



Universidade de Brasília – UnB
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas - FACE
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais - CCA
Curso de Graduação em Ciências Contábeis

JOSE DE RIBAMAR FERREIRA DA SILVA

**CARACTERÍSTICAS DETERMINANTES ACERCA DA DISTRIBUIÇÃO
DE DIVIDENDOS NAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA DO
BRASIL.**

Brasília-DF
2019

Professora Doutora Marcia Abrahão Moura
Reitor da Universidade de Brasília

Professora Doutora Cláudia da Conceição Garcia
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas

Professor Doutor Paulo Cesar de Melo Mendes
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professora Doutora Danielle Montenegro Salamone Nunes
Coordenadora de Graduação do curso de Ciências Contábeis e Atuariais – Diurno

Professor Mestre Elivânio Geraldo de Andrade
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis e Atuariais - Noturno

JOSÉ DE RIBAMAR FERREIRA DA SILVA

**CARACTERÍSTICAS DETERMINANTES ACERCA DA DISTRIBUIÇÃO
DE DIVIDENDOS NAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA DO
BRASIL.**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília, como requisito a conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e para a obtenção do Grau em Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa:

Contabilidade e Mercado financeiro

Orientador:

Prof. Dr. Jorge Katsumi Niyama

SILVA, José de Ribamar Ferreira da.

Características determinantes acerca da distribuição de Dividendos nas empresas listadas na BM&FBovespa do Brasil.

47 p.

Orientador: Prof. Dr. Jorge Katsumi Niyama

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia – Graduação) – Universidade de Brasília (UnB) – Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Gestão de Políticas Públicas – FACE.

1º Semestre de 2019.

Bibliografia.

1. Políticas Contábeis. 2. Políticas Econômicas. 3. Política de Dividendos. 4. Juros Sobre o Capital Próprio. 5. Política de Investimentos.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente; a Deus por estar sempre ao meu lado durante esta jornada e pelo milagre da vida.

À minha amada esposa, Daiana, minha melhor parte, pela paciência, compreensão, carinho e apoio durante estes anos. Aos meus filhos, Danilo e a pequena Letícia que está a caminho, vocês são meus motivos para continuar sempre em frente e nunca desistir. A minha irmã, Rosana, pelo carinho, respeito e amor. A minha querida mãe, que pela coragem e determinação me inspirou a chegar até aqui.

Ao Prof. Dr. Jorge Katsumi Niyama, pelo qual tenho enorme admiração, tanto pela excelência profissional bem como o brilhantismo ao transmitir o conhecimento de maneira simples e didática. Sou grato por não ter desistido de mim, gratidão!

Agradeço ao Prof. Dr. José Lúcio Tozetti Fernandes pelo apoio e por ter disponibilizado parte do seu tempo para me ajudar na elaboração do modelo estatístico, obrigado.

Aos meus companheiros de curso, aos Mestres e Doutores e todos os colaboradores do departamento, que durante estes anos contribuíram para a formação de um profissional e um ser humano cada vez melhor, meu muito obrigado.

Por fim, agradeço a Universidade de Brasília, pelo privilégio de ter feito parte de um grupo seletivo de pessoas com acesso a um ensino de qualidade e pelas amizades aqui construídas.

RESUMO

Este estudo tem por objetivo avaliar as características determinantes acerca da distribuição de dividendos nas empresas listadas na B3 do Brasil, frente a um contexto conflituoso entre a política e economia brasileira no período de 2014 a 2017. Foram excluídas do estudo as instituições financeiras sob a justificativa de serem reguladas pelo governo, podendo vir a comprometer os resultados da pesquisa. Para alcançar o objetivo, foram coletadas informações a partir das demonstrações contábeis e notas explicativas das companhias na base do Economática®. De maneira a dar maior embasamento ao estudo, fez-se uso de análise estatística utilizando os modelos de regressão com dados em painel para estimar R^2 que é a capacidade de o modelo explicar os valores observados bem como o nível de significância dos coeficientes estimados. Os resultados foram significativos para promover mudanças no volume de dividendos distribuídos bem como redução nas reservas de investimentos das companhias avaliadas.

Palavras-Chave: Políticas Contábeis; Políticas econômicas; Política de Dividendos; Juros Sobre Capital Própria; Política de Investimentos.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

QUADRO

Quadro 1: Variáveis da Pesquisa	32
---------------------------------------	----

GRÁFICOS

Gráfico 1: PIB nacional em valores correntes	22
Gráfico 2: Variação percentual do PIB.....	23

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Classificação das Empresas por setor econômico	30
Tabela 2: Percentual do Dividendo Obrigatório destacado nas notas explicativas das Companhias	33
Tabela 3: Volume de Dividendo e JSCP em milhares de R\$ distribuídos entre 2014 a 2017 .	34
Tabela 4: Política de Investimento	34
Tabela 5: Estatística Descritiva	36
Tabela 6: Coeficiente de Correlação Linear	37
Tabela 7: Teste de Raiz Unitária Dickey-Fuller - ADF.....	38
Tabela 8: Fator de Inflação de Variância-FIV	39
Tabela 9: Resultado da estimação do modelo para a avaliação das características de distribuição de dividendos e política de investimentos no cenário econômico entre os anos de 2014 a 2017 das 50 maiores cias listadas na BM&FBovespa	40

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	Contextualização.....	13
1.2	Problema de Pesquisa	15
1.3	Objetivo Geral.....	16
1.4	Objetivo Específico	16
1.5	Delineamento da Pesquisa.....	16
1.6	Justificativa.....	17
2	REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1	Políticas contábeis	19
2.2	Políticas Econômicas.....	20
2.3	Política de Dividendos	24
2.4	Juros Sobre Capital Próprio.....	26
2.5	Política de Investimentos	26
3	METODOLOGIA	28
3.1	Modelo Estatístico	28
3.2	Composição da Amostra	29
3.3	Modelo Estatístico	30
4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	33
4.1	Características para pagamento do Dividendo Obrigatório	33
4.2	Política de Investimento das companhias	34
4.3	Teste Estatístico para Análise das Características acerca da distribuição de Dividendos e Políticas de Investimentos.....	36
4.4	Teste de Raiz unitária	38
4.5	Teste de Hipótese de Pesquisa	39
4.6	Análise da Significância do modelo	40
5	CONCLUSÃO	42
	REFERÊNCIAS	45

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

O cenário econômico brasileiro entre os anos de 2014 até 2017 foi marcado por grandes transformações no âmbito da política governamental com reflexos na economia, como é o caso do conjunto de políticas adotadas entre os anos de 2011 e 2012 conhecidos como Nova Matriz Econômica, que resultou na baixa produtividade econômica e redução do produto potencial com a alocação de recursos com recuperação no longo prazo em setores pouco produtivos. A crise de sustentabilidade da dívida pública e a demanda na política monetária para o controle tarifário. O país passou por uma situação de recessão desde o segundo trimestre de 2014, o Produto Interno Bruto (PIB) *per capita* sofreu uma queda neste período de aproximadamente 9%. (BARBOSA FILHO, 2017).

Segundo os relatórios do *World Bank* (2018) as alterações nas políticas fiscal e cambial provocaram uma crise de oferta e demanda em diversos setores da economia bem como o início de uma crise política. O país, já vinha enfrentando quedas significativas nos últimos anos, apresentando taxas de crescimento abaixo do esperado. A partir de 2014, o Brasil diminuiu o ritmo de crescimento de 4,5% entre 2006 a 2010 para 2,1% entre 2011 e 2014 bem como o nível de renda da população de 7,1% 2003 a 2014 estagnado em 4,4%. Esse resultado gerou uma queda nos preços das *commodities* dando início a um processo de ajuste nas políticas fiscal e cambial anunciadas pelo então presidente Michel Temer após o *impeachment* de Dilma Rousseff. O déficit orçamentário em alta gerou um cenário de incerteza para os investidores nacionais e estrangeiros.

Para Barbosa Filho (2017) os choques provocados pelas forças de mercado são provenientes de uma série de equívocos no âmbito das políticas econômicas com a adoção da chama “Nova Matriz Econômica” (NME). Esse novo modelo de gestão provocou uma intervenção governamental nas políticas de mercado.

Em seus estudos Barbosa Filho (2017) afirma que com a aprovação do Projeto de Emenda à Constituição (PEC), que ficou popularmente conhecida como PEC do teto dos gastos, que tem em seu escopo a proposta de impedir que o gasto no setor público supere a inflação do período, combinado com a reforma previdenciária, o país retomaria o crescimento.

Em meio a esse contexto de incertezas ocasionado pela conjuntura política e econômica, às companhias de diversos setores da economia, indústria, comércio, serviços, agronegócio entre outros, acabaram sendo afetadas pelo pacote de mudanças na política nacional. Por se tratar de empresas de capital aberto, essas mudanças podem afetar o processo de tomada de decisão notadamente pelos investidores bem como a política estratégica das companhias, a expansão de novos negócios, contenção dos custos e principalmente a capacidade produtiva (LOSS; SARLO NETO, 2006).

As incertezas acerca da solidez da estrutura financeira e os rumos da política do país, obrigam as empresas a rever suas políticas internas de maneira a manter uma relação de confiança para com seus investidores em destaque para as políticas de dividendos e investimentos que serão tratadas neste trabalho. Além disso, estão inseridas na perspectiva das políticas contábeis a exigência de que as companhias prestem informações fidedignas e tempestivas que auxiliem estes usuários no seu processo de decisão acerca de investimentos futuros. As mudanças ocorridas nos últimos anos na legislação societária com a publicação da Lei nº 11.638/2007 dando início ao processo de convergência com a contabilidade internacional, determinou como as demonstrações financeiras devem ser apresentadas. Contudo, ao se tratar das características acerca da distribuição de dividendos, esbarra-se em um modelo normativo que determina como será feita tal distribuição dos lucros auferidos pelas companhias, como o dividendo mínimo obrigatório previsto no estatuto das companhias, como forma de proteção ao acionista não controlador (LOSS; SARLO NETO, 2006).

