



135

Ciclos Econômicos e Política de Dividendos: Um Estudo no Mercado Brasileiro

Aluno Mestrado/MSc. Student Angelica Maria Constantino de Moura [ORCID iD¹](#), Doutor/Ph.D. Renato Henrique Gurgel Mota [ORCID iD¹](#), Bacharel/Bachelor Gabriel Marques Pereira [ORCID iD²](#)

¹UFRN, Natal, RN, Brazil. ²UNP, Natal, RN, Brazil

Aluno Mestrado/MSc. Student Angelica Maria Constantino de Moura

[0000-0001-8350-0235](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

Doutor/Ph.D. Renato Henrique Gurgel Mota

[0000-0001-8439-7540](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

Bacharel/Bachelor Gabriel Marques Pereira

[0000-0003-1157-9583](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Direito

Resumo/Abstract

Diversos estudos tratam da importância da distribuição dos dividendos que são utilizados como uma forma de proteção aos acionistas, pois teriam poderes legais para forçar a entidade a distribuir seus lucros, evitando o conflito de agência e controlando a atuação da gerência, impedindo que esses invistam em projetos de baixo retorno. Condizendo com esse pensamento, Decourt e Procianoy (2012) observaram que apesar dos períodos de crises, os pagamentos de dividendos continuam crescentes, pois mesmo que os preços das ações caíam os investidores continuam ganhando bons dividendos. Logo, este estudo tem por objetivo analisar o comportamento da distribuição de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto de acordo com os efeitos dos ciclos econômicos, comparando as fases definidas por Schumpeter (1935) com o modelo NBER. Para isso, foram coletadas informações de 360 empresas de capital aberto listadas na empresa de infraestrutura de mercado B3 entre os anos de 1997 a 2021. Os dados foram obtidos por meio da base de dados Thomson Reuters Refinitiv Eikon®, sendo utilizado o modelo de regressão tobit para tratá-los. Observou-se no estudo que não existe diferença entre os resultados dos modelos NBER e Schumpeter, identificando que existe relação significativa entre



os pagamentos de dividendos e os ciclos econômicos, concluindo que em períodos de recessão ocorre uma maior distribuição de dividendos em comparação aos períodos de contração, recuperação e expansão.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance



CICLOS ECONÔMICOS E POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UM ESTUDO NO MERCADO BRASILEIRO

Diversos estudos tratam da importância da distribuição dos dividendos que são utilizados como uma forma de proteção aos acionistas, pois teriam poderes legais para forçar a entidade a distribuir seus lucros, evitando o conflito de agência e controlando a atuação da gerência, impedindo que esses invistam em projetos de baixo retorno. Condizendo com esse pensamento, Decourt e Procianoy (2012) observaram que apesar dos períodos de crises, os pagamentos de dividendos continuam crescentes, pois mesmo que os preços das ações caiam os investidores continuam ganhando bons dividendos. Logo, este estudo tem por objetivo analisar o comportamento da distribuição de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto de acordo com os efeitos dos ciclos econômicos, comparando as fases definidas por Schumpeter (1935) com o modelo NBER. Para isso, foram coletadas informações de 360 empresas de capital aberto listadas na empresa de infraestrutura de mercado B3 entre os anos de 1997 a 2021. Os dados foram obtidos por meio da base de dados Thomson Reuters Refinitiv Eikon®, sendo utilizado o modelo de regressão tobit para tratá-los. Observou-se no estudo que não existe diferença entre os resultados dos modelos NBER e Schumpeter, identificando que existe relação significativa entre os pagamentos de dividendos e os ciclos econômicos, concluindo que em períodos de recessão ocorre uma maior distribuição de dividendos em comparação aos períodos de contração, recuperação e expansão.

Palavras-chave: Política de Dividendos. Crises Econômicas. Ciclos Econômicos

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DA PESQUISA

Nas últimas décadas diversos estudos trataram da política de dividendos, como os estudos de Lintner (1956), Gordon (1963) e Miller e Modigliani (1961) sobre a relevância e irrelevância dos pagamentos de dividendos para a empresa (Ambrozini, 2011). No entanto, outros autores identificaram que as imperfeições do mercado interferem no comportamento dos mercados financeiros, logo de acordo com Bhattacharya (1979) a distribuição de dividendos funcionaria como uma sinalização do fluxo de caixa, reduzindo assim a assimetria informacional (Novis Neto & Saito, 2003; Lima, 2014; Vancin & Procianoy, 2016a; Galvão, Santos & Araújo, 2018).

Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) apresentam os dividendos como uma forma de diminuir a assimetria informacional e evitar o conflito de agência entre administradores e acionistas, visto que a política de dividendos diminuiria o fluxo de caixa disponível pela entidade e passaria informações aos acionistas. Enquanto, Loss e Sarlo Neto (2006) definem as políticas de dividendos como instrumento de proteção legal do mercado de capitais, agindo no nível de confiança dos investidores, definindo se estes irão querer o seu retorno em dividendos ou como um reinvestimento para a entidade, gerando um futuro ganho de capital.

No Brasil, existe o pagamento dos dividendos obrigatórios, pois o país apresenta fraca proteção legal aos acionistas, sendo normatizado pela lei 6.404/1976. E além da figura dos dividendos, outra alternativa de remuneração dos acionistas são os Juros Sobre Capital Próprio (JSCP), regulamentado pela lei 9.249/1995 (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000; Vanci & Procianoy, 2016b).



Decourt e Procionoy (2012), identificaram que as empresas apesar de períodos em crise continuam com crescente pagamentos de dividendos, significando que esses pagamentos configuram uma proteção aos acionistas, pois mesmo que os preços das ações caiam os investidores continuam ganhando bons dividendos. De acordo com Leite, Pamplona, Silva, Brandt e Schlotefeldt (2020) as crises econômicas que ocorrem entre os ciclos econômicos de recessão e contração acabam gerando ambientes competitivos em que as empresas se inserem, influenciando nas mudanças estratégicas das entidades, e, por consequência, o pagamento de dividendos.

Leite *et al.* (2020) e Freeman (1984) identificaram que os ambientes econômicos atuais são marcados por intensa competitividade e ciclos econômicos recessivos, ocasionando, assim, as crises econômicas. Corroborando os autores, utiliza-se a citação de Schumpeter (1997), o qual entende que alguns tipos de crises são elementos, ou pelo menos componentes regulares, senão necessários de um movimento em forma de onda que alterna fases de prosperidade e depressão, que têm permeado a vida econômica desde o início da era capitalista. Essas fases econômicas podem ser modificadas por fatores externos que ocasionam as crises e o processo de inovação no mercado econômico: guerras, revoluções, catástrofes naturais, mudanças institucionais (como mudanças comerciais, políticas, na legislação bancária e monetária), variações de safra, variações meteorológicas ou doenças, mudanças na produção de ouro e assim por diante.

