termos de percepção de risco político. Já o zPSentiment, que reflete o sentimento textual dos relatórios com base no vocabulário político de risco, apresenta valores negativos em toda a série, com média de -17,36, indicando uma predominância de termos associados a incerteza e risco.

Entre as variáveis financeiras, o EBITDA médio foi de aproximadamente R\$ 32,7 bilhões, enquanto as disponibilidades financeiras médias ficaram em R\$ 55,6 bilhões. O CAPEX médio foi de cerca de R\$ 309 bilhões, com alta dispersão entre os trimestres. A capitalização de mercado teve média próxima de R\$ 11,5 bilhões, com um mínimo negativo, possivelmente associado a eventos contábeis ou metodológicos específicos. O Valuation médio foi de R\$ 103,9 bilhões e a margem líquida, expressa em valor monetário total (não percentual), apresentou média de R\$ 349,9 bilhões. Essas estatísticas indicam a diversidade de cenários enfrentados pela empresa no período, tanto em termos operacionais quanto políticos e comunicacionais, o que justifica o uso de modelos econométricos robustos para análise dos determinantes da política de dividendos.

A Tabela 4 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis utilizadas na análise. Destaca-se a forte correlação negativa entre PRisk e zPSentiment ($r = -0,92$; $p < 0,001$), indicando que ambas as variáveis estão altamente associadas e capturam conteúdos semelhantes nos relatórios da Petrobras, ainda que construídas com abordagens distintas. PRisk foi construído a partir de bigramas associados a risco político e zPSentiment com base em análise de sentimentos negativos. Essa correlação elevada evidencia multicolinearidade, o que comprometeria a estabilidade e a interpretação dos coeficientes no modelo de regressão múltipla. Diante disso, optou-se por excluir a variável zPSentiment das regressões, mantendo o PRisk como medida principal de risco político.

Tabela 4 - Matriz de correlação

Variáveis	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. Payout	1.00								
2. Orientação política	0.23	1.00							
3. PRisk	-0.16	-0.19	1.00						
4. zPSentiment	0.16	0.19	-0.92**	1.00					
5. Resultado Operacional (EBITDA)	0.22	0.43*	-0.21	1.00					
6. Disponibilidades Financeiras	0.00	0.35*	-0.08	0.14	1.00				
7. CAPEX	-0.13	-0.72**	0.13	-0.49*	-0.34	1.00			
8. Capitalização de Mercado	0.13	0.06	0.03	0.74**	-0.09	-0.19	1.00		

9. <i>Valuation</i>	0.16	0.47*	-0.60**	0.59**	0.49*	-0.48*	0.56**	1.00	
10. Margem líquida	0.02	0.08	-0.05	0.46*	-0.29	-0.23	0.47*	0.03	1.00

Nota. ** $p < 0,001$; * $p < 0,05$

Fonte: Dados da pesquisa (2025)

Além disso, observa-se que a orientação política apresentou correlações moderadas e significativas com variáveis financeiras relevantes, como EBITDA ($r = 0,43$; $p < 0,05$) e *Valuation* ($r = 0,47$; $p < 0,05$), sugerindo que o contexto político pode ter influência sobre o desempenho operacional e a avaliação de mercado da empresa. A variável CAPEX mostrou-se negativamente correlacionada com a orientação política ($r = -0,72$; $p < 0,001$), o que pode indicar diferenças nos padrões de investimento da Petrobras sob diferentes governos. Já o *valuation* se correlacionou positivamente com variáveis como margem líquida, EBITDA e capitalização de mercado, confirmando sua sensibilidade a múltiplos indicadores de desempenho e percepção de risco.

4.2 ANÁLISE DE SENTIMENTOS DOS RELATÓRIOS DA PETROBRAS

A análise de sentimentos dos relatórios da administração da Petrobras, realizada por meio de mineração de texto com dicionários categorizados com o software Orange Data Mining mostra padrões sobre o tom e a ênfase temática adotados pela empresa em diferentes anos. Embora a análise quantitativa contemple o período de 2010 a 2022, optou-se por incluir o relatório de 2009, considerando que ele é publicado ao final do ano e pode influenciar decisões gerenciais e estratégicas no exercício subsequente. Na Figura 2, que apresenta a nuvem de palavras geral dos relatórios, observa-se uma predominância de termos relacionados à governança e operação, como *administração*, *atividades*, *ações*, *ativos*, *capital*, *base* e *caixa*, o que reflete o padrão esperado em relatórios de prestação de contas de grandes corporações. A centralidade de palavras neutras e institucionais reforça o caráter formal, técnico e informativo dos documentos corporativos, especialmente em empresas de capital aberto e sob controle estatal.

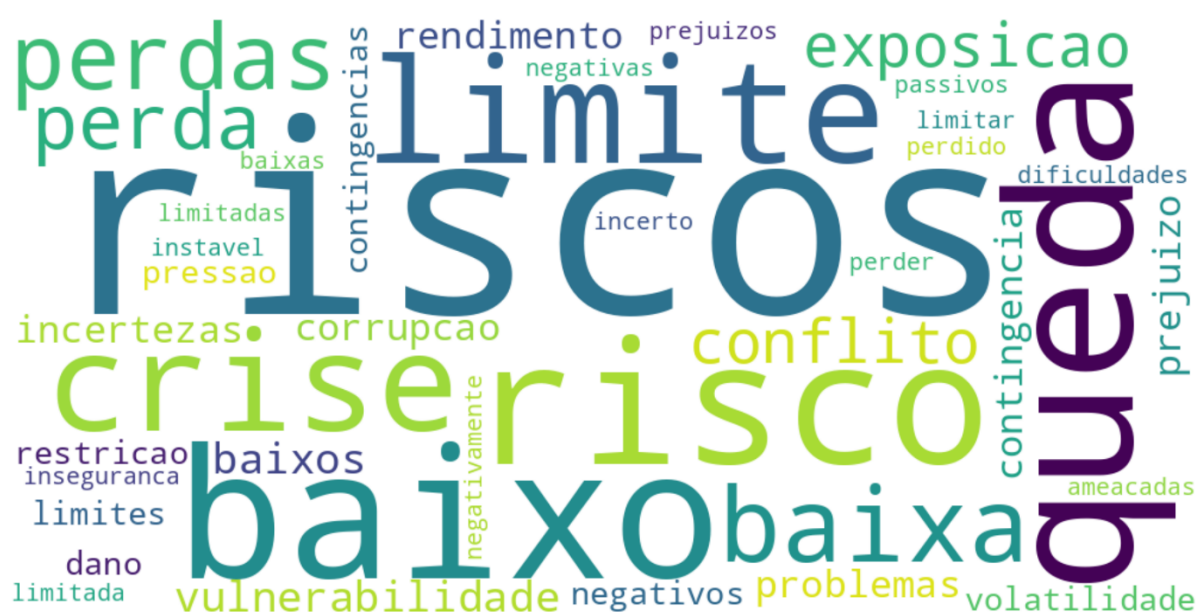
Figura 3 - Nuvem de palavras com sentimentos positivos



Fonte: Elaborado pelo autor com o software Orange

Em contraposição, a Figura 4 apresenta a nuvem de palavras com sentimentos negativos, que embora menos densamente povoada que a positiva, revela termos como *riscos*, *ameaça*, *crise*, *instabilidade* e *perda*. Tais termos são esperados em relatórios de períodos de maior volatilidade, e aparecem com maior destaque no relatório de 2009, no contexto pós-crise financeira global.