Los e Sarlo Neto (2006) afirmam que a não distribuição de lucros em forma de dividendos e ou juros Sobre Capital próprio, pode sinalizar ao mercado negativamente quanto a saúde financeira da empresa e sua continuidade operacional¹. O volume de dividendos e JSCP, distribuídos por 255 empresas com ações negociadas na BM&FBovespa em 2016 foi cerca de R\$67,6 bilhões, que em termos percentuais foi 9,35% inferior se comparado com o ano anterior (ECONOMATICA, 2017)

¹ A alteração nas características na distribuição de dividendos, no que diz respeito pagar ou não dividendos, pode sinalizar ao mercado dividendos como sinal positivo ou negativo a considerar como essas alterações podem afetar os fluxos de caixa (LOSS; SARLO NETO, 2006)

1.2 Problema de Pesquisa

Diante do exposto na contextualização, houve a necessidade de buscar fundamentação teórica para responder a seguinte pergunta: As mudanças ocorridas no cenário econômico entre os anos de 2014 até 2017 no Brasil, promoveram alterações nas características acerca da distribuição de Dividendos das companhias brasileiras bem como alterações na política de investimentos?

1.3 Objetivo Geral

Este trabalho tem por objetivo avaliar as características determinantes acerca da distribuição de Dividendos nas empresas listadas na B3 do Brasil no cenário econômico entre os anos de 2014 a 2017, assim como a política de investimentos das companhias.

Para atender ao objetivo geral da pesquisa, foram analisadas as informações contidas nas demonstrações financeiras das 50 maiores cias abertas listadas na BM&FBOVESPA. A amostra envolve diversos setores da economia excetos bancos e instituições financeiras². As informações analisadas foram extraídas das demonstrações financeiras consolidadas e padronizadas até 31 de dezembro de cada ano dos relatórios de administração e das notas explicativas.

1.4 Objetivo Específico

- a) Verificar as principais mudanças que ocorreram no cenário econômico e o reflexo de tais mudanças nos setores produtivos.
- b) Transcorrer sobre a importâncias das políticas contábeis nas companhias e como decisões externas podem influenciar a tomada de decisão das companhias, e o impacto de tais mudanças no desempenho financeiro das empresas, no que tange a distribuição de dividendos e políticas de investimentos.
- c) Analisar as demonstrações contábeis, inclusive as notas Explicativas através, da modelagem de dados que evidencie as alterações nas características acerca da distribuição de Dividendos das companhias listadas na BM&FBovespa.

1.5 Delineamento da Pesquisa

O epicentro da pesquisa é avaliar possíveis decisões da empresa quanto as políticas contábeis das companhias abertas brasileiras frente as mudanças no cenário econômico e o

² Ao analisar trabalhos publicados acerca de distribuição de dividendos percebe-se que é recorrente a exclusão destas instituições das amostras, por se tratar de um setor com forte regulação e normatização própria (SILVA; DANTAS, 2015)

seu resultado nas características determinantes acerca da distribuição de dividendos e política de investimentos das empresas no período de 2014-2017.

Como ponto de partida para o desenvolvimento desta pesquisa, é necessária uma revisão bibliográfica da literatura com o intuito de extrair informações relevantes que poderiam contribuir de maneira significativa para com o trabalho e viabiliza-se o levantamento dos dados para em seguida fazer as comparações.

A amostra é constituída pelas 50 companhias abertas de diferentes setores com maior ativo total listadas na BM&FBovespa. Nas quais, busca-se avaliar as mudanças nas características na distribuição de dividendos frente o cenário econômico no período de 2014 até 2017. A pesquisa tem caráter qualitativo nos procedimentos metodológicos e descritiva quanto aos objetivos.

1.6 Justificativa

A necessidade de informações que demonstre a situação financeira e a posição das empresas no mercado é de extrema relevância para os tomadores de decisão que inclui investidores, órgãos reguladores, gestores, entre outros e isso contribuiu para que o Brasil aderisse aos padrões internacionais de contabilidade por intermédio das leis 11.638/2007 e 11.941/2009 , que alteram de maneira significativa a lei 6.404/76, dando início ao processo de convergência com a contabilidade internacional por intermédio do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) é o órgão responsável pela convergência das normas contábeis brasileiras frente as normas internacionais emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) responsável por emitir normas contábeis no mundo as chamadas *International Financial Reporting Standards*(IFRS), (DAVES et al., 2012)

Para Nascimento *et.al* (2014) os meios de atuação da contabilidade bem como seu processo de desenvolvimento estão interligados. Países que não tem uma tradição no mercado de capitais, é comum sofrerem influencias externas na adoção de normas.

Daves et al (2012) afirma em seus trabalhos, que, em países com grande força regulatória e com uma cultura preestabelecida acerca da pratica contábil (como é o caso do Brasil), o processo de adesão a novas práticas não acontece de maneira fluida, pois, é necessário alinhar seu ordenamento jurídico, cultura dos profissionais da área contábil, órgãos reguladores, conselhos de classe entre outros.

Diante do exposto acima, entendeu-se por oportuno desenvolver um trabalho que aprofundasse o conhecimento acerca das políticas contábeis, assunto pouco explorado no meio acadêmico, com poucos trabalhos publicados em periódicos nacionais. O Pronunciamento Técnico CPC 23, trata de Políticas contábeis como o conjunto de princípios e regras praticados pelas empresas.(SILVA; MARTINS, 2013).

A pesquisa torna-se necessária, pois é por meio dela que será possível avaliar as características na distribuição de Dividendos e políticas de investimentos das companhias no cenário econômico nacional, busca-se avaliar a relação de causa e efeito nas características na distribuição de Dividendos, assim como a política de investimentos das companhias

. Para Silva e Martins (2013), podem ocorrer alterações nas escolhas de políticas contábeis decorrente e estimativas decorrente da adesão de uma nova norma, nas quais as mudanças podem ser ou não observáveis por meio das demonstrações contábeis.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A forma como as empresas distribuem Dividendos possui grande influência no mercado de capitais, pois é através destas características que as empresas podem captar recursos para financiar seus negócios. Além disso há o efeito de sinalização aos investidores de avaliar a capacidade de continuidade operacional das empresas. A distribuição de dividendos no Brasil, tem influência regulatória quanto aos critérios de distribuição prevista na lei nº 6.404/76 com alterações da lei 11.638/07 que determina o dividendo mínimo obrigatório nos estatutos das companhias abertas. Foi estudado também a questão do Juros Sobre o Capital Próprio, previsto no Art.9º da Lei nº 9.249/95 e posteriormente alterado pela Lei 12.973/14. É considerada uma despesa dedutível se levada a resultado, mas, na essência é “dividendo”, opção distinta para as empresas distribuírem os lucros.

2.1 Políticas contábeis

O processo de convergência contábil é um desafio de diversos países como é o caso União Europeia e do Brasil, para produzirem informações contábeis comparáveis e com alta qualidade informacional que auxilie na toma de decisão dos interessados na informação acerca do desempenho econômico das companhias(RODRIGUES; NIYAMA, 2018).

O pronunciamento técnico CPC 23, define políticas contábeis como “os princípios, as bases, as regras e as práticas específicas aplicados pela entidade na elaboração das demonstrações contábeis”. O pronunciamento estabelece que na ausência de informações que diz respeito a interpretações e orientações a administração deverá exercer o julgamento na criação de políticas contábeis que tenha como resultados informações que sejam:

- a) Relevante para tomada de decisão econômica por parte dos usuários; e
- b) Confiável de tal modo que as demonstrações contábeis:
 - (i) Representem adequadamente a posição patrimonial e financeira, o desempenho financeiro e os fluxos de caixa da entidade;
 - (ii) Reflitam a essência econômica de transações, outros eventos e condições e não meramente a forma legal;
 - (iii) Sejam neutras, isto é, que estejam isentas de viés;
 - (iv) Sejam prudentes; e
 - (v) Sejam completas em todos os aspectos matérias

Além disto, o CPC 23 estabelece a uniformidade de aplicação de políticas contábeis visto que para cada evento ocorrido deve ser aplicada de maneira uniforme para transações semelhantes, logo os termos para que haja mudanças nas políticas contábeis apenas se:

- a) For exigido por pronunciamento, interpretação ou Orientação; ou
- b) Resultar em informação confiável e mais relevante nas demonstrações contábeis sobre os efeitos das transações, outros eventos ou condições acerca da posição patrimonial e financeira do desempenho ou dos fluxos de caixa da entidade.

O conceito de políticas contábeis tem relação direta no processo de escolhas de mensuração, evidenciação e reconhecimento, nas quais os gestores disponham de flexibilidade para decidir sobre o melhor conjunto de políticas que, em cenários críticos, permite que os mesmos optem pelas escolhas que melhor reflete a realidade financeira e econômica da empresa(SILVA; MARTINS, 2013).

Entretanto, há de se mencionar a diferença entre políticas contábeis e estimativas contábeis. A distinção deve-se ao fato que as mudanças nas políticas contábeis são usualmente aplicadas de modo retrospectivos e as estimativas³ são prospectiva, isso pode refletir nos saldos do período(KPMG, 2017). Ainda segunda o relatório da KPMG (2017), O IASB fez uma observação de maneira a elucidar ao se tratar de políticas contábeis e estimativas no qual “[...] A definição de políticas contábeis permanece ambígua. Portanto, as propostas podem não ser suficientes para permitir que as empresas identifiquem consistentemente mudanças nas políticas contábeis”.