Os períodos de crise surgem durante as fases de recessão e contração, antecedendo as fases de prosperidade e expansão, ocasionando mudanças no ambiente econômico, gerando assim alterações nos caixas das entidades e consequentemente na distribuição dos seus dividendos. Lim (2016) identificou que, após a crise das hipotecas subprimes em 2008, a maioria das empresas, para sobreviver à crise, reduziram o pagamento de dividendos, e ao se observar que os períodos de crise fornecem uma excelente janela para verificar como o choque econômico afeta as políticas de dividendos, surge a seguinte problemática: Qual o comportamento do pagamento de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto nas fases dos ciclos econômicos medidas conforme Schumpeter e o NBER? E para se responder a problemática do estudo, utilizar-se-á o seguinte objetivo: analisar o comportamento da distribuição de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto de acordo com os efeitos dos ciclos econômicos, comparando as fases definidas por Schumpeter (1935) com o modelo NBER.

Devido ao mercado competitivo e aos ciclos econômicos recessivos, as entidades passaram a colocar em suas análises financeiras a figura das crises econômicas, visto que podem influenciar na mudança das estratégias empresariais, entre elas os pagamentos de dividendos (Leite *et al.*, 2020). Martucheli (2021) ao verificar o comportamento dos pagamentos de dividendos das empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) e as fases econômicas de expansão e recessão, observou que durante as fases de recessão as entidades pagam mais dividendos do que em períodos de expansão. Esse resultado corrobora os estudos de Leite *et al.* (2020), evidenciando que as empresas sofrem perda de desempenho em períodos de crise econômica, no entanto, não diminuem o pagamento de dividendos. Posto que Bliss, Cheng e Denis (2015) identificaram que durante os períodos de crises as empresas diminuem os pagamentos de dividendos para constituir reservas de caixa e preservar seus investimentos.

Em suma, o presente estudo torna-se relevante contribuindo para a literatura pois irá observar as fases dos ciclos econômicos do modelo de Schumpeter, o qual trata os trabalhos com apenas duas fases econômicas insuficientes, pois não investigam oscilações menores como a recessão e contração (Paulo & Mota, 2019). Além disso, se observará o comportamento dos pagamentos dos dividendos de acordo com os setores econômicos, visto que a distribuição de



dividendos difere de acordo com a área de atuação das entidades, por exemplo, as empresas do setor elétrico são reconhecidas por serem boas pagadoras de dividendos (Decourt & Procianoy, 2012).

O restante da pesquisa está organizado nos seguintes tópicos: revisão de literatura, metodologia, resultados e considerações finais.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Em um contexto histórico, a política de dividendos ocorre desde o século XIV por meio das expedições marítimas, quando na Holanda e Inglaterra os capitães da vela distribuíam a remuneração aos investidores pelo financiamento dessas atividades (Santos & Galvão, 2015). No entanto, as discussões acadêmicas sobre a teoria dos dividendos se iniciaram no século passado, mais precisamente no ano de 1956 com a publicação do trabalho de John Lintner (1956) intitulado “*Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earning, and Taxes*”, em que ele apresentou a relutância dos gestores em alterar as políticas de dividendos por receio de terem que reverter essa decisão no futuro. Ele constatou que a variação dos dividendos não segue a mesma proporção da variação dos lucros. Quando há um aumento destes, os dividendos também aumentam, mas não na mesma magnitude. Ou seja, os gestores preferem manter dividendos constantes (Teoria da Persistência dos Dividendos) por mais que não acompanhem de forma proporcional o aumento dos lucros, em vez de diminuir no futuro e assim gerar reações negativas no mercado (Ambrozini, 2011).

Anos mais tarde, Miller e Modigliani (1961) apresentaram uma teoria contrária à de Lintner, afirmando que os dividendos são irrelevantes para a criação de valor de uma entidade, visto que distribuir dividendos ou reinvestir os lucros na empresa teriam o mesmo efeito, pois ao se reinvestir os ganhos na entidade, conseqüentemente irá gerar uma valorização de suas ações no futuro, e assim aumentaria o valor dos dividendos (Martins, Sousa e Girão, 2021). Portanto, deixar de receber os dividendos em um determinado período irá anular essa valorização das ações (Martins, Sousa e Girão, 2021).

Em 1963, Myron Gordos publicou o trabalho “*Optimal Investment and Financing Policy*”, demonstrando sua visão contrária à teoria da irrelevância dos dividendos, em que tratou os acionistas como indivíduos que tomam decisões não tão racionais, visto que diante de uma situação de incerteza, estes preferem receber dividendos a esperar uma certa valorização do capital da entidade ao se ter o lucro reinvestido nela (Ambrozini, 2011). Essa teoria é conhecida como a teoria do “pássaro na mão”, em referência ao ditado que diz ser mais vantajoso ter um pássaro na mão (dividendos), do que dois voando (valorização futura da ação da entidade) (Ambrozini, 2011).

Trazendo a política de dividendos para os dias atuais, pode-se conceituá-la como uma prática adotada pela empresa sobre o quanto e como se deve distribuir seus lucros aos sócios no decorrer do tempo, sendo importante não apenas pela quantidade de dinheiro envolvido, mas por estar interligada com a maioria das decisões financeiras e de investimento das entidades em que o modelo de financiamento padrão para a decisão de investimentos, financiamento e dividendos ideais para a entidade, assume que os investidores externos e gestores internos possuem a mesma informação sobre os ganhos atuais da companhia (Miller & Rock, 1985; Allen & Michaely, 2003; Santos & Galvão, 2015).

Contudo, entende-se que existe uma assimetria informacional, visto que é mais comum que os gerentes saibam mais do que os investidores externos sobre o verdadeiro estado dos ganhos atuais da empresa (Miller & Rock, 1985). Esse conflito de interesses gera a Teoria da Agência, pela qual os pagamentos dos dividendos reduzem os recursos sob controle dos



gerentes e assim diminuem essa desvantagem quanto à informação entre os investidores públicos e os tomadores de decisão da empresa, de forma que a parcela do lucro obtido pela empresa seja distribuída aos seus proprietários como uma forma de remunerar o capital investido (Miller & Rock, 1985; Sousa, 2017; Martins, Sousa & Girão, 2021).