Figura 4 - Nuvem de palavras com sentimentos negativos



Fonte: Elaborado pelo autor com o software Orange

estacionárias foram transformadas em primeira diferença. Na segunda etapa, estimaram-se três modelos econométricos distintos: (1) efeitos mistos com efeito fixo de tempo; (2) modelo Tobit; e (3) regressão binomial negativa com inflação de zeros (ZINB). Essas análises foram utilizadas para testar a influência da orientação política do governo, do risco político e de indicadores econômicos sobre a política de distribuição de dividendos da Petrobras. A utilização de múltiplas abordagens estatísticas permitiu avaliar a robustez dos achados e identificar o modelo mais adequado ao comportamento dos dados, especialmente diante da alta incidência de valores zero na variável dependente.

A Tabela 5 apresenta os resultados dos testes de raiz unitária aplicados às variáveis da pesquisa, com o objetivo de verificar a estacionaridade das séries temporais. Foram utilizados dois testes amplamente reconhecidos na literatura econométrica: o teste de Dickey-Fuller Aumentado (ADF) e o teste de Phillips-Perron (PP). Ambos os testes têm como hipótese nula a presença de uma raiz unitária, ou seja, que a série não é estacionária. Valores de p inferiores a 0,05 indicam rejeição da hipótese nula, sugerindo estacionaridade.

Tabela 5 - Teste de raiz unitária

Variável	p-valor ADF	p-valor PP	Estacionária?
<i>Payout</i>	0.03	0.00	Sim
PRisk	0.14	0.03	Sim
zPSentiment	0.14	0.03	Sim
Resultado Operacional (EBITDA)	0.92	0.80	Não
Disponibilidades Financeiras (SCAE)	0.35	0.00	Sim
CAPEX (SCAP)	0.17	0.38	Não
Capitalização de Mercado (Mcap)	1.00	1.00	Não
<i>Valuation</i>	0.92	0.94	Não
Margem líquida	0.40	0.90	Não

Fonte: Dados da pesquisa (2025)

Os resultados mostram que as variáveis *Payout*, *PRisk*, *zPSentiment* e *Disponibilidades Financeiras (SCAE)* foram consideradas estacionárias pela maioria dos testes, e, portanto, foram mantidas em nível nas análises de regressão. No entanto, outras variáveis apresentaram valores de p superiores a 0,05 em ambos os testes (ADF e PP), como *EBITDA*, *CAPEX*, *Capitalização de Mercado*, *Valuation* e *Margem Líquida*, indicando que não são estacionárias em nível.

Diante disso, foi necessário aplicar a transformação em primeira diferença para essas variáveis não estacionárias, de modo a garantir a validade estatística dos modelos e evitar

problemas de regressões espúrias. Essa transformação consiste em calcular a variação entre períodos consecutivos da série, o que estabiliza a média e a variância ao longo do tempo, tornando as séries adequadas para análise de regressão.

A adoção dessa estratégia segue recomendações clássicas da literatura econométrica em séries temporais (Dickey & Fuller, 1979; Phillips & Perron, 1988), e assegura que os modelos estimados apresentem propriedades estatísticas adequadas. Os testes completos de raiz unitária e gráficos de tendência das variáveis são detalhados no Apêndice C.

A Tabela 6 mostra os coeficientes dos modelos econométricos utilizado para testar a relação entre as variáveis preditoras e o *Payout* (distribuição de dividendos).

Tabela 6 - Modelos econométricos

Variável	Modelo 1 Misto com efeito fixo de tempo		Modelo 2 Modelo Tobit		Modelo 3 Regressão Binomial Negativa com Inflação de Zeros (ZINB):	
	Coef.	Z value	Coef.	Z value	Coef.	Z value
Constante	1.327	0.59	8.107	1.86	2.4616	1.36
Orientação política (1 = Direita)	1.878	1.38	4.155	1.72	1.7151*	2.07
PRisk	-0.007	-0.24	0.029	0.49	-0.0017	-0.07
Resultado Operacional (EBITDA)	1.01E-08	0.18	1.51E-07	1.4	6.54E-08	1.78
Disponibilidades Financeiras	-1.88E-08	-0.7	-2.22E-07*	-2.94	-8.22E-08*	-3.06
CAPEX	-1.25E-08	-0.42	1.33E-09	0.02	-9.33E-09	-0.22
Capitalização de Mercado	1.18E-08	0.16	-9.10E-08*	-0.82	6.54E-08**	3.73
<i>Valuation</i>	2.78E-08	0.68	1.46E-07	2.04	-2.55E-08*	-2.45
Margem líquida	-2.16E-09*	-0.07	-5.91E-08**	-1.1	-0.06732**	-4.14
Pseudo R quadrado (Δ log-likelihood)	0,06		0,11		0,24	
Obs.	55		55			
Nro grupos	14					
Obs. non-zero					29	
Obs. zero					26	

Nota. ** $p < 0,001$; * $p < 0,05$

Fonte: Dados da pesquisa (2025)

Para o modelo de efeitos mistos, foi calculado o pseudo- R^2 de McFadden como medida de poder explicativo do modelo. A comparação entre o log-likelihood do modelo completo ($LL = -144,56$) e do modelo nulo ($LL = -152,95$) resultou em um pseudo- R^2 de 0,06, indicando que o modelo explica aproximadamente 6% da variabilidade dos dados em relação ao modelo sem variáveis explicativas. O pseudo- R^2 de McFadden para o modelo Tobit é 0,113 ($LL_{\text{ModeloCompleto}} = -95,72$; $LL_{\text{ModeloNulo}} = -107,86$), o que indica que o modelo completo explica

cerca de 11,3% da variância em relação ao modelo nulo. No modelo Zero-Inflated Negative Binomial (ZINB), empregado para lidar com a alta frequência de valores zero na variável dependente e a presença de sobredispersão nos dados. A comparação entre o log-likelihood do modelo nulo ($LL = -74,21$) e o do modelo completo ($LL = -56,39$) resultou em um pseudo- R^2 de 0,240, o que indica que o modelo explica aproximadamente 24,0% da variância observada. Esse valor reforça a adequação do modelo ZINB ao contexto da análise, superando os demais modelos estimados em termos de capacidade explicativa.

Na Tabela 6, ao observar os resultados do Modelo 3, uma regressão binomial negativa com inflação de zeros (ZINB), revelam efeitos estatisticamente significativos de algumas variáveis sobre a distribuição de dividendos da Petrobras ao longo do período analisado. A variável “Orientação política do governo”, codificada como 1 para governos de direita e 0 para governos de esquerda, apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo ($\beta = 1,7151$; $z = 2,07$; $p < 0,05$). Isso indica que, durante governos de orientação política à direita, houve maior propensão à distribuição de dividendos, sugerindo uma associação entre políticas de governo mais pró-mercado e decisões financeiras favoráveis aos acionistas.