De acordo com o CPC 26 (R1), que trata da apresentação das demonstrações contábeis que determina quais bases serão utilizadas para apresentação das demonstrações contábeis de jeito a assegurar a comparabilidade. Em paralelo a isso, as notas explicativas oferecem os meios para divulgação e segregação dos itens divulgados e instrumento de compreensão das políticas contábeis significativas entre outras informações já mencionadas.

2.2 Políticas Econômicas

A economia brasileira durante o governo Juscelino Kubitschek, destacou-se com o desenvolvimento econômico com crescimento do produto interno bruto e na contramão registrava-se o aumento da inflação. Até a década de sessenta, o país obteve bons resultados em função das mudanças estruturais ocorridas como a participação percentual dos setores: pecuária, indústria e serviços. O setor agropecuário tinha uma participação em torno de 24,3%

³ Estimativa é o conjunto de primícias ou regras disponibilizadas para implementação de uma política contábil devido as incertezas em caso de as demonstrações não forem capazes de mensurar. Ao realizar uma estimativa é preciso observar as técnicas a serem aplicadas bem como quais os *inputs* que serão considerados no processo(KPMG, 2017)

do PIB, indústria com 24,1,8%, indústria de transformação aproximadamente 18,7% e serviços correspondia a 51,6%. A implantação do programa de metas os resultados mudaram, a indústria passou a ter cerca de 32,5% o setor agropecuário 16,3%, redução do setor primário (GREMOUND, 2008 p.38-48)

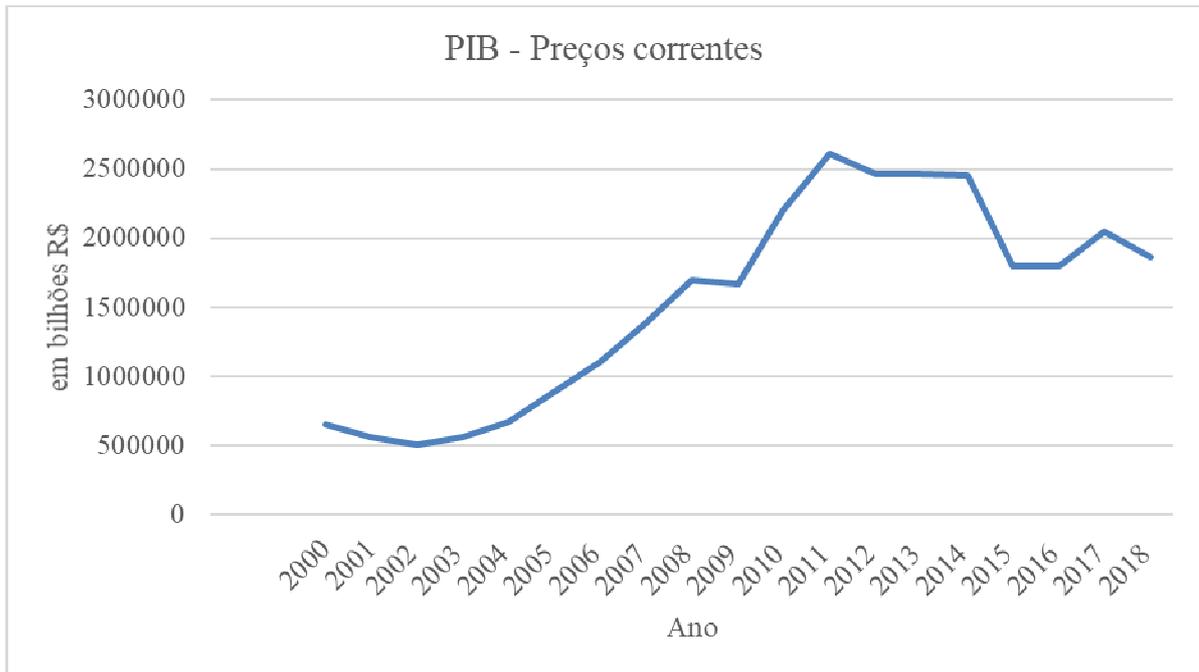
O sistema de políticas econômicas no Brasil, baseia-se em alcançar um superávit primário por meio da política fiscal e manter um sistema de metas inflacionárias de controle da taxa de juros e do câmbio que forma o tripé macroeconômico (SOUSA, 2014).

Para Pontes Lima (2015, p.31-33) a atividade econômica pode ter um comportamento de crescimento ou decréscimo em razão da política fiscal, gerando resultados que estimulam a redução dos gastos públicos contribuindo para o controle das contas públicas. Ainda para Pontes Lima (2015) o PIB em valores nominais, é o termômetro para verificar a atuação do governo. Segundo o autor, a política monetária que tem como agente regulador o Banco Central, responsável por equilibrar as taxas de juros traçando planos estratégicos para controlar a inflação. A atuação do Banco Central como ocorre em outros países, não se restringe ao controle inflacionário apenas, mas atua como o principal interessado em conduzir a política econômica do país, de maneira a manter um equilíbrio nos meios de pagamento.

O cenário econômico brasileiro, a partir do segundo trimestre de 2014, registrou queda no nível de atividade econômica em cerca de 0,36% do PIB. Fazendo uma análise do Produto Interno Bruto de 2003 até 2016 pode-se observar que as tendências de crescimento foram aproximadamente 0,94% por trimestre frente a uma taxa de crescimento de 3,78%(OREIRO, 2017).

Para Oreiro (2017) a recessão que o país vem enfrentando nos últimos anos, é fruto do que ele chama de “nova matriz econômica”, ou a forma desesperadora que a até então, a ex-presidente Dilma Rousseff, utilizou para alavancar o crescimento do país, que consistiu basicamente na desoneração da folha de pagamento e redução da taxa de juros. No segundo trimestre de 2014 o ritmo de crescimento da economia começa a cair, o PIB apresenta uma queda de 0,33% pontos percentuais, quando comparado ao mesmo período em 2013. Desde então a equipe de planejamento econômica do governo, busca soluções para estabilização da economia. O gráfico 1, mostra o comportamento do PIB em valores reais a partir do ano 2000 até 2018.

Gráfico 1: PIB nacional em valores correntes



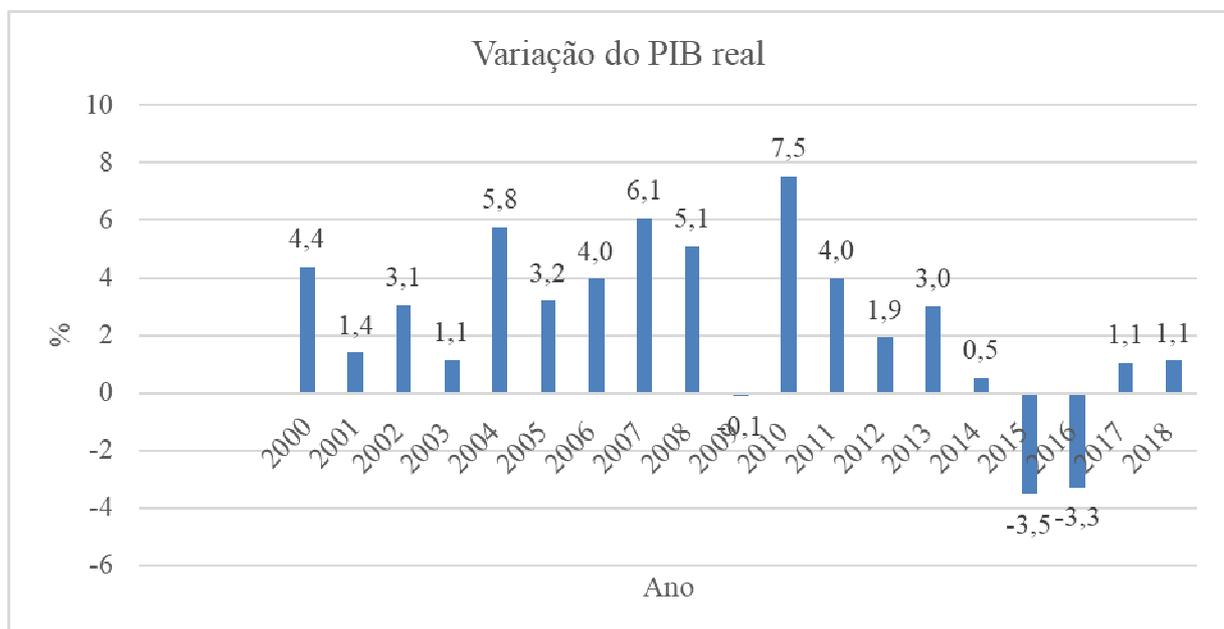
Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN

Dos anos 2000 até 2011, o país começou a entrar em um ritmo de crescimento iniciando-se em 2003 com o processo de transição entre os governos FHC (1995-2002) e Lula (2003-2010) e mantendo-se constante até o final de 2011. Os oito anos de mandato do governo FHC, foram dedicados a defesa da estabilidade de preços, manutenção da abertura econômica interna e externa com ênfase no processo de privatização e forte atuação de agências reguladoras, traços fortes deste governo. Contudo, a defesa da estabilização acabou por agravar a situação fiscal em razão de uma política monetária apertada, culminando para uma crise no quadro fiscal e do cambio de natureza volátil do capital estrangeiro (HERMANN, 2010).

