

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA – UFU
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS – FACIC
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

NALINE MARTINS GONÇALVES

FATORES DETERMINANTES PARA PAGAMENTO DE DIVIDENDOS

UBERLÂNDIA
MARÇO DE 2021

NALINE MARTINS GONÇALVES

FATORES DETERMINANTES PARA PAGAMENTO DE DIVIDENDOS

Artigo acadêmico apresentado à Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito total para aprovação na disciplina Trabalho de Conclusão de Curso.

Orientador(a): Prof. Dr. Reiner Alves Botinha

UBERLÂNDIA
MARÇO DE 2021

RESUMO

Este estudo tem como objetivo investigar os fatores relacionados ao pagamento de dividendos. Para isso, foi coletada uma amostra com 65 ações das empresas brasileiras listadas na B3 no período de 2010 a 2019. O estudo caracteriza-se como quantitativo e descritivo. Para a análise de resultados foi utilizada a técnica de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (OLS). É possível afirmar que as variáveis explicativas permitiram verificar que o tamanho da empresa e a oportunidade de crescimento; as empresas classificadas como *Blue Chips*; os setores de Comunicações, Financeiro, Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Saúde e Utilidade pública foram os principais fatores determinantes para o pagamento de dividendos. Dentre os setores, o de utilidade pública foi o que mais se destacou. Este estudo contribuiu com a análise das amostras sobre a política de distribuição de dividendos nas empresas de capital aberto, bem como a análise da influência da classificação das empresas como *Blue Chips* no pagamento de proventos.

Palavras-chave: Política de dividendos. *Blue Chips*. *Small Caps*.

ABSTRACT

This study aims to investigate the factors related to the payment of dividends. For this, a sample was collected with 65 shares of Brazilian companies listed on B3 in the period from 2010 to 2019. The study is characterized as quantitative and descriptive. It used the technique of multiple linear regression by ordinary least squares (OLS) to analyze the results. The explanatory variables allowed to verify that the size of the company and the opportunity for growth; the companies classified as Blue Chips; the Communications, Financial, Oil, Gas and Biofuels, Health and Utilities sectors were the main determining factors for the payment of dividends. Among the sectors, the public utility was the one that stood out the most. This study contributed to the analysis of the samples on the dividend distribution policy in publicly traded companies, as well as the analysis of the influence of the classification of companies as Blue Chips in the payment of earnings.

Keywords: *Dividend policy. Blue Chips. Small Caps.*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	1
2 REFERENCIAL TEÓRICO	3
2.1 Política de dividendos e legislação fiscal brasileira.....	3
2.2 Estudos anteriores sobre determinantes dos dividendos.....	5
3 ASPECTOS METODOLÓGICOS	6
4 ANÁLISE DE RESULTADOS.....	8
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	13
REFERÊNCIAS	14

1 INTRODUÇÃO

Com o mercado mundial cada vez mais disputado e globalizado, as empresas que almejam ser mais competitivas estão sendo obrigadas a buscar, incessantemente, maior eficiência gerencial e financeira. Dessa forma, essa eficiência gerencial e o valor de suas ações podem ser influenciadas diretamente pelas decisões financeiras tomadas pelos administradores de uma companhia. Uma dessas decisões é a política de dividendos – tema que será abordado nesse trabalho.

Ao adquirir uma ação de uma companhia aberta, o acionista passa a ter o direito de receber parte dos lucros da empresa emissora do ativo. Essa parcela do lucro, distribuída periodicamente conforme decidido pelo conselho administrativo da empresa, é chamada de provento, e é composta pelo pagamento de dividendos ou juros sobre capital próprio. Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002), a palavra ‘dividendo’ se refere a distribuição de lucro em dinheiro.

Lintner (1956) descobriu uma forte relação entre dividendos e lucros. Esse autor declara que as empresas seguem uma política de dividendos estável, assim, quando as empresas estiverem com crescimentos dos lucros perenes haverá aumento dos dividendos. Porém, a literatura indica outras variáveis além do lucro.

De acordo com a Associação Nacional dos Bancos de Investimento ANBID (2009), os proventos pagos em dinheiro por uma empresa aos proprietários de uma ação são conhecidos por *dividend yield* (DY). O DY das empresas do Ibovespa (Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações das ações negociadas na B3 - Brasil, Bolsa, Balcão) nos últimos anos (2010 a 2019) no Brasil era negativo comparado com o juro real. Com a queda da taxa Selic ela passou a ficar positiva no ano de 2019 e para investidores com maior apetite ao risco, a queda da Selic favorece o mercado de ações (FIGO, 2020).

Em abril de 2019 o Brasil atingiu 1 milhão de pessoas físicas que investem na B3 no mercado de renda variável, o que representa 0,29% da população brasileira, enquanto mais de 200 milhões de norte-americanos investem no mercado acionário dos EUA, representando 65% da população. Comparado com outros países, o Brasil tem um grande potencial de crescimento (ÉPOCA, 2019).

O Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central (BC) realizou nos dias 4 e 5 de fevereiro a primeira reunião do ano de 2020 para definir a taxa básica de juros da economia (Selic). A decisão foi unânime e favoreceu o corte de 4,5% para 4,25% (FERREIRA,

2020). Conforme os especialistas financeiros, com a queda da taxa de juros a perspectiva continua positiva para a bolsa no país e os dividendos estão no maior nível histórico quando comparado aos juros (FERREIRA, 2020).

Uma pesquisa elaborada pela Economática em 2016[®] divulgou as maiores pagadoras de dividendos da última década. O levantamento levou em consideração os papéis nos quais a média de volume diário de negócios é maior que 1 milhão de reais, e o setor de energia elétrica ficou em primeiro lugar com o maior número de empresas pagadoras de dividendos. Em seguida veio o setor bancário e, posteriormente, as empresas siderúrgicas (EXAME, 2016).

Nesse sentido, o trabalho teve como objetivo avaliar quais são os fatores determinantes do pagamento de dividendos. Assim, para o desenho da pesquisa, buscou-se investigar as informações dos últimos 10 anos (2010 a 2019) referentes às ações de companhias abertas listadas na B3. Nesse contexto, a pesquisa analisou características setoriais, tamanho da empresa, suas oportunidades de crescimento e lucratividade, além da liquidez das empresas elencadas para compor a amostra de investigação da pesquisa.

Este estudo contribui e pretende avançar na literatura no tocante a elucidar quais são os possíveis fatores determinantes para pagamentos de dividendos à medida que analisa variáveis explicativas importantes, principalmente no tocante a identificar o comportamento de tais pagamentos conforme o porte da empresa. Em relação à prática a pesquisa também proporciona contribuições para o conhecimento do padrão existente na formação da política de dividendos das empresas brasileiras que têm ações negociadas na B3, além de demonstrar que é possível identificar alguns comportamentos diferentes quanto à distribuição de dividendos em diferentes setores econômicos e tamanhos de empresas.

Este trabalho está estruturado em quatro capítulos. O primeiro capítulo é a introdução, na qual foram apresentados o tema da pesquisa, a situação do problema, o objetivo e a importância da pesquisa. No segundo capítulo, o referencial teórico, são apresentadas de maneira abrangente as teorias sobre a política de dividendos e as leis brasileiras referentes aos pagamentos de dividendos. Posteriormente, a metodologia empregada no estudo, a amostra e suas descrições além dos resultados. Por último, são feitas as considerações finais onde constam um breve resumo dos resultados apurados e as considerações finais deste trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Política de dividendos e legislação brasileira

De acordo com Procianoy e Poll (1993), a política de dividendos é a definição estratégica das companhias entre retenção de lucros e o pagamento de dividendos. Considerando apenas os fatores de segurança e risco, a maioria dos gestores prefere fazer acúmulo de caixa do que a distribuição de proventos, porém, como o propósito é maximizar o lucro do acionista, os gestores têm que determinar através da política de dividendos as melhores estratégias entre pagamento de dividendos e retenções de lucros. Por possuírem a mesma fonte de recursos, esses fatores podem ser muito conflitantes. Dessa forma, se a empresa faz o pagamento de dividendos para os acionistas, ela está fazendo a retirada do recurso que poderia ser utilizado para novos investimentos.

Segundo Brealy e Myers (1988), a política de dividendos é o processo entre a reserva dos lucros de um lado, e emissão de novas ações e pagamento de dividendos de outro. Assim, a distribuição de dividendos é independente da política de investimentos. Pagamento em dinheiro, bonificação, *split* e recompra de ações são as formas que as empresas podem fazer a distribuição de lucro para seus acionistas.

O *cash dividend*, também conhecido com pagamento em dinheiro, corresponde a uma divisão dos lucros em dinheiro por parte da empresa, para seus acionistas. Essa modalidade é conhecida como pagamento de dividendos.

A bonificação é uma forma de distribuição que não altera a riqueza dos acionistas uma vez que o preço das ações da bolsa de valores cai na mesma proporção que a distribuição de novas ações. No entanto, Wodridge et al. (1988 apud PROCIANOY; POLI, 1993) fizeram um estudo com uma amostra de 84 bonificações e constaram um efeito positivo de 5,89% no preço das ações, ou seja, a bonificação impacta positivamente o valor de mercado das ações.

O *Split*, também conhecido como desdobramento, é quando a empresa aumenta o número de ações com a redução proporcional no valor das ações, sem mudar o valor total dos ativos e do patrimônio líquido contábil das empresas. Para Levy e Sarnat (1988), isso é uma oportunidade de aumento dos dividendos futuros quando estes forem relacionados ao valor nominal unitário ou número de ações presentes.

Uma das formas de distribuir lucros em dinheiro é a recompra das ações. Segundo Brealey e Myers (1988) e Levy e Sarnat (1988), essa distribuição proporciona um aumento no preço das ações em decorrência da procura e oferta constante desse investimento.