Portanto, a retenção e distribuição desses lucros baseia-se na ideia de que reter capital para crescimento e devolver esses recursos aos acionistas impacta diretamente nas decisões estratégicas de financiamento da empresa, evitando o conflito de agência causado entre o desalinhamento dos interesses entre os agentes e os principais. Sendo assim, seria uma forma de proteger os acionistas por meio de um sistema em que estes teriam poderes legais para forçar a entidade (gestores) a distribuir seus lucros, e assim não beneficiar a si mesma (Jensen, 1986; La Porta *et al.*, 2000; Fonteles, Peixoto Júnior, Vasconcelos & Luca, 2012; Sousa, 2017; Martins, Sousa & Girão, 2021).

Ergue-se nesse cenário um modelo no qual o pagamento de dividendos atua como um sinal dos fluxos de caixa esperados das empresas em um ambiente de informação imperfeita (Bhattacharya, 1979). O dividendo controla a atuação da gerência, evitando, assim, investimentos em projetos com baixos retornos. Além disso, a utilização do livre fluxo de caixa como retorno em dividendo faz com que a entidade seja bem vista pelo mercado de capitais, valorizando o preço das ações e satisfazendo os acionistas (Bhattacharya, 1979; Jensen, 1986; Segantini, 2019). Sendo assim, a sinalização do fluxo de caixa prevê associação positiva entre a mudança de dividendos e os lucros subsequentes (Grullon, Michaely & Swaminathan, 2002). No entanto, deve-se observar que essa hipótese de controle é mais relevante em organizações com grandes fluxos de caixa e com baixa perspectivas de crescimento, visto que as pressões para se evitar desperdícios de recursos são mais sérias (Jensen, 1986).

Além de fatores econômicos, as regras legislativas e tributárias influenciam a distribuição de proventos aos acionistas. No Brasil existem duas formas, a distribuição de dividendos que não é tributada e os Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) que gera tributação ao acionista e benefício fiscal à entidade (Decourt & Procianoy, 2012). Ademais, o Brasil apresenta uma fraca proteção legal dos acionistas minoritários, forçando as empresas a pagarem dividendos, sendo normatizado pela Lei 6.404/1976, que trata da Lei das Sociedades por Ação, estabelecendo a figura dos dividendos obrigatórios (La Porta *et al.*, 2000; Vancin & Procianoy, 2016b).

De acordo com essa lei, acionistas possuem como direito à parcela dos lucros em cada exercício, na forma de dividendo obrigatório, o valor definido em estatuto e não inferior a 25% do lucro líquido ajustado, ou metade desse lucro líquido caso o estatuto seja omissivo (Brasil, 1976). No entanto, caso a entidade não tenha condições financeiras para efetuar a distribuição e os acionistas aprovarem, a equipe gestora deve apresentar a situação da empresa à CVM (Comissão de Valores Mobiliários) (Segantini, 2019).

O estabelecimento do pagamento de dividendo mínimo obrigatório é importante para assegurar os interesses do acionista minoritário, impedindo que o controlador retenha todo o lucro, e, como consequência, fortaleça o mercado de capitais, criando como tendência nas empresas brasileiras a retenção desse lucro como capital para autofinanciamento a longo prazo (La Porta *et al.*, 2000; Vancin & Procianoy, 2016a). Destacam-se as empresas que pagam acima do mínimo, visto que estas sinalizam ao mercado que sua decisão é baseada em critério próprio, ocorrendo assim uma certa valorização das suas ações no mercado de capitais (Vancin & Procianoy, 2016a).



Além da figura dos dividendos, a Lei nº 9.249/1995 trouxe os JSCP como uma forma alternativa de distribuição de lucros. Os JSCP são benéficos para a entidade pois possibilita um benefício fiscal, ao ser contabilizado como despesa financeira, reduzindo a base de cálculo do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, no entanto os acionistas são sujeitos a uma alíquota de 15% (Brasil, 1995; Decourt & Procianoy, 2012; Lima, 2014).

Contudo, em um sistema capitalista, a economia é repleta de flutuações violentas ou até catastróficas, através das quais essas crises econômicas podem sinalizar perdas econômicas futuras, influenciando, assim, no lucro das entidades e conseqüentemente na diminuição do pagamento dos dividendos (Abor & Bokpin, 2010; Sampaio, Coelho & Holanda, 2015; Lim, 2016; Leite *et al.*, 2020). Destarte, a política de dividendos junto com a política de investimento e de financiamento formam os três pilares mais importantes no processo decisório gerencial (Forti, Peixoto & Alves, 2015).

Decourt e Procianoy (2012) identificaram que mesmo em períodos de crises as distribuições de dividendos continuam crescendo. Sendo uma possível explicação para esse acontecimento os níveis elevados de *payout* (pagamentos de dividendos) das empresas, os quais são considerados uma forma de proteção para os acionistas durante os períodos de instabilidade econômica. No entanto, um valor elevado de *payout* pode impactar no crescimento da entidade, pois retem recursos próprios para o pagamento de dividendos, diminuindo os meios disponíveis para investimento (Decourt & Procianoy, 2012).

La Porta *et al.* (2000), destaca o papel que a política de pagamento de dividendos tem na gestão dos fluxos de caixas livres da entidade. A abordagem da teoria da agência evita que ocorra o desperdício de recursos financeiros e até o seu desvio. Portanto, os dividendos de acordo com essa teoria, seriam uma espécie de proteção legal para os investidores e acionistas (La Porta *et al.*, 2000).

Leite *et al.* (2020) procurou identificar os determinantes dos pagamentos de dividendos das empresas brasileiras durante as fases de prosperidade e crise econômica. A sua amostra foi composta por 64 empresas compreendendo os anos de 2010 a 2016, observando que as empresas em períodos de crise econômica passam por uma perda de desempenho, no entanto, não diminuem os níveis de pagamentos de dividendos. O estudo identificou que as variáveis tamanho da empresa e rentabilidade afetam positivamente o pagamento de dividendos tanto em períodos de crises como de prosperidade. Mas, especificamente no período de crise, a variável crescimento influencia negativamente o pagamento de dividendos. Enquanto a variável liquidez influencia positivamente (Leite *et al.*, 2020).