Ainda segundo Hermann (2010), no final do segundo mandato FHC, foi introduzido o tripé macroeconômico que vigora até os dias de hoje, constituído basicamente do câmbio flutuante, regime de metas de inflação e superávit primário do setor público. Isso explica a retomada de crescimento do Produto Interno Bruto entre o período de transição. Com a crise no início de 2008, já no ano seguinte, o produto interno bruto chega a uma variação de -0,1%. Em 2010, o PIB alcança uma variação de crescimento cerca de 7,5%, contudo, os anos seguintes os índices se mantiveram em baixa e por dois anos consecutivos (2016 e 2017) a variação ficou entre -3,5% e -3,3% respectivamente, piores resultados desde 2000. O fato da

economia nacional supostamente não ter sido afetados, deve-se ao esforço do governo em incentivos que se aumenta a demanda por produtos auxiliando através do crédito facilitado ao cidadão de baixa renda que passou a ter poder de compra e manter o padrão de consumo mantendo a economia aquecida. Isso só foi possível com recursos provenientes do Tesouro e de empresas estatais como por exemplo o BNDES, entre outras. Entretanto, o que ficou conhecido como *neodesenvolvimentismo* no longo prazo converteu-se no crescimento da inflação que foi agravada no governo Dilma.

Gráfico 2: Variação percentual do PIB



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN

O gráfico 2, mostra o decréscimo da economia já a partir de 2011 e se pode observar as quedas na variação do PIB (7,5% para 4% no ano seguinte). Para Oreiro (2017) o padrão de comportamento da economia brasileira no início de 2014 levanta dois pontos de reflexão: o primeiro quanto ao porquê do colapso no 2º trimestre e o segundo, o porquê do decréscimo drástico não aconteceu de maneira gradual. Para Oreiro (2017) deve-se ao fato da perda de sustentação de crescimento da economia brasileira pela expressiva queda da formação bruta de capital fixo (FBKF) que sofreu reduções de 11% e 13% até o final de 2014. A mudança no FBKF deve-se ao fato das mudanças nas expectativas dos empresários a respeito da taxa de retorno do capital determinado pelo comportamento da taxa SELIC.

Ainda segundo Oreiro (2017) as incertezas inerentes ao processo de tomada de decisão numa economia capitalista fazem com que os gestores de grandes empresas adotem políticas que visam lidar com as incertezas do mercado. O retorno sobre o capital próprio das (ROE) das maiores empresas não financeiras do país apresentou reduções em torno de 4,3% a.a. A nova matriz econômica mostrou-se ineficiente na retomada de caráter permanente do crescimento da economia, para compensar a perda de capital das companhias. Segundo relatórios do (BACEN,2019), a instabilidade política agravada com a crise provocou uma redução significativa no PIB e aumento da taxa de juros, entre o processo de *impeachment* e posse do novo governo, que ocorreu em 12 de maio de 2016 a variação percentual do PIB foi de -3,5% a -3,3% entre 2016 e 2017, apresentando sinais de melhora no início de 2017 com resultado positivo conforme pode ser observado no gráfico 2.

2.3 Política de Dividendos

A política de dividendos pode ser definida segundo Assaf Neto e Lima (2014, p.575) como “[...] decisão sobre o lucro líquido de uma empresa: retê-lo, visando o reinvestimento em sua própria atividade; ou, distribuí-lo, sob a forma de dividendos em dinheiro aos acionistas”. Para os autores, o objetivo da política de dividendos é o quanto será distribuído aos acionistas em termos percentuais sobre o ganho líquido, o chamado índice *payout*, para tal fim utiliza-se a seguinte equação:

Dividendo *Payout*:

$$\left(\frac{DivP_{i,t}}{LP_{i,t}} \right) \times 100 \quad (1)$$

Onde:

DivPit = Dividendo pago pela empresa i, no tempo t

LPit = Lucro do Período da empresa i, no tempo t.

A discussão sobre o quanto será distribuído a título de dividendos divide opiniões entre pesquisadores do tema, como o nível de importância para as empresas e os impactos para a escolha do melhor método de distribuí-los (SILVA; DANTAS, 2015)

Ainda segundo Silva e Dantas (2015), A legislação brasileira instituiu algumas características relevantes aos dividendos que geram importantes reflexos no mercado interno.

Assim discorre a lei acerca do pagamento de dividendos no Brasil:

Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório em cada exercício, parcelas dos lucros estabelecida no estatuto, em caso de omissão o dividendo poderá ser restabelecido como uma porcentagem do lucro do período acrescido ou diminuído da reserva legal. (Lei nº 6.404/76, Art.202, §1)

Em caso que o estatuto social da companhia não prevê, a assembleia-geral poderá deliberar acerca do pagamento sendo que o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro ajustado. (Lei nº 6.404/76, Art.202, §2).

Para Loss e Sarlo Neto (2005), a política de distribuição de dividendos deveria ser deliberada pela administração financeira das cias, em razão das estratégias expansionistas em busca de novos mercados. Definir política de dividendos é considerado uma das principais decisões. A remuneração devido aos acionistas pode vir através de dividendos ou na forma de Juros sobre o capital próprio (JSCP). As teorias que explicam a política de dividendos são as seguintes: a) teoria da irrelevância b) teoria da relevância c) teoria da sinalização d) teoria de agência e) teoria da clientela f) teoria residual dos dividendos (ASSAF E LIMA,2014, p.574).

As teorias de maneira geral acerca da política de dividendos, estabelecem regras que possibilitam os investidores a compreenderem as mudanças que venham a ocorrer nas políticas de dividendos, não sendo possível estimar as reais mudanças até a ocorrência do fato. Qualquer alteração na política de dividendos pelas empresas, transmite um sinal ao mercado positivo ou negativo (GONÁLEZ.G.P., 1998)

Gonzalez (1998, apud Weston e Copeland,1992 p.674), consideram que um sinal relevante é aquele que cumpre as condições de incentivos aos gerentes ao enviar um sinal positivo ao mercado, as companhias não podem ter um sinal facilmente imitados, os sinais devem estar em concordância com os eventos e a gerencia deve escolher o método, mas econômico para enviar os sinais. A redução do valor de dividendos opera como um sinal negativo. Segundo Dantas e Silva (2015), a informação atrelada a mudança na política de dividendos trata do impacto.

O lucro é o que os gestores necessitam para traçarem estratégias que sejam relevantes acerca destinação do resulta e que resulte maior rentabilidade para a empresa. Existe uma prioridade por parte dos gestores na definição das políticas sendo em primeiro lugar a política de dividendos, depois, investimentos, endividamento entre outras, seriam definidas dado um volume de dividendos (FORTI et.al, 2015).

2.4 Juros Sobre Capital Próprio

O Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP), foi criado pela legislação tributária brasileira e incorporado ao ordenamento jurídico por meio do art.9º da Lei nº 9.249/95 e alterado pela Lei 12.973/14 estabeleceu que, a pessoa jurídica poderá para efeitos de apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados a titulares e sócios ou acionistas a título de remuneração do capital próprio será pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) (SANTOS et al, 2015). A lei 9.249/95 em seu artigo Art.9º estabelece que:

§2º Os juros ficarão sujeitos a incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de quinze por cento, na data de pagamento ou crédito ao beneficiário.

§6º [...] poderá ainda ser compensado com o retido por ocasião do pagamento ou crédito de juros, a título de remuneração do capital próprio, a seu titular, sócio ou acionista.

§7º [...] a título de remuneração do capital próprio, poderá ser imputado ao valor dos dividendos de que trata o art.202 da Lei 6.404/76, sem prejuízos do disposto no §2º.

No Brasil a figura do JSCP é uma alternativa que as empresas encontraram de remunera os sócios além do dividendo obrigatório. Foi constatado que as Cias brasileiras com uma boa governança corporativa dão preferência a distribuição e lucros sob a forma de JSCP, apoiadas na teoria da preferência tributaria proposta por Demodaran, o qual afirma que a adoção dessa política acarreta em benefícios fiscais para empresas e investidor (SILVA et al., 2018). O JSCP, quando líquido de Imposto de Renda, é considerado no computo como dividendo mínimo obrigatório para todos os efeitos legais.

Ainda para Sousa (2018), as empresas que possuem altos níveis de distribuição de lucros, seja através de dividendos e ou JSCP, transmitem sinais positivos para os usuários externos (*Shareholders*) e com isso elevar o nível de reputação da companhia.

2.5 Política de Investimentos

A política de investimento poder ser restringida por fatores distintos nos quais a forma de financiamento das empresas. O grau de alavancagem de uma empresa determina seu crescimento será determinada pela política financeira implementada pela gerência (LOSS; NETO, 2006).

Assaf e Lima (2014, p.347-348) definem as decisões sobre investimentos como “a elaboração e validação de propostas de aplicação de capital efetuadas com objetivo,

normalmente de médio e longo prazo, de produzir determinado retorno aos proprietários de ativos”. Para isso, é necessário ter um conhecimento prévio acerca das práticas de mercado quanto às taxas de juros praticadas no mercado. As decisões acerca dos investimentos são usualmente tomadas de maneira racional, que consiste em analisar os fluxos de caixa incremental alinhado as propostas bem como as taxas de atratividade econômica. O processo de avaliação das políticas de investimentos envolve os seguintes aspectos básicos:

- a) Dimensionamento dos fluxos de caixa de cada proposta de investimento gerada;
- b) Avaliação dos fluxos de caixa com base na aplicação de técnicas de análise de investimentos;
- c) Definição da taxa de retorno exigida pelos proprietários de capital (credores e acionistas) e sua aplicação para o critério de aceitação de projetos de investimentos.
- d) Introdução do risco no processo de avaliação de investimentos

Loss e Sarlo Neto (2006, apud LAMEIRA,2001, P.29) afirma em sua pesquisa que “em mercado perfeito a decisão do investidor quanto a investir depende somente do fluxo de caixa do investimento e das taxas de retorno, não dependendo da preferência pessoal deste quando ao momento mais apropriado”.