Para alguns pesquisadores, fatores internos podem explicar a política de dividendos. Hoberg e Prabhala (2008) analisaram na prática que alterações na sistemática e no risco idiossincrático no mercado aumenta a volatilidade e explica o comportamento do pagamento de dividendos.

De acordo com Fama e French (2001), empresas que apresentam uma alta lucratividade e baixa perspectiva de crescimento são mais propensas a pagar dividendos, enquanto aquelas que possuem características opostas às mencionadas tendem a reter os fluxos de caixa.

Quanto à normatização referente aos dividendos, o artigo 202 da Lei 6.404/76 destaca que para as empresas listadas em bolsa, em caso de omissão no estatuto social, é obrigatório distribuir um valor mínimo em dividendos. As empresas que ocultam informações referentes a esse assunto em seus estatutos deverão distribuir um percentual de no mínimo 50% do lucro. A legislação estabelece um *payout* compulsório de 25% para as companhias que apresentavam um estatuto omissivo anteriormente, mas que já o retificaram através da inclusão de cláusulas relacionadas as suas respectivas políticas de dividendos.

Quando não houver lucro realizado em valor considerável, a Lei 6.404/76 (Art. 202, inciso II), prevê que o dividendo obrigatório pode deixar de ser distribuído, ou pode ser distribuído por montante inferior ao determinado pelo estatuto social da entidade. A legislação autoriza que o valor destinado ao pagamento de proventos seja recolhido apenas das contas lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reservas de lucros. Dessa forma, sem existir lucro apurado no exercício encerrado, lucro acumulado de exercícios anteriores ou parcelas de lucros já apropriados como reservas não é permitida a distribuição de dividendos (MARTINS, 1984).

Gordon (1963), apoia a teoria de relevância de dividendos, por causa das incertezas associadas às possíveis valorizações, ele também preconiza a escolha dos investidores em receber seus dividendos no presente momento, em relação aos potenciais ganhos futuros do capital investido. Este argumento constitui o princípio da Teoria do Pássaro na Mão, desenvolvida pelo referido autor, em conjunto com Lintner (1962).

A Teoria do Pássaro na Mão é uma perspectiva mais antiga e diferente com relação ao efeito da política de dividendos no valor da empresa. Os maiores precursores desta teoria são Lintner (1962) e Gordon (1963), os quais afirmam que os investidores preferem o “pássaro na mão” – que seria o dividendo em dinheiro – ao invés de “dois voando” – futuros ganho de capital. Em um mundo de incertezas e informações imperfeitas, os dividendos são avaliados de forma diferente do que os lucros acumulados.

Gordon e Shapiro (1956), Gordon (1959,1963), Lintner (1962) e Walter (1963), foram algum dos pesquisadores sobre a teoria do pássaro na mão, de acordo com as pesquisas os índices de pagamento de dividendos elevados maximizaram o valor da empresa. Como um dividendo corrente mais alto reduz a incerteza sobre os fluxos de caixas futuros, uma alta taxa de pagamento pode reduzir o custo de capital e assim aumentar o valor das ações.

2.2 Estudos anteriores sobre determinantes dos dividendos

Heineberg e Procianny (2003) procuraram identificar aspectos determinantes da política de dividendos das empresas brasileiras com ações negociadas na bolsa nos anos de 1994 até 2000, investigando, por meio de métodos estatísticos de regressão com dados em painel, 196 empresas brasileiras negociadas na B3 sendo 27 setores diferentes. Eles descobriram que variáveis com maior poder de justificativa, na determinação dos proventos pagos em dinheiro no ano, tem relação com o prejuízo líquido, valor do lucro e os proventos pagos em dinheiro no ano anterior.

A pesquisa de Santos e Galvão (2015) teve como objetivo resgatar discussões sobre a política de dividendos e seus fatores determinantes, e destacaram que a falta de consenso sobre a política de dividendos se dá pela ausência de padronização dos estudos ou mesmo devido às variáveis adotadas, necessitando de uma continuidade das investigações sobre o assunto. Essa pesquisa auxiliou a sintetizar variáveis relevantes para a presente pesquisa.

Al-Najjar (2009) afirma que as empresas com maior rentabilidade estariam dispostas a pagar altos dividendos, configurando a rentabilidade também como um determinante para a política de pagamento de dividendos.

De acordo com Andrade e Sanches (2013) as *Blue Chips* são empresas que têm o melhor risco/retorno. Essas ações têm maior liquidez e maior valor de mercado, e muitos investidores preferem as *Blues Chips* para longo prazo por associarem essas ações com uma rentabilidade mais segura.

As *Small Caps* têm algumas características, como: volume de negociação baixa e menor liquidez, além de um alto grau de risco por não serem totalmente consolidadas e estarem investindo no crescimento. Apesar do risco, uma carteira composta por esse grupo de ações tende a ser muito valorizada a longo prazo (ANDRADE; SANCHES, 2013).