O risco político (PRisk), medido a partir da frequência de termos relacionados a risco e incerteza política nos relatórios da Petrobras, não apresentou efeito estatisticamente significativo ($\beta = -0,0017$; $z = -0,07$), contrariando a expectativa de que níveis mais elevados de incerteza poderiam limitar a distribuição de resultados. Essa ausência de significância pode refletir o fato de que, embora o risco político esteja presente nos documentos corporativos, ele não é decisivo nas decisões trimestrais de *payout*.

O resultado operacional da empresa, representado pelo EBITDA, teve coeficiente positivo e marginalmente significativo ($\beta = 6,54e-08$; $z = 1,78$), sugerindo que melhores desempenhos operacionais tendem a aumentar a distribuição de dividendos, ainda que esse efeito não atinja o nível convencional de significância estatística. Já a variável “Disponibilidades Financeiras” apresentou coeficiente negativo e significativo ($\beta = -8,22e-08$; $z = -3,06$; $p < 0,01$), o que indica que, paradoxalmente, quanto maior o caixa da empresa, menor a probabilidade de dividendos serem distribuídos. Esse comportamento pode refletir uma estratégia conservadora da empresa de reter recursos em contextos de incerteza.

Em relação ao CAPEX, que representa os investimentos em capital fixo, não se observou efeito significativo ($\beta = -9,33e-09$; $z = -0,22$), sugerindo que o nível de investimento da empresa não se relaciona diretamente com o volume de dividendos pagos no trimestre. Por outro lado, a capitalização de mercado apresentou um impacto positivo e altamente significativo sobre a distribuição de dividendos ($\beta = 6,54e-08$; $z = 3,73$; $p < 0,001$), indicando que, em

trimestres com maior valorização das ações, a Petrobras tende a distribuir mais dividendos, possivelmente como forma de manter a atratividade junto aos investidores.

O *valuation* da empresa, por sua vez, apresentou efeito negativo e significativo ($\beta = -2,55e-08$; $z = -2,45$; $p < 0,05$), o que pode sugerir que, em períodos em que a companhia apresenta maior valor empresarial, opta-se por reter lucros para novos investimentos ou amortizações. Por fim, a margem líquida, que representa a eficiência da empresa em gerar lucro após todos os custos e despesas, apresentou coeficiente negativo e altamente significativo ($\beta = -0,06732$; $z = -4,14$; $p < 0,001$). Este resultado é inesperado, pois se pressupunha que margens maiores estariam associadas a uma maior distribuição de dividendos. A tendência observada pode indicar uma política de retenção mesmo em trimestres lucrativos, talvez associada a decisões estratégicas da alta administração.

No total, 29 observações apresentaram distribuição de dividendos diferente de zero, enquanto 26 observações registraram zero distribuição, justificando adequadamente o uso da modelagem ZINB.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1 DISCUSSÃO GERAL

O objetivo central desta pesquisa foi investigar como a orientação política dos governos brasileiros influenciou a distribuição de dividendos da Petrobras, considerando também fatores financeiros e comunicacionais associados à percepção de risco político ao longo do tempo. A partir de uma abordagem quantitativa baseada em regressão para séries temporais e modelagens econométricas como o modelo misto, o Tobit e o ZINB, foram testadas as relações entre a orientação política, medidas de risco comunicacional (PRisk), indicadores financeiros e o comportamento da companhia em relação à distribuição de lucros aos acionistas.

Os resultados indicam que a orientação política do governo tem efeito significativo sobre a distribuição de dividendos, com governos de direita associados a um aumento nas distribuições. Esse achado está alinhado com a literatura que aponta para uma maior propensão de governos liberais à valorização do mercado e à geração de retornos aos investidores (Bartram et al., 2012). De fato, governos liberais representados em grande parte do mundo por governos de direita, são caracterizados por políticas econômicas de mercado mais orientadas à desregulamentação e estímulo ao setor privado, o que tende a gerar uma valorização do mercado à geração de retornos aos investidores. Por exemplo, Anderson, Malone e Marshall (2008) documentam um “prêmio de investimento” associado a governos de direita na Austrália e Nova Zelândia. Além disso, embora a variável PRisk, que mensura o conteúdo de risco político nos relatórios da empresa, não tenha apresentado significância estatística, sua alta correlação negativa com a variável de sentimento político justifica sua manutenção isolada nos modelos, o que reforça a complexidade de operacionalizar percepções subjetivas por meio de análise de texto institucional.

Além disso, embora a variável PRisk, que mensura o conteúdo de risco político nos relatórios da empresa, não tenha apresentado significância estatística, sua alta correlação negativa com a variável de sentimento político justifica sua manutenção isolada nos modelos, o que reforça a complexidade de operacionalizar percepções subjetivas por meio de análise de texto institucional.

Do ponto de vista financeiro, variáveis como capitalização de mercado e valoração da empresa (*valuation*) demonstraram relevância na explicação da distribuição de dividendos. A capitalização apresentou efeito positivo, enquanto a *valuation* teve efeito negativo, sugerindo uma dinâmica de precificação do mercado que nem sempre se traduz em maiores repasses aos

acionistas, especialmente em momentos de expectativas infladas ou incertezas regulatórias (Bastos & Nakamura, 2009). A margem líquida, por sua vez, apresentou efeito negativo, o que pode indicar uma estratégia de retenção de lucros mesmo diante de resultados positivos, possivelmente como forma de reforçar a liquidez ou investir em ciclos operacionais futuros.

Por fim, a disponibilidade financeira também se mostrou negativamente associada à distribuição de dividendos. Este resultado contraria parte da literatura tradicional, que associa maior caixa a maior capacidade de pagamento (Lintner, 1956), e sugere uma possível influência da governança estatal na priorização de investimentos ou amortização de dívidas, especialmente em contextos de instabilidade institucional (Musacchio & Lazzarini, 2014).

Esses resultados confirmam a importância de considerar os fundamentos econômicos e financeiros, e também para incluir o contexto político-institucional nas decisões estratégicas de empresas estatais listadas em bolsa, como a Petrobras.

5.2 IMPLICAÇÕES TEÓRICAS

Esta pesquisa avança o debate teórico sobre o papel das empresas estatais de capital misto ao evidenciar como mudanças de governo, especialmente aquelas marcadas por alterações na orientação política, influenciam a distribuição de dividendos. A literatura destaca que tais empresas estão submetidas a um duplo alinhamento de interesses: de um lado, o governo enquanto acionista majoritário, que pode usar a empresa como instrumento de políticas públicas; de outro, os investidores privados, que priorizam retorno financeiro e estabilidade nas decisões corporativas (Megginson & Netter, 2001; Leite et al., 2016). Os resultados desta pesquisa mostram que esse duplo alinhamento está diretamente condicionado ao ciclo político, reforçando o argumento de que as decisões corporativas da Petrobras refletem não apenas critérios técnicos, mas também interferências político-institucionais, conforme observado por Fontes-Filho (2018) e Fidalgo (2012).