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa é de caráter quantitativo, com enfoque na análise descritiva de dados contábeis e financeiros das empresas listadas na BM&FBovespa extraídos da base Economática®. A pesquisa bibliográfica busca conhecer as múltiplas formas de contribuição científicas sobre um determinado assunto ou fenômeno, contemplando livros, textos, dissertações e artigos científicos (LAMOUNIER, 2007). De maneira adicional ao estudo e contribuir para responder ao problema de pesquisa em vista dos aspectos teóricos e a revisão da literatura bem como, análise dos demonstrativos contábeis já apresentados, formulou-se as seguintes hipóteses a serem testadas empiricamente:

H1: Há relação positiva entre as mudanças no cenário econômico de 2014 a 2017 e as características na distribuição de Dividendos e investimentos adotadas (*Payout*) das companhias listadas B3.

H2: Não há relação positiva entre as mudanças no cenário econômico de 2014 a 2017 e as características na distribuição de Dividendos e investimentos adotadas (*Payout*) das companhias listadas B3.

Para Dantas et al (2015), tais hipóteses são formuladas sobre a dicotomia acerca das características na distribuição de Dividendos, pelo qual se pode afirmar que, a tais características exerce influência significativa, impactando o valor de mercado das empresas, o que solidifica a significância da distribuição de Dividendos no mercado de capitais. Um ponto contrário é a irrelevância das características acerca da distribuição de Dividendos perante a postura indiferente dos investidores em relação à postura adotada pela companhia em relação aos resultados.

3.1 Modelo Estatístico

Para responder o problema de pesquisa, foi construído o modelo que será à base dos testes empíricos. Dentre as variáveis utilizadas no modelo, o *Payout* é a variável de interesse, a qual pretende-se evidenciar as mudanças nas características acerca da distribuição de dividendos no período analisado a partir das variáveis de controle que oferecem elementos consistentes a variável de interesse (ALVES et al, 2018). O modelo de dados em painel, oferece vantagens quando combinado com modelos de corte transversal e de séries temporais, contribuindo para maior variabilidade, menor colinearidade entre variáveis, mais graus de

liberdade e eficiência (GUJARATI, 2011). Para Marques (2000) as vantagens acerca do modelo dados em painel é a interpretação das dinâmicas de ajustamento apresentadas por variáveis dependentes defasadas

$$DPYA_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 \cdot VAT_{it} + \beta_2 \cdot VPT_{it} + \beta_3 \cdot VRC_{it} + \beta_4 \cdot END_{it} + \beta_5 \cdot VRS_{it} + \beta_6 \cdot DYD_{it} + \beta_7 \cdot TAM_{it} + \beta_8 \cdot \ln PT_{it} + \beta_9 \cdot \ln RC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Sendo que:

$DPYA_{it}$ = Dividendo *Payout* da empresa i no tempo t

VAT_{it} = Variação do Ativo Total corrigido da empresa i no tempo t

VPT_{it} = Variação do Passivo Total corrigido da empresa i no tempo t

VRC_{it} = Variação da Receita corrigido da empresa i no tempo t

END_{it} = Endividamento Geral da empresa i no tempo t

$VRES_{it}$ = Variação do Resultado corrigido da empresa i no tempo t

DYD_{it} = Dividendo *Yield* da empresa i no tempo t

TAM_{it} = Tamanho da empresa i no tempo t

$\ln PT_{it}$ = Logaritmo natural do Passivo total da empresa i no tempo t

$\ln RC_{it}$ = Logaritmo natural da Receita da empresa i no tempo t

ε_{it} = Termo de erro da regressão.

3.2 Composição da Amostra

A amostra de dados é composta pelas cinquenta empresas com maior ativo total e que mais pagaram dividendos e ou na forma de JSCP entre o período de (2014 a 2017). A escolha pelas cinquenta maiores, é devido a importância e o peso que estas empresas representam nos setores produtivos da economia brasileira, assim como o desempenho delas é de extrema importância para o crescimento do País. Essa pesquisa tem caráter quantitativo quanto á sua metodologia e também pode ser descritiva.

Um estudo para ter características descritivas, deve ter por base reais os fatos observáveis numa amostra. O conjunto de informações contábeis, busca evidenciar e prever os eventos passados, observando também o comportamento do mercado. Amostras podem ser não probabilísticas tendo em vista que os elementos da amostra não foram selecionados ao acaso, mas, extraídos de uma base de dados com características inerentes as condições de

trabalho (RODRIGUES et al, 2015). Adotou-se como critério de seleção das cinquenta maiores empresas brasileiras as que possuíssem o maior ativo total entre o intervalo 2014 a 2017 por setor econômico.

$$TAM_{i,t} = \ln(\text{Ativo Total}_{i,t}) \quad (2)$$

Onde:

TAM_{it} = Tamanho da Empresa i no tempo t

Ativo Total_{it} = Ativo Total Empresa i no tempo t

As cinquenta empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa estão relacionadas de acordo com a Tabela 1. Em razão do quantitativo, optou-se por apresentar conforme classificação setorial, em razão da quantidade de empresas observadas na amostra, de maneira a facilitar a apresentação das informações retirada da base de dados do Economática®.

Tabela 1: Classificação das Empresas por setor econômico

Setor	Empresa	Frequência relativa %
Bens Industriais	5	10%
Consumo Cíclico	7	14%
Consumo não cíclico	5	10%
Materiais Básicos	10	20%
Petróleo, Gás e Combustível	4	8%
Energia Elétrica	16	32%
Outros	3	6%
TOTAL	50	100%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados extraídos do Economática®.

3.3 Modelo Estatístico

Para dar maior embasamento à pesquisa, as variáveis selecionadas para realização dos testes foram determinadas utilizando as informações contidas nas demonstrações das companhias analisadas. Deste modo, definiu-se como variável dependente o Dividendo *Payout* (DPYA) e como variáveis independentes: Variação do Ativo Total (VAT), Variação do Passivo Total (VPT), Variação da Receita (VRC), Índice de Endividamento Geral (END), Variação do Resultado (VRES), Dividendo *Yield* (DYD), Logaritmo natural dos Ativos totais (lnAT), Logaritmo natural dos passivos totais (lnPAT), Logaritmo natural da Receita

(InREC). Para realização do cálculo do Dividendo *Payout* utilizou-se como base as informações financeiras presente nos demonstrativos contábeis das companhias selecionadas para análise retiradas da base de dados do Economática®.

Segundo Salsa (2010) apud Dantas et al (2015) as características acerca da distribuição de Dividendos merecem atenção especial por parte da gestão, visto que o *Payout* (proporção do lucro pago distribuído aos sócios) é um indicador de uso recorrente em estudos que analisam o ciclo financeiro de alguma empresa. Neste sentido, possível verificar em algumas destas pesquisas, que utilizando este indicador como variável de interesse, possibilitou identificar que o ciclo de vida de uma empresa quando analisada de maneira isolada, não influenciava o nível de distribuição de dividendos, mas que junto com outras variáveis, possibilitou realizar conclusões acerca do tema.

De maneira preliminar são apresentadas as variáveis selecionadas que serão utilizadas no modelo estatístico a fim de realizar associação entre a variável de interesse e as variáveis explicativas conforme estão dispostas no quadro 1. Em seguida serão apresentados testes preliminares como estatística descritiva, teste de raiz unitária, matriz de correlação de Pearson entre as variáveis independentes e por fim o teste das hipóteses da pesquisa.

Quadro 1: Variáveis da Pesquisa

Variável	Tipo	Descrição	Fórmulas
<i>DPYA</i>	Dependente	Dividendo <i>Payout</i>	(Dividendos / Lucro)
<i>VAT</i>	Independente	Variação do Ativo Total	$(\text{Ativo total período final} - \text{Ativo total período inicial}) / \text{Ativo total período inicial}$
<i>VPT</i>	Independente	Variação do Passivo Total	$(\text{Passivo Total ano vigente} - \text{Passivo total ano anterior}) / \text{Passivo ano anterior}$
<i>VRC</i>	Independente	Variação da Receita	$(\text{Receita ano vigente} - \text{Receita ano anterior}) / \text{Receita ano anterior}$
<i>END</i>	Independente	Índice de Endividamento	$(\text{Ativo total} / \text{Passivo Total})$
<i>VRES</i>	Independente	Variação do Resultado	$(\text{Resultado vigente} - \text{Resultado ano anterior}) / \text{resultado ano anterior}$
<i>DYD</i>	Independente	Dividendo <i>Yield</i>	$(\text{Preço da ação} / \text{Dividendo pagos})$
<i>TAM</i>	Independente	Tamanho da Empresa	$\ln(\text{Ativo total})$
<i>lnPT</i>	Independente	Logaritmo natural do Passivo	$\ln(\text{Passivo total})$
<i>lnREC</i>	Independente	Logaritmo natural da Receita	$\ln(\text{Receita})$

Fonte: Elaboração própria

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Características para pagamento do Dividendo Obrigatório

Neste primeiro momento, foi efetuada uma análise das notas explicativas das companhias selecionadas na amostra, afim de descobrir qual percentual utilizados pelas empresas para calculo do dividendo obrigatório, conforme é apresentado na tabela 2. Percentual este que é calculado a partir do lucro ajustado no período de apuração.