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

O presente trabalho classifica-se, quanto aos objetivos, como pesquisa descritiva. Segundo Gil (2002), tem como objetivo crucial o detalhamento das características de determinada amostra.

Quanto à abordagem do problema, assume a forma de pesquisa quantitativa. De acordo com Pessoa (2007), pesquisas quantitativas são caracterizadas por empregarem ferramentas estatísticas, tanto na coleta dos dados quanto na sua interpretação.

Quanto à coleta de dados, a pesquisa pode ser classificada como documental, com extração de dados secundários. O Quadro 1 são os critérios de seleção das empresas no sistema Economática[®].

Quadro 1 – Seleção das empresas da amostra no sistema Economática[®]

Seleção das empresas da amostra	Qtde.
Número de ativos de companhias abertas listadas no Economática [®] em 05/09/2020	525
(-) N° de empresas excluídas por apresentarem repetições por diferentes tipos de ativos (ações preferenciais, ordinárias e outras)	(172)
(-) N° de empresas excluídas por não apresentarem informações de dividendos pagos em cinco ou mais períodos.	(50)
Total de empresas que compuseram a amostra	303

Fonte: elaborado pela autora com base na pesquisa.

Para esta pesquisa, portanto, foram utilizados como amostra 303 empresas que estão listadas na B3 durante os anos de 2010 a 2019, com o objetivo de avaliar quais são os fatores determinantes do pagamento de dividendos. Assim, foram utilizadas as variáveis constantes no Quadro 2 que apresenta os principais indicadores dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos, esses fatores referem-se rentabilidade, dividendos, oportunidade de crescimento, tamanho da empresa, disponível de caixa, variação de lucros, setores de atuação e classificação de listagem.

Quadro 2 – Indicadores da amostra

(continua)

Variáveis	Descrição e operacionalização
<i>Variáveis dependentes</i>	
Dividendos	Dividendos são uma parcela do lucro que é distribuída aos seus acionistas por ocasião do encerramento do exercício social
<i>Variáveis independentes</i>	
Rentabilidade¹	O Retorno sobre o Ativo (<i>Return on Assets</i> , ROA) é o índice que mede a percentagem de quanto a empresa é rentável quanto a geração de receita. Equação: $ROA = \frac{LL_t}{AT_t}$

Quadro 2 – Indicadores da amostra

(conclusão)

Variáveis	Descrição e operacionalização
	O Retorno sobre o Patrimônio Líquido (<i>Return on Equity</i> , ROE) é o indicador financeiro que apresenta o percentual da capacidade de uma empresa em agregar valor a si mesma utilizando seus próprios recursos. Equação: $ROE = \frac{LL_t}{PL_t}$
Oportunidade de crescimento ¹	O crescimento mensurado pelo valor de mercado (V_{t_at}) indica a oportunidade de crescimento da empresa. Equação: $\frac{V_t}{A_t} = \frac{(AT_t - PL_t) + VMPL_t}{AT_t}$
	A variação percentual do ativo (V_{t_a}) indica a oportunidade de crescimento mensurado pela variação do ativo. Equação: $V_{t_a} = \frac{AT_t - AT_{t-1}}{AT_{t-1}}$
	A variação da receita (<i>Sales Growth Rate</i> , SGR) indica a oportunidade de crescimento mensurado pela variação da Receita em relação ao lucro. Equação: $\frac{RL_t - RL_{t-1}}{L_{t-1}}$
Tamanho da empresa ¹	O ativo total (Atl) corrigido pelo logaritmo neperiano representa o tamanho da empresa. Equação: $Atl = \ln(AT_t)$
Disponível de caixa ¹	A proporção de caixa (Cx) indica a relação da disponibilidade do caixa com o ativo total da empresa. Equação: $Cx = \frac{C_t}{AT_t}$
Variação de Lucros ¹	Variação dos lucros (VL) indica a variação do lucro em relação ao período anterior. Equação: $VL = \frac{L_t - L_{t-1}}{L_{t-1}}$
Setores de atuação	Critério de classificação setorial segundo BM&FBovespa. Setores: 1 - Bens industriais; 2 - Comunicações; 3 - Consumo cíclico; 4 - Consumo não cíclico; 5 - Financeiro; 6 - Materiais básicos; 7 - Petróleo gás e biocombustíveis; 8 - Saúde; 9 - Tecnologia da informação; 10 - Utilidade pública.
Classificação de listagem	Critérios de classificação de listagem (CLAS) da empresa no mercado sendo: A – sem classificação; B – <i>Small caps</i> , empresas com valor de capitalização de mercado menor; C – <i>Small caps</i> e <i>Blue chips</i> ; D – <i>Blue chips</i> , ações mais negociadas na bolsa de valores.

Legenda: ¹Equações apresentadas no estudo teórico de Santos e Galvão (2015).

Fonte: elaborado pela autora com base na pesquisa.