A análise dos efeitos da orientação política do governo sobre a política de dividendos da Petrobras reforça os achados de Anderson et al. (2008) e Bartram et al. (2012), segundo os quais há momentos em que o Estado busca alinhar-se aos investidores e outros em que prioriza agendas sociais. Este trabalho contribui ao sistematizar esse efeito ao longo de diferentes ciclos políticos, confirmando que governos com orientação liberal tendem a favorecer uma política de distribuição mais agressiva, coerente com a busca por eficiência operacional e valorização da empresa no mercado de capitais. Já governos mais intervencionistas mostraram maior propensão à retenção de lucros para cumprimento de agendas públicas, mesmo diante de

pressões do mercado. Essa dinâmica revela a tensão constante entre os objetivos sociais atribuídos às estatais e as expectativas de retorno dos acionistas, como já apontado por Guimarães e Silva (2019) e Musacchio & Lazzarini (2014).

Além disso, ao incorporar variáveis políticas e textuais, como o risco político percebido (PRisk), construído a partir da análise dos relatórios gerenciais da Petrobras, este estudo oferece uma contribuição metodológica relevante. Embora o PRisk não tenha contribuído para explicar o efeito em *payout*, a utilização dessa variável conecta abordagens tradicionais da política de dividendos com ferramentas computacionais para captura de percepção institucional, evidenciando o potencial analítico do uso de dados não estruturados na pesquisa em administração pública e finanças corporativas. A operacionalização de PRisk, aliada ao uso de modelos econométricos apropriados ao tipo de dado (modelo misto, Tobit e ZINB), avança no entendimento sobre como o contexto institucional afeta decisões financeiras em empresas estatais.

Adicionalmente, os resultados também estão alinhados com os apontamentos de Paz (2015) e Lucchesi, Oliveira e Souza (2025), ao evidenciarem que a Petrobras sofreu alterações em sua distribuição de dividendos a depender do governo vigente, ora sendo utilizada como instrumento de política econômica, ora priorizando a maximização do retorno ao acionista. Esse comportamento sugere uma ausência de padronização técnica nas práticas de distribuição de resultados, o que, conforme Lazzarini e Musacchio (2018), caracteriza uma influência política estrutural na gestão de estatais.

Os resultados empíricos obtidos neste estudo corroboram, em grande medida, os achados de autores como Bortolon, Bortolon e Silva (2018) e Silva, Famá e Brito (2015), os quais evidenciam que o acionista controlador exerce papel determinante nas decisões sobre a distribuição de dividendos. Observa-se, especificamente no caso da Petrobras, que as decisões de distribuição estão fortemente relacionadas aos ciclos governamentais, refletindo uma possível priorização de objetivos político-econômicos em detrimento de critérios técnicos.

Em suma, este estudo busca avançar na compreensão teórica sobre os determinantes políticos da política de dividendos em empresas estatais, demonstrando que a alternância de poder entre governos com diferentes agendas ideológicas tem impactos quantificáveis sobre a distribuição de resultados aos acionistas. A Petrobras, como empresa de controle estatal com grande relevância para o mercado de capitais brasileiro, constitui um caso empírico apropriado para explorar essa interseção entre política e finanças, corroborando a tese de que interferências governamentais são uma variável-chave nas decisões estratégicas dessas organizações (Rozeff, 1982; Jensen, 1986; Fontes-Filho, 2018).

5.3 IMPLICAÇÕES PARA A GESTÃO

Os achados desta pesquisa oferecem subsídios relevantes para investidores, gestores públicos e analistas de mercado. Para os investidores, compreender a influência do ciclo político sobre a política de dividendos da Petrobras permite uma avaliação mais estratégica do risco político atrelado à empresa. Para gestores públicos e conselheiros da estatal, os resultados alertam sobre os efeitos das decisões de retenção ou distribuição de lucros na percepção do mercado e no valor de capitalização da companhia. Por fim, os analistas e formuladores de políticas podem considerar que a previsibilidade e a coerência nas decisões relacionadas à governança e à remuneração de acionistas são elementos centrais para a credibilidade e atratividade das empresas estatais no mercado de capitais.

5.4 LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Este estudo, ao analisar a influência de diferentes governos sobre a política de distribuição de dividendos da Petrobras, apresenta algumas limitações que devem ser consideradas. Primeiramente, a análise se restringe a uma única empresa estatal de capital misto, ainda que altamente relevante no cenário econômico brasileiro. Embora a escolha da Petrobras se justifique por seu peso econômico, político e simbólico, tanto no mercado de capitais quanto na formulação de políticas públicas (Fontes-Filho, 2018), os resultados encontrados podem não ser automaticamente generalizáveis a outras empresas estatais, inclusive àquelas com menor exposição política ou com estrutura de governança distinta.

Em segundo lugar, a variável que representa a orientação política do governo foi tratada como uma *dummy* dicotômica (0 para esquerda, 1 para direita), o que implica uma simplificação das dinâmicas político-ideológicas. Essa abordagem não capta aspectos mais específicos entre governos de mesma orientação, nem considera mudanças intra-governo ao longo do tempo, como ajustes de agenda econômica ou reformulações de política corporativa. Além disso, a análise não incorporou diretamente eventos pontuais que possam ter causado choques exógenos nos dividendos, como crises econômicas, variações internacionais nos preços do petróleo ou mudanças regulatórias.

Outro aspecto importante diz respeito à ausência de variáveis institucionais e de governança mais refinadas. Conforme discutido na introdução, “as empresas estatais enfrentam o desafio de atender simultaneamente aos interesses do governo e dos acionistas privados” (Megginson & Netter, 2001), o que implica em possíveis assimetrias de poder e conflitos de

agência. No entanto, este estudo não mensurou diretamente elementos como o nível de independência da diretoria, a composição do conselho de administração ou o papel dos órgãos de controle interno e externo, os quais poderiam modular os efeitos da influência política sobre a política de dividendos.

Por fim, os dados utilizados foram exclusivamente secundários e quantitativos, baseados em informações públicas. Embora essa abordagem permita mensurações objetivas e replicáveis, ela não contempla as percepções e motivações dos tomadores de decisão. Estariam ausentes, portanto, dimensões qualitativas que poderiam enriquecer a compreensão dos resultados, especialmente quanto aos dilemas enfrentados pela alta gestão em contextos de transição política.