Tabela 2: Percentual do Dividendo Obrigatório destacado nas notas explicativas das Companhias

Setor Econômico	2014	2015	2016	2017
Bens Industriais	25%	25%	25%	25%
Consumo Cíclico	25%	25%	25%	25%
Consumo não cíclico	28%	28%	28%	28%
Materiais Básicos	26%	26%	26%	26%
Petróleo, Gás e Combustível	25%	25%	25%	25%
Energia Elétrica	25%	25%	25%	25%
Outros	25%	25%	25%	25%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da BM&FBovespa

De maneira geral, os resultados encontrados mostram que o percentual médio destinado ao cálculo do dividendo obrigatório por setor partindo do lucro ajustado, manteve-se inalterado para as empresas que compõem os setores de Bens industriais, Consumo Cíclico, Petróleo, Gás, Combustível, energia elétrica e outros, o percentual que remunera o dividendo obrigatório permaneceu na média de 25%. Já os setores de Consumo não cíclico e Materiais básicos, apresentaram a média de 28% e 26% respectivamente. Cabe destacar, que a diferença no percentual é em função das empresas Ambev S/A (Consumo não cíclico) e Gerda S/A (Materiais básicos).

O volume de recursos destinado aos sócios na forma de dividendos e ou juros sobre capital próprio mantiveram-se baixos em relação a alguns setores como indústria e comércio conforme é apresentado na tabela 3. Materiais Básicos e Consumo não cíclico destacaram-se

por apresentar uma remuneração do dividendo obrigatório superior em relação aos demais setores.

Tabela 3: Volume de Dividendo e JSCP em milhares de R\$ distribuídos entre 2014 a 2017

Setor Econômico	2014	2015	2016	2017
Bens Industriais	216.621	191.018	279.247	595.763
Consumo Cíclico	284.294	202.030	150.953	116.733
Consumo não cíclico	3.187.259	1.117.023	1.716.708	1.858.549
Materiais Básicos	4.563.163	844.005	1.166.498	1.245.015
Petróleo, Gás e Combustível	238.722	380.381	508.438	903.600
Energia Elétrica	3.106.576	3.311.995	3.079.673	3.146.527
Outros	2.101.461	2.830.574	2.407.585	2.545.929

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da BM&FBovespa

As empresas que se destacaram quanto a política de remuneração do dividendo obrigatório foram Ambev S/A e Gerdau, ambas preveem em seus estatutos respectivamente 40% e 30% para remuneração do dividendo obrigatório, empresas estas que integram os setores de Consumo não cíclico e matérias básicos, que se mantiveram consistente no volume de dividendos e JSCP apesar de uma leve queda no volume distribuído entre 2014 e 2015 já entre 2016 e 2017 manteve-se homogêneo os valores pagos.

4.2 Política de Investimento das companhias

O segundo tópico de análise dos resultados consiste em avaliar a política de investimento das companhias. Para realizar esta análise, buscou-se através dos demonstrativos e notas explicativas, o quanto dos recursos destinados a investimentos e expansão dos negócios das empresas representavam do resultado do período ao longo do período analisado bem como as possíveis variações. O valor consolidado das contas de reserva para investimentos e expansão estão apresentados na tabela 4.

Tabela 4: Política de Investimento

Setor Econômico	Reservas para Investimentos				Part. % no Resultado			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Bens Industriais	13.360.366	12.721.591	14.049.859	16.945.416	26,28%	36,28%	21,77%	21,11%
Consumo Cíclico	961.950	1.072.980	1.056.162	1.286.798	1,31%	1,80%	3,40%	-2,99%
Consumo não cíclico	3.952.217	10.992.201	5.317.591	3.277.214	1%	2,27%	2,38%	2,20%
Materiais Básicos	12.471.005	2.482.979	3.424.838	6.999.960	6,38%	-0,30%	0,36%	3,43%
Petróleo, Gás e Combustível	4.046.631	3.910.084	4.001.265	4.279.130	10,49%	4,87%	6,43%	4,17%
Energia Elétrica	2.257.602	2.048.789	2.028.172	1.932.502	1,24%	5,02%	8,40%	3,05%
Outros	3.323.793	3.297.145	3.418.603	3.899.732	1,10%	1,21%	2,93%	2,12%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BM&FBovespa

Observa-se que o percentual destinado às reservas de investimentos entre 2014 e 2015 apresentaram variações significativas, na qual pode-se destacar o setor de matérias Básico que apresentou uma queda de -0,30 % na participação do resultado, o setor de petróleo, Gás e combustível, registrou uma redução no volume destinado aos investimentos em -5,87%. Bens Industriais, teve um crescimento cerca 10% neste período. Observa-se que o setor de Energia Elétrica manteve o volume de reservas constante durante os anos, sofrendo uma leve queda em 2017. Este fato pode ser explicado, por se tratar de um setor regulado pelo Governo Federal através da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), que é responsável por regular, fiscalizar a transmissão e comercialização de energia elétrica no País.

O período entre 2016 e 2017 o setor de Consumo Cíclico apresentou uma redução no nível de investimento por parte no resultado de -2,99%. O setor de Bens industriais sofreu uma ligeira queda se comparado ao ano anterior, contudo, o setor manteve o crescimento como já mencionado. Os demais setores, como o de consumo não cíclico e materiais básicos não conseguiram equilibrar o volume de recursos das reservas. Fica claro que a situação econômica do país pode realizar influência significativa nas políticas de investimentos e distribuição de dividendos, visto que cabe ao conselho de administração, relaciona-se com as decisões de investimentos e financiamentos de novos negócios, inviabilizando o reinvestimento em novos projetos.

4.3 Teste Estatístico para Análise das Características acerca da distribuição de Dividendos e Políticas de Investimentos.

Para realização dos testes empíricos de associação entre a variável de interesse e as variáveis explicativas foi utilizado como ferramenta estatística o Gretl Softwer multi-plataforma para análise econométrica, por meio do qual foi formulado os dados em painel com corte transversal adotando o modelo efeitos fixos (MEF). Para Marques (2000) no modelo fixo, os coeficientes assumem valores variados entre os indivíduos mesmo sendo constantes fixas porem não aleatórias. Havendo heterogeneidade for evidenciada apenas no termo independente o resultado é positivo para um modelo de covariância.

Tabela 5: Estatística Descritiva

Variável	Média	Mediana	D.P.	Min	Max
<i>DPYA</i>	0,001268	0,0007264	0,01042	(0,1387)	0,01397
<i>VAT</i>	0,008327	(0,003376)	0,1770	(0,6004)	1,113
<i>VPT</i>	(0,007014)	(0,004344)	0,1897	(0,7330)	0,891
<i>VRC</i>	(0,01682)	(0,01460)	0,2288	(0,872)	0,804
<i>END</i>	0,9774	0,9921	0,04153	0,743	1,054
<i>VRS</i>	(1,211)	(0,1965)	6,140	(42,2)	23,75
<i>DYD</i>	0,0003201	(0,000)	0,003288	(0,000)	0,04653
<i>TAM</i>	7,511	7,478	0,3970	6,477	9,00
<i>lnPT</i>	7,501	7,461	0,3979	6,481	9,00
<i>lnREC</i>	7,181	7,141	0,4980	5,409	8,621

Fonte: Gretl, onde: *DPYA* é a relação Dividendos distribuídos em relação ao lucro; *VAT* é a variação do ativo total; *VPT* é a variação do passivo total; *VRC* é a variação da receita; *END* é o índice de endividamento (Ativo total / Passivo total); *VRS* variação do resultado; *DYD* é o dividendo pago em relação ao preço da ação; *TAM* é o tamanho da empresa é o logaritmo natural do ativo total da empresa; *lnPT* é o logaritmo natural do passivo total; *lnREC* é o logaritmo natural da receita da empresa.

O resultado da estatística descritiva, em especial a variável de interesse (*DPYA*) que representa a proporção de dividendos distribuídos em relação ao lucro, mostra que: (i) as companhias distribuíram em média cerca de 0,1268% do lucro do dividendo por ação do período a título de dividendos e ou juros sobre o capital próprio, haja vista que existem registros de distribuição de dividendos em períodos com resultados negativos. (ii) O retorno médio do dividendo pago pelas companhias, foi de 0,0320% considerando o dividendo (*Yield*) que calcula o retorno do investimento em relação ao preço da ação.

Ainda em condição preliminar ao modelo, foi confeccionada a matriz de correlação linear de Pearson, conforme tabela 6, em meio as variáveis explicativas a fim de avaliar o risco de multicolinearidade. O modelo prático sugerido por Gujarati (2011) aponta para o risco de multicolinearidade no sentido de que, quando a correlação entre as variáveis independentes atinge valor igual a dez, os resultados dos testes permitem descartar o risco. Ainda segundo o autor, a existência de altos níveis de correlação o nível de estimação correto dos parâmetros acaba sendo menor.

Tabela 6: Coeficiente de Correlação Linear

<i>VAT</i>	<i>VPT</i>	<i>VRC</i>	<i>END</i>	<i>VRS</i>	<i>DYD</i>	<i>TAM</i>	<i>LnPT</i>	<i>lnREC</i>	
1	0,8722	0,4147	-0,1256	-0,0122	0,1394	0,1514	0,1456	0,1456	VAT
	1	0,5065	-0,1230	0,0228	0,1414	0,1467	0,1410	0,1805	VPT
		1	-0,0326	0,0340	0,0083	0,1029	0,1013	0,1637	VRC
			1	-0,0348	-0,1684	0,0045	0,0488	0,0060	END
				1	0,1330	-0,0918	-0,0933	-0,0929	VRS
					1	0,1249	0,1170	0,1077	DYD
						1	0,9990	0,8409	TAM
							1	0,8403	LnPT
								1	lnREC

Onde: VAT é a variação do ativo total; VPT é a variação do passivo total; VRC é a variação da receita; END é o índice de endividamento (Ativo total / Passivo total); VRS variação do resultado; DYD é o dividendo pago em relação ao preço da ação; TAM é o tamanho da empresa é o logaritmo natural do ativo total da empresa; lnPT é o logaritmo natural do passivo total; lnREC é o logaritmo natural da receita da empresa.