Martucheli *et al.* (2021), observaram o comportamento da distribuição de dividendos das empresas brasileiras listadas no mercado de ações da B3 durante os períodos de recessão e expansão da economia brasileira. Para concretizar o objetivo, se analisou uma amostra de 987 empresas durante um período de 22 anos (1996-2016). Como resultado, observou-se que as empresas distribuem mais dividendos em períodos de crescimento econômico, sinalizando que o mercado está indo bem financeiramente. E em períodos de recessões econômicas, as empresas buscam distribuir mais dividendos como uma forma de aumentar a confiança dos acionistas, baseando-se assim na teoria da sinalização (Martucheli *et al.*, 2021).

Os pagamentos de dividendos além de seres influenciados pelas crises econômicas, também possui relação com o ramo de negócios em que está a empresa está inserida, podendo sofrer influência de fatores macroeconômicos que são: taxa de inflação, nível de desemprego, Produto Interno Bruto (PIB) e taxa de câmbio sobre a rentabilidade das empresas, que é refletida pelo Retorno sobre Ativos (ROA) (Costa & Gomes, 2011; Dewi, Soei & Surjoko, 2019). A decisão de distribuição dos dividendos da mesma forma é influenciada por essas variáveis, pois

a retenção do lucro é baseada em função delas (Cunha, 2020). De acordo com Galvão, Santos e Araújo (2018) os segmentos de energia elétrica, financeira e utilidade são os que mais se comprometem a distribuir acima dos dividendos obrigatórios instituídos no estatuto da empresa.

Apesar dos autores Leite et al. (2020) e Martucheli et al. (2021) afirmarem que em períodos de recessão existem uma maior distribuição de dividendos, em períodos de crise, de acordo com Bliss; Cheng e Denis (2015) para a entidade se recuperar e assim poder voltar a crescer novamente, é necessário se ter contenções de gastos e manter uma parcela maior dos seus fluxos de caixa, diminuindo a distribuição dos dividendos. Portanto, se procura testar as seguintes hipóteses:

- em períodos de recessão as empresas apresentam uma política de distribuição de dividendos menor;
- em períodos de contração as empresas apresentam uma política de distribuição de dividendos menor do que em períodos de recessão;
- em períodos de recuperação as empresas apresentam uma política de distribuição de dividendos menor do que em períodos de expansão.

3 METODOLOGIA

3.1 Classificação e Descrição dos Dados

A pesquisa utilizou o método empírico analítico e técnicas estatísticas para se atingir o objetivo, sendo a amostra do estudo composta por 360 empresas de capital aberto listadas na empresa de infraestrutura de mercado B3 entre os anos de 1997 a 2021, período que abrange a publicação do decreto nº 2.673, de 16 de julho de 1998, o qual trata do pagamento, pelas empresas estatais federais, de dividendos ou de juros sobre o capital próprio e dá outras providências. Além de compreender as principais crises do mercado brasileiro: efeito da desvalorização do Real (1999), crise imobiliária (2008), grande recessão brasileira (2014-2016) e a crise causada pela pandemia do Covid (2019-2020). Os dados das variáveis foram obtidos por meio da plataforma *Eikon Reuters*, enquanto que o PIB trimestral do site do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). As empresas do estudo estão distribuídas entre os setores: serviços de comunicação (350), bens de consumo duráveis (2.000), bens de consumo (675), energia (300), financeiro (975), saúde (475), indústria (1.450), tecnologia da informação (400), matéria-prima (775), imobiliário (575) e serviços públicos (1.025).

3.2. Ciclos Econômicos

Os primeiros estudos sobre a teoria dos ciclos econômicos surgiram na segunda metade do Século XIX, apresentando um estudo diversificado com várias abordagens sobre as causas e modos do comportamento cíclico (Carvalho, 1988). Os estudiosos dos ciclos econômicos eram divididos em dois grupos de acordo com os trabalhos executados: (1) estatísticos econômicos: geralmente eram membros de alguma instituição, que acompanhavam os ciclos e descreviam o que observavam. Podemos citar, por exemplo, o estudioso Mitchell e o NBER; (2) os teóricos, entre eles o economista Schumpeter, que visavam identificar o princípio da ciclicidade, tentando interpretar os fatos que o primeiro grupo identificava (Carvalho, 1988).

Os economistas do NBER classificam os ciclos econômicos em dois períodos: recessão e expansão, sendo aquele definido como dois ou mais trimestres consecutivos de crescimento negativo do PIB, enquanto este implica em dois ou mais trimestres consecutivos de crescimento positivo do PIB. Durante esse ciclo, o pico de uma expansão data o início de uma recessão, em

que o pico econômico ocorre quando o nível do PIB atinge seu máximo antes de começar a diminuir, e o vale de uma recessão é o momento em que o PIB cai ao seu nível mais baixo antes de começar a subir novamente (Knoop, 2010).

Schumpeter (1935) fazia parte do segundo grupo, classificando os ciclos econômicos em quatro fases: prosperidade (recuperação), expansão, recessão e depressão, em que o crescimento econômico ocorre nas primeiras duas fases, enquanto o declínio ocorre nas duas últimas fases. O economista cita a tendência do equilíbrio desse processo, em que após cada excursão, o sistema chama de volta a um novo estado de equilíbrio. No entanto, esse processo nunca se realizará, pois, diversos eventos (político, cultural, natural, entre outros) colidem com o mundo econômico, tornando-o perturbado e desequilibrado (Mota, 2018).

3.2.1. Classificação dos Ciclos Econômicos

Para se calcular os ciclos econômicos de acordo com os modelos NBER e Schumpeter, inicialmente, é preciso calcular a flutuação do ambiente econômico, onde se utilizou o PIB que é “a soma de todos os bens e serviços finais produzidos por um país, estado ou cidade, geralmente em um ano” (IBGE, 2020). Bem, como é a medida mais abrangente para acompanhar a atividade econômica de um país durante um longo período de tempo (Claessens *et al.*, 2012). O PIB foi calculado a partir da taxa de crescimento real, obtida pela razão do PIB trimestral no tempo t e o PIB trimestral do mesmo período no ano anterior ($t-4$) (Mota, 2018).

$$\Delta \text{PIBreal}_t = \left(\frac{\text{PIB real}_t}{\text{PIB real}_{t-4}} - 1 \right) \times 100 \quad (1)$$

1. Modelo NBER

Conforme a figura 1, os ciclos econômicos do modelo NBER são classificados levando em consideração o crescimento do PIB, sendo a tendência ao equilíbrio tratada pela média das variações do PIB real (Mota, 2018). No modelo, a recessão ocorre quando existem dois ou mais trimestres consecutivos de crescimento negativo, sendo na figura 1 representado pela cor vermelha, enquanto a fase de expansão é caracterizada como um período formado por dois ou mais trimestres com crescimentos positivos consecutivos, representada pela cor azul (Knoop, 2010).