Diante dessas limitações, futuras pesquisas podem ampliar a investigação para um conjunto mais diversificado de empresas estatais brasileiras ou internacionais, considerando contextos institucionais distintos. Também seria relevante incorporar variáveis que expressem o nível de governança corporativa, mecanismos de controle acionário, ou a presença de conselheiros independentes. Alternativamente, estudos qualitativos, com base em entrevistas com gestores, reguladores ou investidores institucionais, poderiam lançar luz sobre as interpretações subjetivas e estratégias políticas que permeiam a gestão de empresas de capital misto. Finalmente, abordagens longitudinais comparativas entre países poderiam contribuir para o entendimento mais amplo da relação entre orientação política, governança estatal e políticas de dividendos em ambientes de democracia instável ou intervenção pública significativa nos mercados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP). (2023). Relatório anual de 2023. Recuperado de <https://www.gov.br/anp/>.
- Ali, A., Jan, F. A., & Sharif, I. (2015). Effect of dividend policy on stock prices. *Business & Management Studies: An International Journal*, 3(1), 56–87.
- Anderson, H. D., Malone, C. B., & Marshall, B. R. (2008). Investment returns under right-and left-wing governments in Australasia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(3), 252-267.
- Assaf Neto, A. (2007). *Finanças corporativas e valor* (3ª ed.). Atlas.
- B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. (2023). Relatório anual de 2023. Recuperado de <https://ri.b3.com.br/pt-br/informacoes-financeiras/relatorio-anual>.
- Baker, H. K., & Powell, G. E. (1999). How corporate managers view dividend policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38(17), 17–35.
- Baker, A., Sokhey, A. E., Ames, B., & Renno, L. R. (2016). The dynamics of partisan identification when party brands change: the case of the Workers Party in Brazil. *The Journal of Politics*, 78(1), 197-213.
- Barclay, M. J., & Holderness, C. G. (1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25(2), 371–395.
- Bartram, S. M., Brown, P. R., How, J. C. Y., & Verhoeven, P. (2012). Agency conflicts and corporate payout policies: A global study [Working paper]. Social Science Research Network. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1068281.
- Bastos, D. D., & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20, 75-94.
- Bergstrom, C., & Rydqvist, K. (1990). Ownership of equity in dual-class firms. *Journal of Banking and Finance*, 14(2–3), 255–269.
- Booth, L., & Zhou, J. (2017). Dividend policy: A selective review of results from around the world. *Global Finance Journal*, 34, 1–15.
- Bortolan, P. M. (2013). Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 10(1), 2–18.
- Bortolotti, B., & Faccio, M. (2009). Government control of privatized firms. *The Review of Financial Studies*, 22(8), 2907–2939.

- Boulton, T., Braga-Alves, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, 18, 968–979.
- Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Ehrhardt, M. C. (2001). *Administração financeira: Teoria e prática* (14ª ed.). Cengage Learning.
- Carvalho da Silva, A. L. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 39(4), 348–361.
- Carvalho da Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index: Firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 1(3), 1–18.
- Cheon, A., Lackner, M., & Urpelainen, J. (2015). Instruments of political control: National oil companies, oil prices, and petroleum subsidies. *Comparative Political Studies*, 48(3), 370–402.
- Colombo, J. (2011). *Juros sobre capital próprio, estrutura de propriedade e destruição do valor* [Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul].
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2014). *Mercado de valores mobiliários brasileiro* (3ª ed.). CVM.
- Costa, A. C. D. (2011). *Altos dividend yields como estratégia para composição de carteiras de investimentos* [Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Ceará].
- Costa, L. P. D. S., & Figueira, A. C. R. (2017). Risco político e internacionalização de empresas: uma revisão bibliográfica. *Cadernos Ebape. BR*, 15(1), 63-87.
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366a), 427–431.
- Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, 74(366a), 427-431.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Erasmus, P. (2013). The influence of dividend yield and dividend stability on share returns: Implications for dividend policy formulation. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 6(1), 13–31.
- 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.
- Filho, F. H. B. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31(89), 51–60.

- Fonseca, A. D., & Silva, S. L. A. (2020). O neoliberalismo em tempos de pandemia: O governo Bolsonaro no contexto de crise da Covid-19. *Revista Agora*, 22(2), 58–78.
- Fontes-Filho, J. R. (2018). A governança corporativa em empresas estatais brasileiras frente à Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei nº 13.303/2016). *Revista do Serviço Público – RSP*, 69, ed. especial, 209-238
- Forti, C. A. B., & Peixoto, F. M. (2015). Determinant factors of dividend payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(67), 167–180.
- Galvão, K. S., Santos, J. F., & Araújo, J. M. (2018). Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: Um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(36), 3–30.
- Galvão, K. S., Santos, J. F., & 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), 1–23.
- Giambona, E., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2017). The management of political risk. *Journal of International Business Studies*, 48(4), 523-533.
- Gitman, L. J. (2014). *Princípios de administração financeira* (12ª ed., A. V. Hastings, Trad.). Pearson Prentice Hall.
- Goldstein, A. A. (2019). The new far-right in Brazil and the construction of a right-wing order. *Latin American Perspectives*, 46(4), 245-262.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investing and financing policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264–272.
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47, 731–758.
- Guimarães, S. F., & Silva, A. L. C. (2019). Eleições e sucessões de CEOs em empresas estatais brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(1), 462–481.
- Hahn, A. V., Nossa, S. N., Teixeira, A. J. C., & Nossa, V. (2010). Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 21(3), 15–48.
- Harada, K., & Nguyen, P. (2006). Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan. *Journal of Finance*, 55, 1–33.
- Hardin, W., & Hill, M. D. (2008). REIT dividend determinants: Excess dividends and capital markets. *Real Estate Economics*, 36(2), 349–369.

- Hassan, T. A., Hollander, S., Van Lent, L., & Tahoun, A. (2019). Firm-level political risk: Measurement and effects. *The Quarterly Journal of Economics*, 134(4), 2135–2202.
- Holder, M. E., Langrehr, F. W., & Hexter, J. L. (1998). Dividend policy determinants: An investigation of the influences of stakeholder theory. *Financial Management*, Autumn, 73–82.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. MacMillan.
- Khan, T. (2006). Company dividends and ownership structure: Evidence from UK panel data. *The Economic Journal*, 116(510), 172–189.
- Kim, D., Kim, I., Krueger, T. M., & Unsal, O. (2021). The influence of CEO political ideology on labor relations and firm value. *Managerial Finance*, 47(9), 1300–1319.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3–27.
- Lang, L. H. P., & Litzenberger, R. H. (1989). Dividend announcements: Cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 24, 181–191.
- Lazzarini, S. G., & Musacchio, A. (2018). State ownership reinvented? Explaining performance differences between state-owned and private firms. *Corporate Governance: An International Review*, 26(4), 255–272.
- Leal, R. P. C. (2004). Governance practices and corporate value: A recent literature survey. *Revista de Administração*, 39(4), 327–337.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm
- Leite, A. F. F., Wilbert, M. D., & Serrano, A. L. M. (2016). Precificação das ações da Petrobras: Uma análise do conflito de agência no caso Pasadena. *Revista Paranaense de Desenvolvimento*, 37(131), 215–236.

- Lima, L. T. (2014). Estrutura de propriedade e de controle e política de dividendos: Evidências das empresas listadas na BM&FBOVESPA [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul].
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243–269.
- Lloyd, W. P., Jahera, J. S., & Page, D. E. (1985). Agency cost and dividend payout ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24(3), 19–29.
- Loss, L., & Neto, A. S. (2006). O inter-relacionamento entre política de dividendos e de investimentos: Um estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na BOVESPA. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 17(40), 52–66.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, 66(1), 35–65.
- Marchi, J. C. (2019). Anúncio de dividendos e seus reflexos nos preços das ações negociadas no mercado de capitais brasileiro [Dissertação de Mestrado, Universidade Estadual de Maringá].
- Martins, T. C., & Novaes, W. (2012). Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 953–967.
- Martins, V. A., Bosio, Q. F. F., Jeremias, J. J., & Enciso, L. F. (2021). Conflitos de agência, governança corporativa e o serviço público brasileiro: Um ensaio teórico. *Revista de Governança Corporativa*, 5(1).
- Maury, C., & Pajuste, A. (2002). Controlling shareholders, agency problems, and dividend policy in Finland. Working Paper, Stockholm School of Economics.
- 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.
- McCulloch, C. E., & Searle, S. R. (2004). Generalized, linear, and mixed models. John Wiley & Sons.
- Meggison, W. L., & Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321–389.
- Michael, N. B. (2013). Agency conflict and corporate dividend policy decisions in Nigeria. *Asian Economic and Financial Review*, 3(8), 1110–1121.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.