O modelo estatístico com as variáveis constantes, no Quadro 2, pode ser expresso por meio da equação básica da regressão linear múltipla, representada pela Equação 1.

$$Divid_{ij} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{ij} + \beta_2 ROA_{ij} + \beta_3 V_{t_at_{ij}} + \beta_4 V_{t_a_{ij}} + \beta_5 Sgr_{ij} + \beta_6 Atl_{ij} + \beta_7 Cx_{ij} + \beta_8 Vl_{ij} + \beta_9 i.Set_{ij} + \beta_{10} i.Clas + \varepsilon \quad (1)$$

Para atingir o objetivo da pesquisa, evidenciar a relação entre o pagamento de dividendos e as variáveis determinantes, foi aplicada a técnica de regressão linear múltipla por

mínimos quadrados ordinários (MQO). Foi testada a normalidade da distribuição de dados por meio do teste Shapiro-Francia e detectada a não normalidade. Com o propósito de corrigir a normalidade dos dados utilizados no teste de regressão, utilizou-se a técnica de *Kernel density estimate* para corrigir os dados e, assim, aplicou-se o logaritmo neperiano para o Ativo total.

Para a detecção e correção dos *outliers* para todas as variáveis do modelo, foi utilizado o método DfFit, que de acordo com Baum (2006), estima a mudança no modelo de regressão, incluindo e excluindo as observações fora da amostra prevista. Foi aplicado também o teste de *stepwise* que sugeriu retirar do modelo a variável disponibilidade de caixa (CX), portanto, sendo esse teste útil para demonstrar quais variáveis devem compor ou não o modelo.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Nesta seção, serão descritos os resultados e os aspectos da estatística descritiva das variáveis quantitativas, as quais serão testadas para corroboração ou rejeição das ideias dos principais estudiosos.

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis quantitativas

Variáveis	Obs	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Divid	2940	328.741,70	15.418,00	1.304.762,00	-	26.100.000,00
Roa	2976	(17,28)	2,50	268,35	(11.770,01)	1.188,86
Roe	2668	77.865,14	8,88	4.023.877,00	(77.054,41)	208.000.000,00
vt_at	2978	1,68	1,09	4,90	-	189,10
v_at	2950	1,73	0,06	60,54	(1,00)	3.002,87
Sgr	2479	0,28	0,08	3,64	(3,90)	126,49
Atl	2978	14,42	14,81	2,81	(0,40)	21,28
VI	2947	0,20	-0,01	18,74	-261,8	608,27

Legenda. Divid = Dividendos; ROA = Retorno sobre ativos; ROE = Retorno sobre patrimônio líquido vt_at crescimento mensurado pelo valor de mercado; v_at; variação percentual do ativo Sgr = variação da receita; Atl = Ativo total; VI = Variação dos lucros.

Fonte: elaborada pela autora.

A mediana de dividendos pagos conforme a Tabela 1 foi de R\$ 15.418,00 enquanto o máximo foi de R\$ 26.100.000,00. Pova (2008, p. 53) explica que “o ROA mensura a rentabilidade dos recursos aplicados pelos acionistas e credores da empresa”. O ROA deu uma mediana de 2,50, ou seja, acima de 1 é um resultado positivo onde as empresas são eficientes e têm capacidade de gerar lucro com seus ativos. Na média, o ROA apresentou-se negativamente,

o que pode ter sido ocasionado pela rentabilidade negativa de ativos com números fora da normalidade dos dados. Como a distribuição dos dados apresentou-se não normal no teste de Shapiro-francia, o correto é observar a mediana e não a média.

A mediana do Valor de Mercado apresentou-se negativa, o que pode sugerir que muitas empresas podem estar sendo negociadas abaixo do seu patrimônio líquido, influenciadas por seus índices de endividamento elevado. A análise é importante, pois permite aos investidores a avaliação dos aspectos de risco e retorno.

Outro ponto importante a ser destacado é o fato de que as variáveis de crescimento, embora com valores pouco expressivos, deram valor positivo, e isso atesta que companhias que apresentam alta lucratividade e baixa perspectiva de crescimento são mais propensas a pagar dividendos, o que corrobora a afirmação de Fama e French (2001). Na Tabela 2, são apresentadas as estatísticas de setores e empresas classificadas como *Small Caps e Blue Chips* em relação ao pagamento de dividendos.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis qualitativas

	Freq. N=3.030	Freq. Relativa	Freq. Acumul.
Setor			
Bens industriais	460	15,18%	15,18%
Comunicações	40	1,32%	16,50%
Consumo cíclico	680	22,44%	38,94%
Consumo não cíclico	190	6,27%	45,21%
Financeiro	680	22,44%	67,66%
Materiais básicos	250	8,25%	75,91%
Petróleo gás e biocombustíveis	90	2,97%	78,88%
Saúde	140	4,62%	83,50%
Tecnologia da informação	50	1,65%	85,15%
Utilidade pública	450	14,85%	100,00%
	3030	100,00%	
Classificação			
Não se aplica classificação	1.785	58,91%	58,91%
<i>Small Caps</i>	565	18,65%	77,56%
<i>Small Caps e Blue Chips</i>	220	7,26%	84,82%
<i>Blue Chips</i>	460	15,18%	100,00%
	3030	100,00%	

Fonte: elaborada pela autora.