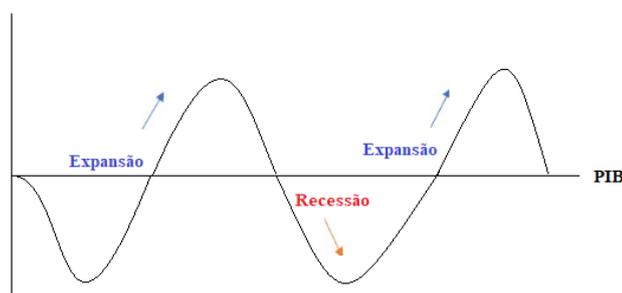


Figura 1. Fases de um ciclo econômico-Modelo NBER

Fonte: Adaptado de página do site Maestrovirtuale.com (2022)

2. Modelo de Schumpeter

Para se calcular as flutuações econômicas do modelo de Schumpeter, se utilizou a média do PIB (Produto Interno Bruto) brasileiro entre os anos 1997 e 2021, em que a média das suas variações é considerada a tendência de equilíbrio, segregando as fases de expansão e recessão das fases de contração e recuperação. A figura 2 demonstra o comportamento dos ciclos

econômicos a partir do valor trimestral do PIB, quando se tem uma variação positiva e acima da média, reconhece-se a fase de expansão. Na fase da recessão, o crescimento é acima da média, no entanto, as variações passam a ser negativas. No período de contração, há uma diminuição do valor do PIB em dois ou mais trimestres consecutivos com variação abaixo da média e negativo, observando que a economia caminha para uma recessão. E na fase de recuperação, a economia volta a demonstrar sinais de crescimento e desenvolvimento com variações positivas do PIB, mas ainda abaixo da média da tendência de equilíbrio (Paulo & Mota, 2019).

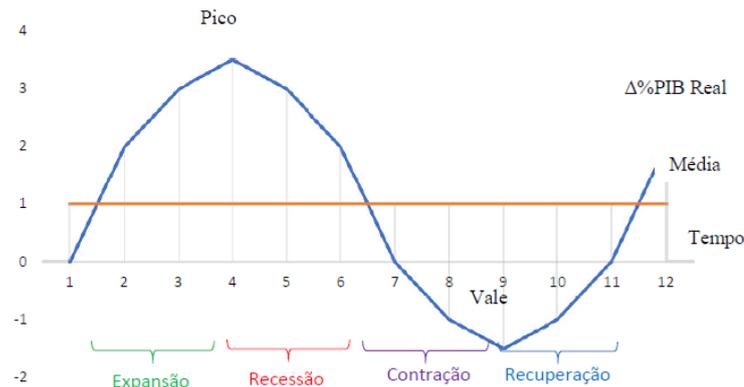


Figura 2. Fases de um ciclo econômico-Modelo Schumpeter

Fonte: De “Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis: um estudo nas companhias abertas brasileiras” de E. Paulo e R. G. H. Mota, 2019, Revista Contabilidade & Finanças, v. 30, p. 216-23. doi: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806870>

Os períodos de picos e vales das fases dos ciclos econômicos foram definidos por meio do modelo de algoritmo de Claessens, Kose e Terrones (2012), identificando os valores máximos e mínimos ao longo do tempo t . Esse algoritmo requer um ciclo completo, no qual cada fase pode durar pelo menos cinco trimestres e dois trimestres, respectivamente. Especificamente, um pico em uma série trimestral y_t ocorre no tempo t , se (Claessens, *et al.* 2012):

$$\{(y_t - y_{t-2}) > 0, (y_t - y_{t-1}) > 0\} \text{ e } \{(y_{t+2} - y_t) < 0, (y_{t+1} - y_t) < 0\} \quad (2)$$

Da mesma forma o vale de uma série trimestral y_t ocorre no tempo t , se:

$$\{(y_t - y_{t-2} < 0, (y_t - y_{t-1}) < 0\} \text{ e } \{(y_{t+2} - y_t) > 0, (y_{t+1} - y_t) > 0\} \quad (3)$$

Sendo, normalmente, um ciclo econômico completo composto por duas fases, a fase de recessão (do pico ao vale) e a fase de expansão (do vale até o próximo pico). A parte inicial da fase de expansão é denominada de recuperação de uma recessão, sendo definida como o tempo que se leva para retornar ao pico antes da recessão (Claessens, *et al.* 2012).

3.3 Modelos Econométricos

Para se observar o comportamento dos pagamentos de dividendos de acordo com os dois modelos de ciclos econômicos (NBER e Schumpeter), se utilizou o modelo de regressão tobit, baseado nos estudos de Forti, Peixoto e Alves (2015) e Vancin e Procianoy (2016b). Esse modelo econométrico é útil para estudar variáveis dependentes com soluções de canto, ou seja, modelos de regressão com variável dependente limitada ou regressor censurado (Wooldridge, 2006; Gujarati & Porter, 2011). Nos dados identificou-se uma censura à esquerda por conta da frequência no valor limiar de zero. Portanto, entende-se que a amostra do estudo apresenta uma

concentração de 68% das empresas que pagam proventos iguais a zero, demonstrando assim uma censura.

As regressões foram rodadas com o objetivo de se comparar os modelos dos ciclos econômicos NBER e de Schumpeter, gerando assim dois modelos:

Modelo 1- Regressão para testar as diferenças entre a fase de recessão NBER e as fases de recessão e contração de Schumpeter, conforme os pagamentos de dividendos

$$Payout_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} FASE\ NBER\ recessão_{it} + \beta_{2it} TAM_{it} + \beta_{3it} OPORT.CRESC_{it} + \beta_{4it} ALF_{it} + \beta_{5it} Capex_{it} + \beta_{6it} ROA_{it} + \beta_{7it} FCL_{it} + \beta_{8it} P\&D_{it} + \beta_{9it} MarkettoBook_{it} + \beta_{9it} Setor_i + \beta_{10it} Tempo_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$Payout_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} FASE\ S\ recessão_{it} + \beta_{2it} FASE\ S\ contração_{it} + \beta_{3it} FASE\ S\ expansão_{it} + \beta_{4it} TAM_{it} + \beta_{5it} OPORT.CRESC_{it} + \beta_{6it} ALF_{it} + \beta_{7it} Capex_{it} + \beta_{8it} ROA_{it} + \beta_{9it} FCL_{it} + \beta_{10it} P\&D_{it} + \beta_{11it} MarkettoBook_{it} + \beta_{12it} Setor_i + \beta_{13it} Tempo_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Modelo 2- Regressão para testar o comportamento dos pagamentos de dividendos de acordo com as fases de recuperação e expansão de Schumpeter