- Moraes, I. A. (2020). Estado e desenvolvimento econômico durante os governos de Lula e de Dilma (2003–2016): Social desenvolvimento truncado [Tese de Doutorado, Universidade Estadual Paulista].
- Motta, S., Costa, F. L., & Furtado, L. (2020). Governança corporativa de sociedades de economia mista sob controle acionário do Governo Federal. *Revista do Serviço Público*, 76(2), 233–257.
- Musacchio, A., & Lazzarini, S. G. (2014). *Reinventing state capitalism: Leviathan in business, Brazil and beyond*. Harvard University Press.
- Payne, L. A., & de Souza Santos, A. A. (2020). The right-wing backlash in Brazil and beyond. *Politics & Gender*, 16(1), E6.
- Paz, M. J. (2015). Institutional change and state-owned enterprises: Reflections from the Petrobras case study. *Public Management Review*, 17(6), 791–811.
- Pereira, C. A., Niyama, J. K., & Santos, A. (2020). Influência do tipo de controle na distribuição de dividendos: Evidências em empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 18(4), 42–67.
- Petrobras. (2023). Relatório anual de 2023. Recuperado de <https://petrobras.com.br/>
- Phillips, P. C., & Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335–346.
- Pinheiro, B. G., De Luca, M. M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2016). Conexões políticas nas maiores companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Eletrônica de Administração*, 84, 394–418.
- Pinto Júnior, M. E. (2009). A estrutura da administração pública indireta e o relacionamento do Estado com a empresa controlada. *Revista de Direito Público da Economia*, 7(28), 43–63.
- Procianoy, J. L. (1994). Conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo: Evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988–1989 [Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo].
- Rebello, M.M. (2012). Ideologias partidárias no governo Lula: A percepção do eleitor. *Civitas – Revista de Ciências Sociais*, 12(2), 298–320.
- Rodrigues, R. L. (2015). Teoria da agência, governança corporativa e política de dividendos: Evidências nas empresas brasileiras de capital aberto [Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo].
- Ross, S. A. (2002). *Administração financeira* (2ª ed.). Atlas.

- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- Samuels, D. (2004). From socialism to social democracy: party organization and the transformation of the workers' party in Brazil. *Comparative political studies*, 37(9), 999–1024.
- Santos, F. R., & Oliveira, A. G. (2018). O direito fundamental à boa administração pública e a governança corporativa e pública: Limites da influência política na gestão das empresas estatais. *Revista Eletrônica Conhecimento Interativo*, 1(12).
- Sátyro, N. (2021). The paradigmatic radical reform in Brazil's social policies: The impact of the Temer administration. In *Latin American social policy developments in the twenty-first century* (pp. 317-340). Cham: Springer International Publishing.
- Schapiro, M. G., & Marinho, S. M. M. (2017). Conflito de interesses nas empresas estatais: Uma análise dos casos Eletrobrás e Sabesp. *Revista de Direito Práx.*, 9(3), 1424–1461.
- Schmidt, P., Martins, M. A. S., & Cunha, J. A. (2020). Impactos das eleições presidenciais nas empresas federais. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 14(4), 180–200.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995–1025.
- Siedschlag, D., Lana, J., Augusto, R. G., & Marcon, R. (2023). Curtir, compartilhar e reagir: Captura de tweets para pesquisas e decisões corporativas. *Revista de Administração Contemporânea*, 27(2), e220008.
- Silva, C. A. T., Famá, R., & Brito, L. A. L. (2015). Ownership structure and dividend policy in Brazil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(2), 228–248.
- Silva, E. C. (2016). Governança corporativa nas empresas: Guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores (4ª ed.). Atlas.
- Silva, F. A., & Brito, L. A. L. (2013). Controladores e dividendos: Análise em empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 24(1), 69–90.
- Silva, J. C. D., Xavier, W. G., Gambirage, C., & Camilo, S. P. O. (2018). The influence of political connections on the cost of capital and the performance of companies listed on B3. *Brazilian Business Review*, 15, 317–330.
- Silva, M. G. D., & Rodrigues, T. C. M. (2025). O populismo de direita no Brasil: neoliberalismo e autoritarismo no governo Bolsonaro. *Mediações*, 26, 86-107.

- Silveira, A. M., Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: Evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763–788.
- Stephen, A. T., & Galak, J. (2012). The effects of traditional and social earned media on sales: A study of a microlending marketplace. *Journal of Marketing Research*, 49(5), 624–639.
- Tácito, C. (2005). Regime jurídico das empresas estatais. *Revista de Direito Administrativo*, 242, 85–93.
- Tarouco, G., & Madeira, R. (2015). Os partidos brasileiros segundo seus estudiosos: análise de um expert survey. *Civitas – Revista de Ciências Sociais*, 15(1), e24–e39.
- Tobin, J. (1958). Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables. *Econometrica*, 26(1), 24–36.
- Ullah, S., & Kamal, Y. (2017). Board characteristics, political connections, and corporate cash holdings: The role of firm size and political regime. *Business & Economic Review*, 9(1), 157–179.
- Vancin, D. F., & Kirch, G. (2020). Profit distribution and regulation: The impact of mandatory dividend in corporate internal funding. *Revista Contabilidade e Finanças*, 31(84), 524–541.
- Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). The determinants of dividend payment: The effect of the legal and contractual obligatory minimum in Brazilian companies. *Brazilian Review of Finance*, 14(1), 89–123.
- Veja Negócios. (2024). Os impactos desastrosos da interferência do governo na Petrobras e na Vale. Recuperado de <https://veja.abril.com.br/economia/os-impactos-desastrosos-da-interferencia-do-governo-na-petrobras-e-na-vale>.
- Vitoria, R., Bressan, A. A., & Iquiapaza, R. A. (2020). As empresas estatais necessitam de um fator de prêmio de risco? *Brazilian Business Review*, 17(5).
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 817–838.
- Williamson, O. (1996). *The mechanisms of governance*. Oxford University Press.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- Zadorian, A. (2021). Practicing (state) capitalism at Petrobras and Rosneft. *International Journal of Public Administration*, 44(14), 1241–1252.
- Zagonel, T., Terra, P. R. S., & Pasuch, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. *RAUSP Management Journal*, 53(3), 304–323.