Conforme pode ser observado na Tabela 2, os setores que apresentam frequência maior na amostra são os setores de consumo cíclico e financeiro com 22,44%; seguidos de bens industriais com 15,18%; e utilidade pública com 14,85%. Quanto à classificação, 1.785

empresas estão classificadas como *Mid Caps*, enquanto 565 são *Small Caps* e 220 são *Small Caps* e *Blue Chips*. Na Tabela 3, é apresentado o teste de diferença entre os grupos de listagem e setores.

Tabela 3 - Teste de diferença entre os grupos de listagem e setores

	Obs.	Mediana	RankSum	Sig. Estat
Grupos de Listagem				
<i>Mid Caps</i>	1732	1.262,00	1.94e+06	
<i>Small Caps</i>	537	39.167,00	872078,50	0,0001
<i>Small Caps e Blue chips</i>	215	146.538,00	426162,50	
<i>Blue chips</i>	456	521.486,00	1.08e+06	
Setor de Atividade				
Bens industriais	450	9.243,92	606.965,50	
Comunicações	40	410.378,00	79.158,50	
Consumo cíclico	655	6.595,00	834.649,50	
Consumo não cíclico	185	7.651,00	256.474,50	
Financeiro	664	14.095,00	975.147,00	0,0001
Materiais básicos	250	25.245,00	407.856,50	
Petróleo, gás e biocombustíveis	86	0,00	116.060,50	
Saúde	127	12.889,00	178.155,00	
Tecnologia da informação	43	5.699,90	56.363,50	
Utilidade pública	440	115.326,00	812.439,50	

Fonte: elaborada pela autora.

No que tange a classificação das empresas, conforme a Tabela 3, as *Blue chips* são as maiores pagadoras de dividendos, seguidas das ações classificadas como *Small Caps* e *Blue Chips*. O setor de utilidade pública é o maior pagador de dividendos com a mediana de 115.326,00, seguido dos setores de materiais básicos e o setor financeiro, com a média de 25.245,00 e 14.095,00 respectivamente – sendo que esse resultado coaduna com o observado no levantamento da pesquisa da Economática® (EXAME, 2016). Aplicou-se o teste de Kruskal-Wallis, teste não paramétrico, para testar se as amostras possuem distribuições iguais. Verificou-se que elas apresentam, de fato, distribuições diferentes. Porém, para extrapolar as análises é necessária a aplicação do teste de regressão múltipla que pode ser observada por meio da Tabela 4.

Tabela 4 - Resultado da regressão com variáveis de controle

Divid	Coef.	Robust Std. Err.	T	P>t	Beta
Roe	3.667.994,00	1.539.441,00	0,24	0,812	0,002
Roa	7.176.642,00	7.408.048,00	9,69	0,000	0,188
vt_at	38.100,6	9.539.823,00	3,99	0,000	0,085
v_at	-108.333,20	18.641,8	-5,81	0,000	-
Sgr	-11.416,05	6.849.731,00	-1,67	0,096	-
Atl	72.191,54	6.496.924,00	11,11	0,000	0,330
VI	-3.441.793,00	3.154.596,00	-1,09	0,275	-
Set					
2	510.512,10	197.118,40	2,59	0,01	0,097
3	-49.380,53	11.216,10	-4,40	0,00	-
4	-49.696,02	24.805,38	-2,00	0,05	-
5	86.833,22	25.076,60	3,46	0,00	0,078
6	7.048.239,00	22.598,47	0,31	0,76	0,006
7	179.546,00	60.997,23	2,94	0,00	0,073
8	-83.522,77	19.417,96	-4,30	0,00	-
9	-36.450,10	34.991,34	-1,04	0,30	-
10	92.148,99	22.359,53	4,12	0,00	0,100
Clas					
A	-32.611,80	15.185,80	-2,15	0,03	-
B	5.599,96	23.880,20	0,23	0,82	0,005
C	232.706,20	32.197,97	7,23	0,00	0,236
cons	-1.002.489,00	89.385,89	-11,22	-	,
F (19, 2135)	32,61	VIF:			1,39
Prob > F	0,0000	Shapiro-Francia (Prob>z)			0,0001
R quadrado	0,3920				

Legenda. Divid = Dividendos; ROA = Retorno sobre ativos; ROE = Retorno sobre patrimônio líquido vt_at: Crescimento mensurado pelo valor de mercado; v_at; variação percentual do ativo Sgr = variação da receita; Atl = Ativo total; VI = Variação dos lucros; 1: Bens industriais; 2: Comunicação; 3: Consumo cíclico; 4: Consumo não Cíclico; 5: Financeiro; 6: Materiais básicos; 7: Petróleo gás e biocombustível; 8: Saúde; 9: Tecnologia da informação; 10: Utilidade pública; A: Não se aplica classificação; B: Small caps; C: Small caps e blue chips; D: Blue chips.