$$Payout_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} FASE\ NBER\ expansão_{it} + \beta_{2it} TAM_{it} + \beta_{3it} OPORT.CRESC_{it} + \beta_{4it} ALF_{it} + \beta_{5it} Capex_{it} + \beta_{6it} ROA_{it} + \beta_{7it} FCL_{it} + \beta_{8it} P\&D_{it} + \beta_{9it} MarkettoBook_{it} + \beta_{9it} Setor_i + \beta_{10it} Tempo_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$Payout_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} FASE\ S\ expansão_{it} + \beta_{2it} FASE\ S\ recuperação_{it} + \beta_{3it} FASE\ S\ recessão_{it} + \beta_{4it} TAM_{it} + \beta_{5it} OPORT.CRESC_{it} + \beta_{6it} ALF_{it} + \beta_{7it} Capex_{it} + \beta_{8it} ROA_{it} + \beta_{9it} FCL_{it} + \beta_{10it} P\&D_{it} + \beta_{11it} MarkettoBook_{it} + \beta_{12it} Setor_i + \beta_{13it} Tempo_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Os dois modelos compararam o comportamento dos pagamentos de dividendos de acordo com as fases dos ciclos econômicos NBER e de Schumpeter. Em que no modelo 1 se confrontou a fase de recessão do modelo NBER com as fases de recessão e contração do modelo de Schumpeter. Enquanto que no modelo 2 observou-se as fases de expansão do modelo NBER em comparação com as fases de expansão e recuperação do ciclo econômico de Schumpeter. Sendo esses ciclos econômicos, representados por variáveis dummies denominadas como FASE, identificando os períodos de expansão, recessão, contração e recuperação, em que no primeiro modelo assumirá o valor 1 quando ocorrer recessão econômica e 0 para os anos em que houver contração. Já no segundo modelo, a variável fase assumirá o valor 0 quando for expansão e 1 quando for recuperação. Os dados das variáveis do estudo foram tratados anualmente, devido ao espaço temporal adotado na pesquisa, no entanto as fases dos ciclos econômicos foram medidas em bases trimestrais, devido ao cálculo do PIB adotar essa forma de mensuração e assim não ocorrer perdas de informações (Paulo & Mota, 2019).

A escolha das variáveis dependente e independentes de controle foram baseadas nos trabalhos de Fama e French (2001), Saravanakumar (2011), Al-Gharaibeh, Zurigat, Al-Harashsheh (2013), Forti, Peixoto e Alves (2015), Vancin e Procionoy (2016b), Esqueda (2016), Kulchania (2016), Chu (2018), Leite, Bambino e Hein (2017), Galvão, Santos e Araújo (2018) e Martucheli *et al.* (2021). Em que *i* e *t* representam a empresa e o ano, β_0 representa o intercepto, o ε_{it} identifica o termo de erro e as variáveis setor e tempo são dummies. A variável dependente utilizada na regressão é a proxy *payout* que trata dos pagamentos de dividendos, observando que a legislação brasileira traz a figura dos dividendos obrigatórios e dos juros sobre capital próprio, estes que irão compor o cálculo dos dividendos distribuídos da fórmula da variável dependente. E as variáveis de controle que influenciam os efeitos regressivos do modelo são: o tamanho da entidade (TAM), oportunidade de crescimento (OPORT.CRESC.), Capex, alavancagem financeira (ALF), fluxo de caixa livre (FCL),

rentabilidade (ROA), pesquisa e desenvolvimento (P&D) e *Market to Book* (Gujarati & Porter, 2011).

Tabela 1
Descrição das variáveis das regressões

Variáveis	Indicador	Definição do Indicador	Autores que embasam os indicadores
Dependentes	<i>Payout</i>	$\frac{\text{Dividendos Distribuídos}_{it}}{\text{Lucro Líquido}_{it}}$	Forti, Peixoto e Alves. (2015); Vancin e Procianoy (2016b) e Martucheli et al. (2021)
Controle	TAM	Logaritmo natural do ativo total da empresa <i>i</i> no período <i>t</i>	Forti, Peixoto e Alves (2015)
	OPORT.CRE SC	$\frac{\text{Rec. Operacional Líq.}_{it} - \text{Rec. Operacional Líq.}_{it-1}}{\text{Receita Operacional Líquida}_{it-1}}$	Galvão, Santos e Araújo (2018)
	ALF	$\frac{\text{Dívida Total}_{it}}{\text{Ativo Total}_{it}}$	Al-Gharaibeh, Zurigat, Al-Harashsheh (2013); Esqueda (2016); Chu (2087) e Martucheli et al. (2021)
	Capex	A sigla Capex tem origem da expressão inglesa Capital Expenditure que significa Despesas de Capitais ou Investimentos em Bens de Capitais. Sendo essa variável obtida pelo programa Reuters Eikon, através da expressão TR.CapexCFSmt.	Esqueda (2016); Kulchania (2016); Forti, Peixoto e Alves (2015)
	FCL	Variável obtida pelo programa Reuters Eikon, através da expressão TR.FreeCashFlow	Al-Gharaibeh, Zurigat, Al-Harashsheh (2013)
	ROA	$\frac{\text{Lucro Líquido}_{it}}{\text{Ativo Total}_{it}}$	Fama e French (2001); Galvão, Santos e Araújo (2018)
	P&D	$\frac{\text{Despesas com P\&D}_{it}}{\text{Ativo Total}_{it}}$	Chu (2018)
	<i>Market to Book</i>	Variável obtida pelo programa Reuters Eikon, através da expressão TR.InvtrPricetoBook.	Kulchania (2016); Forti, Peixoto e Alves (2015)

Fonte: Elaborado pelo próprio autor

Conforme os estudos de Al-Gharaibeh, Zurigat, Al-Harashsheh (2013) e Martucheli *et al.* (2021), o tamanho da entidade apresenta relação positiva com os pagamentos de dividendos, visto que as empresas com maiores ativos possuem maior distribuição de dividendos. Enquanto a variável de dificuldade financeira alavancagem demonstrou sinal negativo, inferindo que as empresas mais endividadas distribuem menos dividendos, uma vez que utilizam seus lucros para pagar suas dívidas (Chu, 2018; Martucheli *et al.*, 2021). Quanto à variável oportunidade de crescimento, percebe-se um movimento contrário comparado aos rendimentos dos

dividendos, pois as empresas com grandes oportunidades de crescimento, tendem a reter mais lucros para investir em projetos e conseqüentemente apresentam baixos pagamentos de dividendos, logo tem-se um sinal negativo entre as variáveis *payout* e oportunidade de crescimento (Esqueda, 2016).