Zingales, L. (1994). The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience. *The Review of Financial Studies*, 7(1)

APÊNDICE A – PROMPTS DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL GENERATIVA PARA CRIAÇÃO DE DICIONÁRIOS DE PRISK

Prompt 1

Objetivo:

Estou desenvolvendo uma pesquisa acadêmica sobre como empresas abordam temas relacionados a risco e incerteza em seus relatórios anuais.

Por isso, preciso que você gere uma lista abrangente de **palavras e expressões (unigramas e bigramas)** que sejam **sinônimos, variações ou termos semanticamente próximos** aos conceitos de **risco** e **incerteza**.

Por favor, **evite palavras excessivamente técnicas** e concentre-se em termos usados com frequência em documentos corporativos e relatórios financeiros.

Organize a resposta em formato de lista com cerca de 30 a 50 termos, divididos entre:

- Termos relacionados a **risco**
- Termos relacionados a **incerteza**

A lista será usada para análise textual de documentos corporativos, portanto, busque termos que realmente apareçam nesse tipo de comunicação escrita.

Prompt 2

Objetivo:

Estou construindo um dicionário de palavras associadas a **risco político** com base em evidências extraídas de artigos científicos.

A seguir, vou fornecer o conteúdo de um artigo (ou parte dele) que discute o conceito de risco político e sua relação com o ambiente institucional, econômico ou empresarial.

Por favor, **leia o texto com atenção** e gere uma lista com cerca de **30 a 50 palavras ou expressões** (unigramas e bigramas) que são utilizadas ou sugeridas como:

- Indicadores de risco político;
- Consequências de risco político;
- Situações e eventos frequentemente associados ao risco político;
- Termos que empresas ou analistas usam para descrever esse tipo de risco em relatórios e análises.

Organize a resposta como uma **lista simples**, sem explicações, preferencialmente dividida em categorias, como por exemplo:

- Ambiente institucional ou regulatório

- Incerteza política
- Conflitos ou instabilidade
- Termos macroeconômicos associados a risco político

Evite repetir palavras genéricas como "risco" ou "política", e concentre-se em termos contextuais. Essa lista será usada para identificar presença de risco político em relatórios corporativos.

Prompt 3

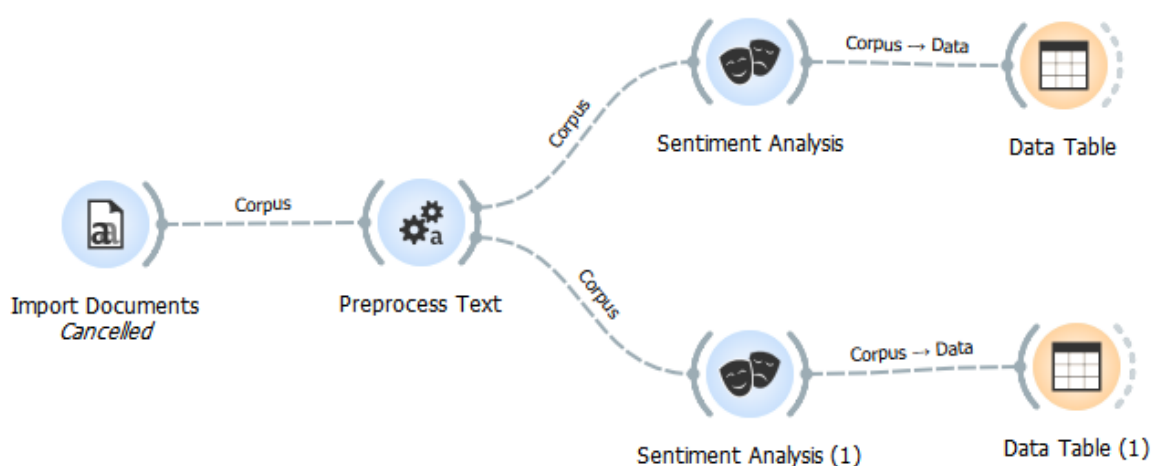
Objetivo: Estou desenvolvendo uma métrica de risco percebido em relatórios corporativos. Para isso, preciso de uma lista de palavras e expressões neutras, amplamente utilizadas em relatórios anuais, documentos contábeis e operacionais de empresas de capital aberto, que não estejam associadas diretamente a risco, incerteza, crise ou instabilidade. Por favor, gere uma lista com cerca de 40 a 60 termos (unigramas e bigramas) representando: Termos contábeis e financeiros comuns Palavras relacionadas a desempenho, metas e estratégias Vocabulário típico de relatórios de administração ou de desempenho corporativo Termos neutros relacionados à operação, estrutura organizacional, planejamento e gestão Organize a resposta em formato de lista simples, separada por categorias se possível (por exemplo: termos contábeis, estratégicos, operacionais). Lembre-se de evitar palavras com conotação negativa ou de risco. Este vocabulário será usado como base neutra para análise textual.

APÊNDICE B – MODELAGEM DE ANÁLISE DE TEXTO COM LINGUAGEM DE PROCESSAMENTO NATURAL NO SOFTWARE ORANGE

O processo de análise de sentimentos realizado no software Orange Data Mining envolveu a aplicação de técnicas de *text mining* para dois conjuntos de documentos distintos: um relacionado à variável PRisk, que capta a proporção de menções políticas nas transcrições das teleconferências da Petrobras, e outro voltado à variável zPSentiment, que expressa o balanço entre sentimentos positivos e negativos expressos nessas mesmas transcrições.

O fluxo de trabalho iniciou-se com o módulo de importação do corpus de pesquisa, que consiste nos 14 relatórios de administração da Petrobrás, conforme detalhado na Figura S1.

Figura S1 – Fluxo de análise textual no *software Orange*



Em seguida, realizou-se a etapa de Preprocess Text, responsável pela normalização e limpeza dos textos. Nesse estágio, aplicaram-se as seguintes transformações: conversão para letras minúsculas (*lowercase*), remoção de acentos, eliminação de URLs e parsing de HTML. A tokenização foi configurada por pontuação de palavras (*word punctuation*), com padrão de expressão regular definido como `\w+`, de modo a extrair apenas palavras alfanuméricas.

Para o refinamento do corpus textual, foram aplicados filtros importantes:

- uso de uma lista de stopwords em português (via arquivo stopwords.txt);
- exclusão de números e símbolos irrelevantes via expressão regular;

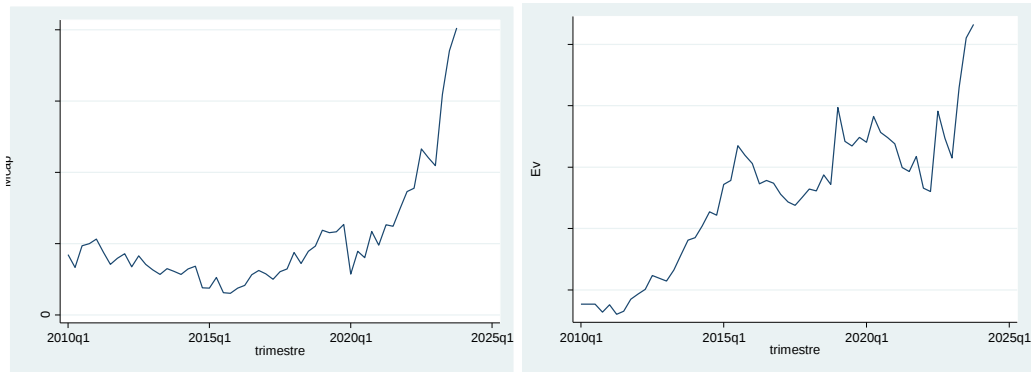
- seleção de termos com frequência relativa entre 10% e 90% dos documentos, garantindo a exclusão de termos raros ou excessivamente comuns;
- restrição aos tokens mais frequentes (até 101);
- e limitação das análises apenas a substantivos e verbos, com base em POS tagging.