A variável do teste F resultou em uma estatística de 32,61 que, em uma distribuição F, retornou um p-valor inferior a 0,5 conforme apresentado na Tabela 4. Dentre as variáveis quantitativas, algumas variáveis se mostraram estatisticamente não significantes a 5%, com um p-valor superior a 0,05, sendo elas: roe, sgr e vl que apresentaram P>t 0,812, 0,096 e 0,275 respectivamente.

Com base no resultado de regressão apresentado pela Tabela 4, observa-se que o tamanho da empresa favorece o pagamento de dividendos que corroboram a pesquisa de Denis & Osobov (2008). Além disso, as empresas com maiores rentabilidades estariam dispostas a pagar altos dividendos, sendo assim, esse resultado corrobora o que foi afirmado por Al-Najjar (2009) e Lintner (1956).

Verificou-se, também, que a oportunidade de crescimento mensurada pela variação do ativo e variação do mercado apresentaram significância estatística, porém com determinado comportamento distinto para o pagamento de dividendos. Quanto maior o pagamento de

dividendos, maior o crescimento mensurado pela avaliação de mercado. Isso pode ser explicado por Gordon e Shapiro (1956), Gordon (1959, 1963) e Walter (1963). Ao explicarem a teoria do “pássaro na mão”, afirmam que os índices de pagamento de dividendos elevados maximizam o valor da empresa.

Identificou-se também que, quanto maior o crescimento mensurado pela variação do ativo, menor o pagamento de dividendos. Isso se dá por causa das suas implicações fiscais e tributárias para os investidores que os recebem, logo, esse resultado corrobora o que foi afirmado por Damodaran (1999), que também verifica que a distribuição de maiores dividendos minimiza a valorização das ações em virtude das interferências tributárias e fiscais. O resultado também corrobora a pesquisa de Fama e French (2001), os quais afirmam que as empresas que apresentam baixa perspectiva de crescimento são as mais propensas a pagar dividendos. Em contrapartida, aquelas que possuem características opostas às mencionadas tendem a reter os fluxos de caixa.

Dentre as variáveis qualitativas, podemos ver que empresas que são classificadas como *Blue Chips* apresentam maior pagamento de dividendos em relação às empresas que são *Small Caps* ou *Mid caps*. Esses achados concordam com os estudos de Ho (2003), que realizou um estudo comparativo das políticas de dividendos da Austrália e do Japão, onde apresentam que as empresas com liquidez e riscos tem influencia no pagamento de dividendos, sendo que na Austrália o tamanho da empresa e o setor industrial também influencia na distribuição de proventos para seus acionistas.

Quanto à influência dos setores no pagamento dos dividendos, verifica-se que a utilidade pública é o setor que mais influencia no pagamento de dividendos (indicado por maior beta), pois possuem características diferentes na determinação dos proventos em dinheiro a serem distribuídos para os acionistas. Isso se dá pela situação e estratégias financeiras das empresas. No que se refere aos betas padronizados, observa-se que, sequencialmente, perante o modelo proposto e a amostra analisada, as características que mais impactam nos dividendos são: tamanho da empresa, o fato de serem listadas como *Blue Chips*, ROA, e classificação no setor de utilidade pública.

O R^2 da pesquisa retornou o valor de 39,20%, e por isso podemos atestar que as variáveis explicativas estudadas apresentam poder explicativo na política de dividendos das empresas estudadas. Na pesquisa feita por Vancin e Procionoy (2014) apontaram que R^2 apresentou um maior poder de explicação da regressão do grupo de empresas que pagam dividendos acima do obrigatório. Assim, esta pesquisa consegue apresentar um padrão consistente de comportamento da política de distribuição de proventos das empresas brasileiras.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou averiguar quais são os fatores determinantes para o pagamento de dividendos das empresas brasileiras negociadas na B3 durante os anos de 2010 a 2019. Para isso, foi realizada uma análise de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários (MQO).

É possível afirmar que as variáveis explicativas estudadas permitiram verificar que Rentabilidade (ROA); tamanho da empresa (logaritmo neperiano do ativo total); oportunidade de crescimento; empresas classificadas como *Blue Chips*; e os setores de Comunicações, Financeiro, Petróleo, gás e biocombustíveis, Saúde e Utilidade Pública foram os principais fatores determinantes para pagamento de dividendos. E dentre os setores, o de utilidade pública foi o que mais se destacou.

Apesar da diversidade de resultados decorrente da complexidade do assunto, por não identificar uma relação precisa anterior entre as variáveis investigadas e a política de dividendos das empresas, e a ausência de trabalhos que possam ser conclusivos sobre o tema, este estudo contribuiu ao apresentar quais são os principais fatores determinantes da política de dividendos das companhias abertas brasileiras do período de 2010 a 2019, bem como confirmou a expectativa de que a listagem no grupo das empresas *Blue Chips* influencia o pagamento de dividendos. Para a literatura, espera-se que a pesquisa tenha ampliado os estudos referentes aos determinantes da política de dividendos das empresas.