Os pagamentos de dividendos estão positivamente relacionados aos fluxos de caixa livre, pois as empresas com altos graus de incertezas nos fluxos de caixa tendem a diminuir os pagamentos de dividendos e aumentar as recompras de ações (Kulchania, 2016). Logo, as empresas quando apresentam excedentes de caixa, preferem efetuar os pagamentos de dividendos, reduzindo os fundos discricionários gerenciais e evitando os problemas de agência entre gestores e acionistas (Jensen, 1986; Al-Gharaibeh, Zurigat, Al-Harashsheh, 2013). E a empresa ao escolher gastos menores com despesas operacionais como pesquisa e desenvolvimento, apresenta assim uma preservação do caixa, ocasionando altos pagamentos de dividendos (Kulchania, 2016).

Quanto a rentabilidade, entidades maiores são mais lucrativas e conseqüentemente mais rentáveis, portanto, pagam mais dividendos e se relaciona positivamente com os pagamentos de dividendos (Fama & French, 2001; Galvão, Santos & Araújo, 2018). E a variável CAPEX que trata das despesas de capital da demonstração do resultado deflacionadas pelo ativo total, indicando a taxa de investimento do ativo imobilizado, se relaciona negativamente com a variável *payout*, pois empresas com altos níveis de investimentos precisam de parte dos seus lucros para financia-los, pagando assim poucos dividendos (Forti, Peixoto & Alves, 2015; Chu, 2017; Esqueda, 2016).

Quanto a relação entre as variáveis *market to book* e *payout*, a literatura apresenta significativa e com sinal positivo, corroborando com os estudos de Lintner (1956), este que identificou o pagamento de prêmios por ações das empresas que pagam mais dividendos (Forti, Peixoto & Alves, 2015). Logo, espera-se que o mercado avalie melhor as entidades que apresentam um melhor fluxo de caixa presente e futuro para os acionistas, o que aumentaria seu *market to book*. (Forti, Peixoto & Alves, 2015).

A tabela 2 trata da relação entre a variável explicada e explicativas, apresentado os sinais esperados pelas variáveis de acordo com a literatura que versa sobre pagamentos de dividendos.

Tabela 2

Sinais esperados das variáveis

Variável	Sinal Esperado
Tamanho da Entidade	Positivo
Alavancagem Financeira	Negativo
Oportunidade de Crescimento	Negativo
Capex	Negativo
Fluxo de Caixa Livre (FCL)	Positivo
Rentabilidade (ROA)	Positivo
Pesquisa e Desenvolvimento (P&D)	Negativo
Market to Book	Positivo

Fonte: Elaborado pelo próprio autor

4 RESULTADOS

4.1. Análise Descritiva

Com a finalidade de se atender ao objetivo do estudo, verificou-se as médias e desvios-padrões da variável pagamento de dividendos (*payout*) e das variáveis das fases econômicas,

observando que, como são dummies, percebe-se os pontos máximos e mínimos variando entre 0 e 1. Nota-se que a variável dependente *payout* apresentou média igual a 0,10 e desvio-padrão (0,35), valores inferiores ao estudo de Martucheli *et al.*, (2021), que apresentou como média e desvio-padrão, respectivamente, 2,130 e 0,766. Comparado ao trabalho de Vancin e Procionoy (2016b), que apresentou o pagamento médio dos dividendos, entre os anos de 2007 e 2013 igual a 0,486, percebe-se que os valores do estudo atual também são inferiores. Quanto às variáveis dos ciclos econômicos, nota-se que as médias apresentam valores distintos, sendo no modelo NBER representado pelos valores: 0,48 (Expansão), 0,52 (Recessão); e no modelo de Schumpeter: 0,36 (Expansão), 0,20 (Recessão), 0,32 (Contração) 0,12 (Recuperação).

Tabela 3

Modelo NBER: Estatística descritiva das variáveis pagamento de dividendos e ciclos econômicos 1998-2021

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Payout</i>	0,10	0,35	0,00	0,95
Expansão	0,48	0,49	0,00	1,00
Recessão	0,52	0,49	0,00	1,00

Fonte: Elaborado pelo próprio autor

Tabela 4

Modelo de Schumpeter: Estatística descritiva das variáveis pagamento de dividendos e ciclos econômicos 1998-2021

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Payout</i>	0,01	0,35	0,0	0,95
Expansão	0,36	0,48	0,0	1,0
Recessão	0,20	0,40	0,0	1,0
Contração	0,32	0,47	0,0	1,0
Recuperação	0,12	0,32	0,0	1,0

Fonte: Elaborado pelo próprio autor

De acordo com a tabela 5, nota-se que não existe problema de multicolinearidade no modelo, pois, não existe correlação entre regressores maior do que 0,8 (Gujarati & Porter, 2011). Observando-se no modelo uma correlação positiva entre as variáveis pagamento de dividendos (*payout*) e as variáveis independentes tamanho da entidade, oportunidade de crescimento, capex, ROA, caixa livre, *market to book* e pesquisa e desenvolvimento. E quanto a variável alavancagem financeira, percebe-se uma correlação negativa com os pagamentos de dividendos.

Tabela 5

Matriz de correlação das variáveis dependentes e independentes

Variáveis	<i>Payout</i>
Tamanho	0,2276
Oportunidade de Crescimento	0,0152
Alavancagem Financeira	-0,0128
Capex	0,0414
ROA	0,2571
Fluxo de Caixa Livre	0,0175
Pesquisa e Desenvolvimento	0,0232
<i>Market to Book</i>	0,0511

Fonte: Elaborado pelo próprio autor

4.2. Análise do Pagamento de Dividendos nas Fases dos Ciclos Econômicos

Inicialmente se realizou alguns testes para identificar a normalidade e multicolinearidade no modelo de regressão. Com a finalidade de se observar a normalidade da amostra, utilizou-se o teste de Shapiro-Francia (tabela 6), pois o tamanho da amostra é superior a 30, se caracterizando como uma amostra grande. Obteve-se como resultado que a distribuição das variáveis independentes é inferior a 5%, significando que a distribuição da amostra não é normal. No entanto a normalidade não desempenha papel na inexistência de viés de MQO, nem afeta a conclusão quanto ao melhor modelo para se estimar sob as hipóteses de Gauss-Markov. Apesar de o teste apontar que a amostra não é normal, pode-se usar a teoria do limite central, o que significa que ao se ter uma amostra grande, de maneira aproximada, ela tende a uma distribuição normal (Wooldridge, 2006).