Com o texto pré-processado, aplicaram-se dois nós de Sentiment Analysis, um para cada corpus (PRisk e zPSentiment). Essa etapa utilizou o dicionário interno do Orange para língua portuguesa, que classifica cada token como positivo, negativo ou neutro. O score de sentimento foi calculado com base na razão entre palavras positivas e negativas em cada documento, gerando uma pontuação agregada por transcrição.

Por fim, os resultados foram exportados para tabelas com o nó Data Table, possibilitando a posterior integração com os dados quantitativos e modelagem estatística no Stata. Esse processo permitiu derivar duas variáveis: PRisk, indicando a intensidade do conteúdo político nas teleconferências, e zPSentiment, capturando a valência emocional dos discursos executivos.

APÊNDICE B – TESTES DE RAIZ UNITÁRIA E GRÁFICOS DE TENDÊNCIA





```
. dfuller PayoutRatio, lags(4)
```

Augmented Dickey-Fuller test for unit root Number of obs = 51

Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z (t)	-3.093	-3.579	-2.929	-2.600

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0271

```
. pperron PayoutRatio
```

Phillips-Perron test for unit root Number of obs = 55
Newey-West lags = 3

		Interpolated Dickey-Fuller		
	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z (rho)	-57.076	-18.990	-13.340	-10.730
Z (t)	-7.657	-3.573	-2.926	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000

. dfuller PRisk, lags(4)

Augmented Dickey-Fuller test for unit root Number of obs = 51

Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z (t)	-2.423	-3.579	-2.929	-2.600

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.1353

. pperron PRisk

Phillips-Perron test for unit root Number of obs = 55
Newey-West lags = 3

		Interpolated Dickey-Fuller		
	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z (rho)	-17.194	-18.990	-13.340	-10.730
Z (t)	-3.043	-3.573	-2.926	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0310

. dfuller Sentiment, lags(4)

Augmented Dickey-Fuller test for unit root Number of obs = 51

Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z (t)	-2.423	-3.579	-2.929	-2.600

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.1353

. pperron Sentiment

Phillips-Perron test for unit root Number of obs = 55
Newey-West lags = 3

Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z (rho)	-17.194	-18.990	-13.340	-10.730
Z (τ)	-3.043	-3.573	-2.926	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0310

```
. dfuller SEBITDA, lags(4)
```

Augmented Dickey-Fuller test for unit root Number of obs = 51

		Interpolated Dickey-Fuller		
	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(t)	-0.306	-3.579	-2.929	-2.600

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.9246

```
. pperron SEBITDA
```

Phillips-Perron test for unit root Number of obs = 55
Newey-West lags = 3

		Interpolated Dickey-Fuller		
	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z (rho)	-2.227	-18.990	-13.340	-10.730
Z (t)	-0.864	-3.573	-2.926	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.7996

```
. dfuller SCAE, lags(4)
```

Augmented Dickey-Fuller test for unit root Number of obs = 51

		Interpolated Dickey-Fuller		
	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(t)	-1.857	-3.579	-2.929	-2.600

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.3525

```
. pperron SCAE
```

Phillips-Perron test for unit root Number of obs = 55
Newey-West lags = 3

		Interpolated Dickey-Fuller		
	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z (rho)	-20.958	-18.990	-13.340	-10.730
Z (t)	-3.656	-3.573	-2.926	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0048

```
. dfuller SLSD, lags(4)
```

```
Augmented Dickey-Fuller test for unit root      Number of obs   =      51
```

Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller		
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(t)	-2.293	-3.579	-2.929
			-2.600

```
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.1743
```

```
. pperron SLSD
```

```
Phillips-Perron test for unit root      Number of obs   =      55  
                                         Newey-West lags =       3
```

Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller		
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(rho)	-4.462	-18.990	-13.340
Z(t)	-1.794	-3.573	-2.926
			-2.598

```
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.3835
```

```
. dfuller SCAP, lags(4)
```

```
Augmented Dickey-Fuller test for unit root      Number of obs   =      51
```

Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller		
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(t)	-1.313	-3.579	-2.929
			-2.600

```
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.6233
```

```
. pperron SCAP
```

```
Phillips-Perron test for unit root      Number of obs   =      55  
                                         Newey-West lags =       3
```

Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller		
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(rho)	-18.113	-18.990	-13.340
Z(t)	-3.328	-3.573	-2.926
			-2.598

```
MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0137
```

```
. dfuller RetOnSTCSE_TTM, lags(4)
```

Augmented Dickey-Fuller test for unit root Number of obs = 51

Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z (t)	-0.653	-3.579	-2.929	-2.600

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.8585

```
. pperron RetOnSTCSE_TTM
```

Phillips-Perron test for unit root Number of obs = 55
Newey-West lags = 3

		Interpolated Dickey-Fuller		
	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z (rho)	-4.565	-18.990	-13.340	-10.730
Z (t)	-1.365	-3.573	-2.926	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.5988

```
. dfuller Mcap, lags(4)
```

Augmented Dickey-Fuller test for unit root Number of obs = 51

Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z (t)	2.913	-3.579	-2.929	-2.600

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 1.0000

```
. pperron Mcap
```

Phillips-Perron test for unit root Number of obs = 55
Newey-West lags = 3

		Interpolated Dickey-Fuller		
	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z (rho)	8.357	-18.990	-13.340	-10.730
Z (t)	4.289	-3.573	-2.926	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 1.0000

. dfuller Ev, lags(4)

Augmented Dickey-Fuller test for unit root Number of obs = 51

Test Statistic	Interpolated Dickey-Fuller			
	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value	
Z(t)	-0.308	-3.579	-2.929	-2.600

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.9243

. pperron Ev

Phillips-Perron test for unit root Number of obs = 55
Newey-West lags = 3

		Interpolated Dickey-Fuller		
	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z (rho)	-0.412	-18.990	-13.340	-10.730
Z (t)	-0.174	-3.573	-2.926	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.9416

Augmented Dickey-Fuller test for unit root Number of obs = 51

		Interpolated Dickey-Fuller		
	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z(t)	-1.755	-3.579	-2.929	-2.600

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.4028

. pperron RNIMAR

Phillips-Perron test for unit root Number of obs = 55
Newey-West lags = 3

		Interpolated Dickey-Fuller		
	Test Statistic	1% Critical Value	5% Critical Value	10% Critical Value
Z (rho)	-43.434	-18.990	-13.340	-10.730
Z (t)	-5.636	-3.573	-2.926	-2.598

MacKinnon approximate p-value for Z(t) = 0.0000