Após análise dos dados apresentados na tabela 6, observou-se que existe forte correlação entre as variáveis independentes: Variação do ativo total (VAT) com a Variação do passivo total (VPT) de (0,8722), Tamanho da Empresa (TAM) em relação as variáveis logaritmo natural do passivo total e da receita respectivamente (lnPT), (lnREC) de (0,9990), (0,8409) bem como a forte correlação entre as variáveis (lnREC) (lnREC) de (0,8403).

O teste chama atenção para uma forte correlação negativa entre a variação do resultado (VRS) em relação ao tamanho da empresa (TAM), o que demonstra que não há expectativas por parte dos *stakeholder* quanto ao resultado das empresas em função do seu tamanho. A forte correlação indica força oposta entre as variáveis contrariando as expectativas de uma possível correção entre tamanho da empresa e a expectativas de grandes

resultados. Este resultado pode ser explicado se considerarmos as condições de mercado no espaço amostral estudado por ser um período de recessão econômica. Contudo, observa-se uma correlação positiva entre a variação do resultado e o dividendo *Yield* (DYD) que mostra que mesmo sem resultados tão favoráveis há rentabilidade no dividendo por ação é positiva.

4.4 Teste de Raiz unitária

Para Rodrigues et al (2015) o teste de raiz unitária consiste em verificar se existe estacionariedade das series. O desenvolvimento de um teste de raiz unitária incorpora efeitos individuais e temporais nos termos independentes nos casos em que os painéis são balanceados e tendo como única restrição a existência de raiz unitária com ($p\text{-value} = 1,0$) no qual não se rejeita a hipótese nula na presença de raiz unitária (OREIRO, 2017). Pela dimensão temporal foi utilizado o teste aumentado de *Dickey-Fuller* (ADF).

Tabela 7: Teste de Raiz Unitária Dickey-Fuller - ADF

Variável	Estatística	P-Valor
VAT	-0,176103	0,000
VPT	-0,177302	0,000
VRC	0,0004262	0,000
END	-0,000155574	0,000
VRS	-0,584104	0,000
DYD	-0,996685	0,000
TAM	0,0032456	0,000
LnPT	-0,176103	0,000
lnREC	-0,194927	0,000

O resultado da tabela 3 mostra que os resultados do teste de raiz unitária para análise do (P-valor = 0,000) demonstra que não há problemas de estacionariedade das variáveis.

Para dar continuidade ao teste preliminar e mitigar os riscos em relação a multicolinearidade em função de forte correlação entre as variáveis independentes, realizou-se o teste de Fator de Inflação de Variâncias (FIV) afim de verificar se há presença ou não de multicolinearidade. Após ser realizado o teste é necessário que estas variáveis que apresentem

valores superiores a dez são recomendados que retire estas variáveis do modelo. A presença de alta correlação entre as variáveis explicativas do modelo dificulta analisá-las individualmente.

Tabela 8: Fator de Inflação de Variância-FIV

Variável	Valores (VIF)
VAT	4,271
VPT	4,747
VRC	1,380
END	>9
VRS	1,039
DYD	1,109
TAM	>9
LnPT	>9
lnREC	3,616

Fonte: Resultados obtidos via Gretl em que $VIF(j) = 1 / (1 - R(j)^2)$, onde $R(j)$ é o coeficiente de correlação múltipla entre a variável j e a outra variável independente. A variável dependente é Dividendo *Payout* (DPYA) e as variáveis independentes são: (VAT) é a variação do ativo total; (VPT) é a variação do passivo total; (VRC) é a variação da receita; (END) é o índice de endividamento (Ativo total / Passivo total); (VRS) variação do resultado; (DYD) é o dividendo pago em relação ao preço da ação; (TAM) é o tamanho da empresa é o logaritmo natural do ativo total da empresa; (LnPT) é o logaritmo natural do passivo total; (lnREC) é o logaritmo natural da receita da empresa

O resultado do teste FIV apontou para as variáveis independentes Endividamento (END), Tamanho da Empresa (TAM) e logaritmo natural do Passivo total (LnPT) como já era previsto no teste de correlação. Ambas as variáveis serão retiradas do modelo, com o intuito de preservar a consistência e integridade dos resultados.

4.5 Teste de Hipótese de Pesquisa

Após apuração e avaliação das variáveis dependentes e independentes do modelo, foi estimada regressão com dados em painel com efeitos fixos, com o objetivo de controlar a heterogeneidade relativa aos períodos analisados e analisar através das variáveis explicativas a variável de interesse pelo qual será possível afirmar se aceita ou rejeita a hipótese nula.

Tabela 9: Resultado da estimação do modelo para a avaliação das características de distribuição de dividendos e política de investimentos no cenário econômico entre os anos de 2014 a 2017 das 50 maiores cias listadas na BM&FBovespa

Descrição	Variável	Coefficiente	Razão-t	p-valor
Constante	C	0,00166300	5,919	(0,000) ***
Variação do Ativo Total	VAT	(0,00084071)	(0,3907)	0,6969 NS
Variação do Passivo Total	VPT	0,000545363	0,2680	0,7893 NS
Variação da Receita	VRC	(0,00124511)	(1,280)	0,2037 NS
Variação do Resultado	VRS	(0,000)	2,040	0,0442 **
Dividendo Yield	DYD	6,37550	2,392	0,0188 **
R ² : 0,768313	Observações: 200	Cias: 50		
R ² Ajuste: 0,122172				
p-valor (F): 0,0341116	Estatística F: 5,803280			

Durbin-Watson: 2,384946

Fonte: Resultados obtidos via Gretl em que $VIF(j) = 1 / (1 - R(j)^2)$, onde $R(j)$ é o coeficiente de correlação múltipla entre a variável j e a outra variável independente. A variável dependente é Dividendo *Payout* (DPYA) e as variáveis independentes são: (VAT) é a variação do ativo total; (VPT) é a variação do passivo total; (VRC) é a variação da receita; (VRS) variação do resultado; (DYD) é o dividendo pago em relação ao preço da ação. Nível de significância de 10% (*) 5% (**) 1% (***) respectivamente. Variáveis não significativas (NS) p-valor superior a 1.

4.6 Análise da Significância do modelo

Conforme os dados apresentados na tabela 9, o resultado da análise dos dados da regressão apresenta-se consistentes para o teste da hipótese. Apoiados na análise dos testes estatístico dado o coeficiente de determinação R^2 (0,768313) e R^2 ajustado de (0,122172) que variável explicativas usadas no modelo tem poder explicativo de 76,83%, acerca da variável dependente que por sua vez, confirma que houve mudanças nas características de distribuição de dividendos na forma da variável dependente Dividendo *Payout*.

As variáveis independentes que atingiram níveis de significância foram: Variação do Resultado (VRS) e Dividendo *Yield* (DYD) com nível de significância de 5% com intervalo de confiança de 95% caso em que se rejeita a hipótese nula. As demais variáveis independentes, Variação do Ativo (VAT), Variação do Passivo (VPT) e Variação da Receita (VRC) não obtiveram resultados significativos em relação à variável dependente devido o p-valor superior a 1,0. Para Dantas et al (2015) o uso de dados em painel é justificado para demonstrar a existência de feitos individuais, contribuindo para apurar os resultados sem a

consideração de heterogeneidade onde mais uma vez evidencia a importância da utilização dos dados em painel para o provimento de dados com autopoder informacional.

O teste da estatística- F (5,803280) demonstra a significância estatística do conjunto dos parâmetros das variáveis independentes, com isso justifica-se o comportamento da variável dependente. Neste caso, a hipótese nula foi rejeitada, aceitando-se a hipótese alternativa que há relação positiva entre as mudanças ocorridas no cenário econômico de 2014 a 2017 e as mudanças nas características acerca da distribuição de dividendos e investimentos das Cias listadas B3.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo, avaliar as características determinantes acerca da distribuição de Dividendos nas empresas listadas na B3 no período de 2014 a 2017, período marcado pela forte recessão econômica. Buscaram-se, através da análise dos dados financeiros e das demonstrações contábeis, evidências que relacione às mudanças ocorridas em razão da crise política instaurada com as possíveis mudanças de estratégia das companhias quanto à remuneração dos sócios e investimentos em novos projetos.

De modo a dar maior embasamento a pesquisa, recorreu-se ao uso da ferramenta estatística com o intuito de buscar evidências empíricas afim de verificar se há alguma associação positiva entre a variável dependente definida como *Payout* (DPYA) variável que relaciona valor de dividendos distribuídos no período em relação ao lucro, bem como as mudanças ocorridas no cenário econômico entre 2014 a 2017 explicadas pelas variáveis independentes. Para verificação do objetivo, foram analisadas inicialmente as cinquenta empresas que apresentaram o maior ativo total, pertencentes aos principais setores da economia, sendo estes: Indústria, comércio, serviços, petróleo, gás e combustível, energia elétrica e outros.

A pesquisa baseou-se em estudo das demonstrações contábeis e notas explicativas bem como o uso de regressão por meio de análise quantitativos de dado com enfoque descritivo de informações contábeis e financeiras, levantados da base de dados do Economática®. Para determinação da variável dependente (DPYA), buscou-se através do indicador de análise fundamentalista que é o resultado da proporção do lucro gerado decorrente das atividades operacionais, em relação aos dividendos e JSCP pagos no período estudado.