Algumas limitações desse estudo devem ser consideradas. Ele está restrito apenas às empresas nacionais que negociaram suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BMF&FBOVESPA), e o período de verificação foi entre 2010 a 2019. Nesse sentido, sugere-se analisar o comportamento dessas ações durante um tempo maior, além de expandir a análise para mercados estrangeiros, analisando os fatores determinantes de dividendos nas ações americanas ou de outra regionalidade.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, G. C.; SANCHES, A. L. Otimização de Blue Chips com Small Caps na formação de carteiras utilizando a Teoria de Markowitz e o Modelo CAPM. In: Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia - SEGeT, 2013, Resende. **Anais [...]**. Resende: SEGET, 2013. Disponível em: <<http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos13/801844.pdf>>. Acesso em: 10 de fev. 2021.
- AL-NAJJAR, B. Dividend behaviour and smoothing new evidence from Jordanian panel data. **Studies in Economics and Finance**, v. 26, n. 3, p.182-197, 2009.
- ANBID. **Como Investir**. 2009. Disponível em: <http://www.comoinvestir.com.br/anbid/CalandraRedirect/?temp=5&proj=anbid&pubT&comp=Acoes&db=&docid=711D25FA2333F22D83257102006B0>. Acesso em 19/03/2020.
- BAUM, C. F. **Na introduction to modern econometrics using data**. Texas: Stata Press Publication, 2006.
- BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 05 jan. 2021.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Principles of corporate finance**. 3 ed. New York: McGraw-Hill, 1988.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Traduzido por Bazán Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro : Qualitymark, 1999. DENIS, D J.; OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial Economics**, v.89, n.1, p.62-82, jul.2008.
- ÉPOCA. **Bolsa de Valores atinge 1 milhão de investidores pessoa física**. 2019. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Dinheiro/noticia/2019/05/bolsa-de-valores-atinge-1-milhao-de-investidores-pessoa-fisica.html>. Acesso em: 18 jan. 2021.
- EXAME. **As maiores pagadoras de dividendos da última década**. 2016. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/mercados/as-maiores-pagadoras-de-dividendos-nos-ultimos-10-anos/>. Acesso em 30/04/21.
- FAMA, E. F; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, p. 3– 43, 2001.
- FERREIRA, G. Copom corta Selic de 4,5% para 4,25% ao ano, e determina fim de ciclo de cortes. **Valor Investe**. 2020. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/moedas-e-juros/noticia/2020/02/05/copom-corta-selic-de-45percent-para-425percent-ao-ano.ghtml>. Acesso em 30/04/21.

FIGO, A. Dividendos estão no maior nível histórico quando comparados aos juros, diz XP. **InfoMoney**. 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/dividendos-estao-no-maior-nivel-historico-quando-comparados-aos-juros-diz-xp/> Acesso em 30/04/21.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed São Paulo: Atlas S/A, 2002.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **Journal of Finance**, v.18, n.2, p.264-272, 1963.

GORDON, M. J. Dividends, earnings and stock prices. **Review of Economics and Statistics**, v.41, n.2, 1959.

GORDON, M. J.; SHAPIRO, E. Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit, **Management Science** 3, 102-110, 1956.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. *In*: III ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2003, São Paulo. **Anais do Terceiro Encontro Brasileiro de Finanças**, 2003.

HOBERG, G.; PRABHALA, N. R. Disappearing dividends, catering, and risk. **Review of Financial Studies**, 22, 79-116. 2008.

LEVY, H.; SARNAT, M. Dividend policy. **Principles of financial management**. New Jersey: Prentice-Hall, 1988, p. 407-421.

LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review of Economics and Statistics**, v.44, n.3, p.243-269, 1962.

LINTNER, J. Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, **American Economic Review**, 1956, Vol. 46, 97-113.

MARTINS, F. **Comentários à lei das sociedades anônimas: lei n 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

PESSÔA, V. L. S. **Fundamentos de Metodologia Científica para elaboração de trabalhos científicos**. Universidade Federal de Goiás, 2007.

PROCIANOY, J.; POLI, B. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista de Administração de Empresas**, vol. 33, n. 4, pp. 6-15, 1993.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. **Administração financeira: corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SANTOS, J. F. GALVÃO, K. S. Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. **Revista da FAE**, Curitiba, v. 18, n. 1, p. 52-69, jan./jun., 2015.

VANCIN, D. F.; PROCIANOY, J. L. Os Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos: um Approach Inovador. In: Encontro da ANPAD, 38., 2014, Rio de Janeiro. **Anais [...]**. Rio de Janeiro: EnANPAD, 2014. Disponível em: http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2014_EnANPAD_FIN1820.pdf. Acesso em: 05 jun. 2021.

WALTER, J. E. Dividend Policy: Its Influence on the value of the Enterprise. **Journal of Finance**, v. 1, n. 18, p. 280-291, 1963.