Feita a análise do percentual destinado a remunerar o dividendo obrigatório constatou-se que as empresas adotaram o percentual mínimo previsto pela 6.404/76 de 25%, para a maioria dos setores conforme ficou evidenciado a tabela 2. Os setores de consumo cíclico e não cíclico foram os que registram um aumento entre 1% e 2% destinado ao cálculo do dividendo obrigatório sendo 28% e 26% respectivamente. Busca-se com a análise estatística dos dados, evidenciar as possíveis alterações nas características acerca da distribuição de dividendos e investimentos das companhias no período analisado. A análise da política de investimentos revelou, que ocorreram mudanças quanto ao volume destinado as reservas para investimentos no período compreendido entre 2014 a 2015, o volume destinado a constituição das reservas de investimentos e expansão foram reduzidas entre os períodos 2014 a 2015 e se

mantiveram em baixa nos anos de 2016 e 2017, exceto para o setor de energia elétrica, que é um setor regulado pelo governo.

Em razão do objetivo da pesquisa e do arcabouço teórico relacionados ao tema, foram definidas duas hipóteses baseadas no modelo adotado no estudo, que considerou as mudanças no cenário político e econômico do País. Visto que, a realidade política e econômica que o país está vivenciando, foi determinante para acarretar mudanças e gerar expectativas no mercado de valores mobiliários. Considerando que, parte das decisões que determinam os rumos que a economia do país irá tomar, estão concentradas no poder público, gerando mais insegurança em vista das incertezas e instabilidade das políticas econômicas do governo. De alguma maneira, isso vai refletir diretamente no mercado de valores, de modo a contribuir para oscilações instantâneas nos indicadores.

A ausência de relevância estatística entre as variações no ativo e passivo total das empresas bem como as variações na receita e o volume de dividendos pagos no período, pode de ser explicado pelo efeito sinalizador, onde os dividendos podem causar ao mercado, agindo como um atrativo para novos investidores em contrariedade a política de reinvestimento. Visto que tal política, é alterada em função da análise de fluxo de caixa para decidir entre o financiamento de novos projetos através de recursos próprios ou de terceiros. A opção por distribuir dividendos, altera diretamente a política de investimento em função do custo de oportunidade em realizar um desembolo de caixa para pagar dividendos ou reter para reinvestir em novos projetos. Contudo, existe uma relação positiva entre ambas as políticas visto que, segundo a teoria da sinalização, corrobora para captação de recursos decorrente da entrada de novos investidores.

Em meio as variáveis explicativas, foi possível verificar certo grau de relevância positiva em relação a variável dependente, para variável Dividendo *yield* (DYD) e Variação do Resultado (VRS). Em vista disso, está demonstrado que ambas apresentam dados que justifica a mudança nas políticas, haja vista que ambas as variáveis independentes são afetadas pelas oscilações e comportamento da economia que pode afetar direta ou indiretamente o resultado das companhias.

De acordo com a análise realizada, constatou-se que há uma associação positiva entre o Dividendo *Payout* variável dependente no modelo e Dividendo *yield* e a variação do Resultado, refletem de maneira implícita as mudanças no cenário econômica entre os períodos de 2014 a 2017.

Sabe-se que muito se discutiu acerca das características da distribuição de dividendos nas empresas em ordem geral e não há consenso quanto o seu impacto. O estudo, portanto, contribui para o desenvolvimento da literatura para avaliar os efeitos das políticas de governo em relação as políticas das empresas no que diz respeito especificamente as Características determinantes acerca da distribuição de Dividendos nas empresas listadas na B3 do Brasil.

No que diz respeito às limitações encontradas na pesquisa, foi para construção de algumas variáveis como o Dividendo *Payout* e Dividendo *Yield*, entre outros, visto que existe pouca divulgação destes indicadores no mercado e nas fontes consultadas. Outro ponto a ser destacado é a falta de generalização dos resultados das demonstrações financeiras de maneira homogenia e consistente.

No que compete a pesquisas futuras, recomenda-se o aprofundamento nas formas de investigação do comportamento das características determinantes acerca da distribuição de dividendos em setores chaves da economia brasileira, como empresas do agronegócio comparadas com outros países, adotando modelos mais robustos e outras variáveis

REFERÊNCIAS

- ALVES, José Carvalho; PEREIRA, João Vicente ; DANTAS, José Alves. Enfoque : reflexão contábil. 2017. Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Estadual de Maringá-UEM, 2018. v. 37.
- FORTI, Augusto Borges; PEIXOTO, Cristiano Maciel; ALVES, Fernanda Lima.. Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil * Determinant Factors of Dividend Payments in Brazil. v. 68, 2015.
- BACEN. Indicadores Econômicos Consolidados. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/indicadoresconsolidados>>. Acesso em: 17 maio. 2019.
- BARBOSA FILHO, Fernando de Olanda. A crise econômica de 2014/2017. Estudos Avançados, v. 31, n. 89, p. 51–60, abr. 2017.
- COSTA, Fabio Moraes da; LOPES, Alexsandro Broedel; COSTA, Alexsandra Cristina de Oliveira. Revista Contabilidade & Finanças-USP. 2006 Revista Contabilidade & Finanças-USP, 2006. v. 17
- DAVES, Mac Freire; RILANY, Michele; MACHADO, Rodrigues. Compliance With International Standards on Accounting By Brazilian Companies Listed. Revista de Contabilidade e Organizações, v. 6, n. 15, p. 3–22, 2012.
- ECONOMATICA.As maiores empresas p.3,2017.<<https://economatrica.com/estudos/data/20170406a.pdf>> .Acesso em 04 de setembro de 2018.
- GONÁLEZ, Lonita Loss. As mudanças nas políticas de dividendos eo mercado financeiro. Caderno de Estudos - Fundação instituto de pesquisas contábeis Atuariais e finanças. São Paulo.v, v. 10,n.19, p. 70–81, 1998.
- GUJARATI, Damadaran; Dawn, C.Porter. Econometria Básica. 5.ed ed. São Paulo: 2011.
- GREMOUND, Amaury Patrick; VASCONCELLOS, Marcos Antonio Sandoval. Economia Brasileira Contemporânea.2019 P,38-48.
- HERMANN, Jennifer . Economia Brasileira 2010
- KPMG. Políticas Contábeis, Mudança de Estimativa e Retificação de Erro. 3 out. 2017.
- LIMA, Edilberto Carlos pontes. Curso de Finanças Publicas: Uma abordagem contemporânea.2015. P.31-33.
- LOSS, Lenita.; SARLO NETO, Alfredo. Revista Contabilidade & Finanças-USP. 2005

Revista Contabilidade & Finanças-USP, 2006. v. 17

MARQUES, Luis David. Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: revisão de literatura. 2000. Disponível em: <<http://wps.fep.up.pt/wps/wp100.pdf>>. Acesso em: 16 maio. 2019.

RODRIGUES, Jomar Miranda; NIYAMA, Jorge Katsumi. Universidade de Brasília (UnB). Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UnB. 2018. v. 37

MOURA LAMOUNIER, Wagner, DUARTE, Patricia Garcia. Modelos Econométricos para Dados em Painel: Aspectos Teóricos e Exemplos de Aplicação à Pesquisa em Contabilidade e Finanças 2007. Disponível em: <[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/176819/mod_resource/content/1/Artigo - Modelos em Painel.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/176819/mod_resource/content/1/Artigo_-_Modelos_em_Painel.pdf)>. Acesso em: 16 maio de 2019.

NASCIMENTO, Suênia Graziella Oliveira de A do; LOPES, Jorge Expedido de Gusmão; COLAUTO, Romualdo Douglas; PEDERNEIRAS, Marcleide Maria Macêdo. Colonização da Contabilidade: Um estudo sobre o processo de convergência da Contabilidade brasileira aos padrões internacionais. 2014 V.6 . Disponível em <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente/article/viewArticle/2090>> Acesso em 09 de Outubro de 2018.

NETO, Alfredo Sarlo Política de Dividendos, na prática é importante ? 2005.. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v14nspe/v14nspea08.pdf>>. Acesso em: 9 jan. 2019.

OREIRO, José Luis. A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. Estudos Avançados, 2017.

RODRIGUES, Jomar Miranda; ELIAS Wanderson Gonçalves.; CAMPOS, Edmilson Soares Revista de contabilidade & controladoria. 2015. Universidade Federal do Paraná, 2015. v. 7

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo; FERNANDES, Luciene Alves; GOMES, José Mario Matsumura. Manual de Práticas Contábeis 3ª edição. 3ª ed. 2015.

SILVA, Alexandre Oliveira.; DANTAS, José Alves. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade. 2015. v. 5

SILVA, Denise Mendes da; MARTINS, Vinicius Aversari. Escolhas de políticas contábeis nas empresas de grande porte no Brasil. XXII Congresso Brasileiro de Custos, p. 16, 2013.

SOUSA, Emanuel Mamed de; VASCONCELOS, Alessandra Carvalho de; PARENTE, Paulo Henrique Nobre; LUCA, Márcia Martins de. Política de dividendos e reputação nas empresas mais responsáveis e com melhor governança corporativa. Cuadernos de Contabilidad, v. 18, n. 46, 2018.

SOUZA, Leonardo Flauzino. Crescimento e Estagnação: Os Limites da Política Econômica Brasileira do Século XXI. 2014 .V.16. Disponível em: <<http://periodicoscientificos.ufmt.br/ojs/index.php/res/article/view/2144>>. Acesso em 04 de Agosto de 2018.