Tabela 6
Teste Shapiro-Francia

	NBER		Schumpeter			
	Expansão	Recessão	Expansão	Recessão	Contração	Recuperação
Shapiro Francia	0,00000	0,00001	0,00000	0,00000	0,00000	0,00000

Fonte: Elaborado pelo próprio autor

De acordo com a tabela 7, nota-se que existe relação significativa entre as variáveis dos ciclos econômicos, tanto do modelo NBER como do modelo de Schumpeter. Identificando que no ciclo de expansão dos dois modelos existe uma relação negativa (-0,0982 e -0,0979), logo nos períodos de expansão se pagam menos dividendos do que no período de recessão. Quanto as fases de contração e recuperação (0,0982 e 0,979), percebe-se que se pagam menos dividendos se comparado à fase de recessão, mas ainda se pagam mais do que no período de expansão. Portanto, os resultados concordam com os estudos de Leite *et al.* (2020) e Martucheli *et al.* (2021), os quais apresentaram que durante os períodos de recessão (crise) econômica as empresas buscam distribuir mais dividendos como uma forma de fortalecer a confiança dos acionistas.

As variáveis independentes tamanho da entidade, capex, ROA, fluxo de caixa livre, *market to book*, alavancagem financeira e pesquisa e desenvolvimento são significativas, corroborando com os resultados dos trabalhos de Al-Gharaibeh, Zurigat, Al-Harashsheh (2013) e Martucheli *et al.* (2021) que identificaram a relação positiva entre os pagamentos de dividendos e o tamanho da entidade, pois as empresas com maiores ativos possuem maior distribuição de dividendos. A relação positiva entre ROA e os pagamentos de dividendos corrobora com os estudos de Fama e French (2001) e Galvão, Santos, Araújo (2018), os quais constataram que as entidades mais lucrativas pagam mais dividendos. E a correlação positiva entre *market to book* e os pagamentos de dividendos reafirma o estudo de Lintner (1956) que identificou o pagamento de prêmio por ações para quem paga mais dividendos, ou seja, o mercado avalia melhor as empresas que apresentam bons fluxos de caixa presente e futuro para os acionistas, aumentando assim o *market to book* (Forti, Peixoto & Alves, 2015).

Quanto aos gastos com imobilizado (capex), quanto maior o investimento da entidade, menor será o valor para distribuir de dividendos (Forti, Peixoto & Alves, 2015; Chu, 2018; Esqueda, 2016). A variável alavancagem financeira também apresenta uma relação negativa com os pagamentos de dividendos, inferindo que as empresas mais endividadas distribuem menos dividendos, uma vez que utilizam seus lucros para pagar suas dívidas (Chu, 2018; Martucheli *et al.*, 2021).

No entanto, as variáveis fluxo de caixa livre, pesquisa e desenvolvimento apresentaram no modelo de regressão sinal contrário ao que se foi observado pela literatura. Logo, apesar do estudo identificar que os pagamentos de dividendos estão negativamente relacionados com o fluxo de caixa, os autores Kulchania (2016), Jensen (1986) e Al-Gharaibeh, Zurigat, Al-Harashseh (2013) identificaram uma relação positiva, pois a empresa ao apresentar excedentes de caixa, efetuam os pagamentos de dividendos, evitando assim desperdícios de recursos e consequentemente problemas de agência. E Kulchania (2016) observou que ao se utilizar os lucros para realizar investimentos em pesquisa e desenvolvimento, menor será os pagamentos. Apesar do modelo identificar que pesquisa e desenvolvimento apresenta uma relação positiva com os pagamentos de dividendos.

Tabela 7

Resultados da Regressão

	Payout	
	Coef.	P-valor
NBER Recessão	0,0982	0,000
NBER Expansão	-0,0982	0,000
Schumpeter Recessão	0,1090	0,000
Schumpeter Expansão	-0,0979	0,000
Schumpeter Contração	0,0982	0,000
Schumpeter Recuperação	0,0979	0,000
Tamanho	0,0084	0,000
Oportunidade de Crescimento	0,0000	0,326
Alavancagem Financeira	-0,0011	0,000
Capex	-6.28e-13	0,035
ROA	0,4431	0,000
Fluxo de Caixa Livre	-6.62e-13	0,036
Pesquisa e Desenvolvimento	0,1308	0,030
Market to Book	0,0010	0,000

Fonte: Elaborado pelo próprio autor

A figura 3 demonstra a média de pagamentos de dividendos de acordo com a variação do PIB, verificando-se que os maiores pagamentos de dividendos coincidem com menores valores do PIB, como por exemplo os anos de 2009, 2012, 2015 e 2020 que refletem as crises imobiliária (2008), a grande recessão brasileira (2014-2016) e a crise causada pela pandemia da Covid (2019-2020).

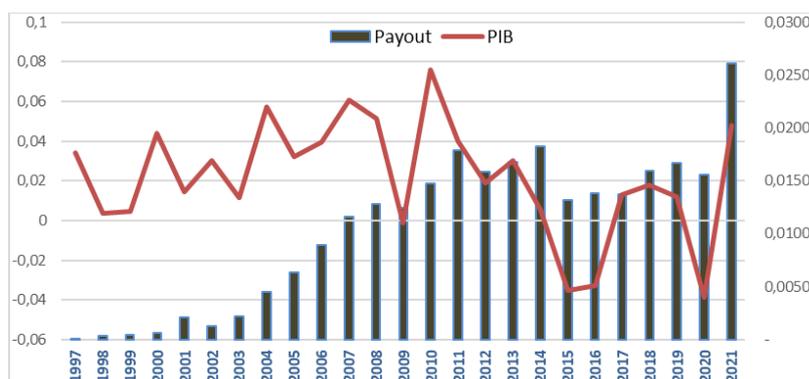


Figura 3. Evolução de Payout e PIB no Tempo

Fonte: Elaborado pelo próprio autor

Tabela 8
Pagamentos de dividendos de acordo com os setores econômicos-Modelo NBER

	NBER			
	Recessão		Expansão	
	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor
Bens de Consumo Duráveis	-0,00685	0,23600	-0,00685	0,23600
Bens de Consumo	-0,00460	0,46800	-0,00460	0,46800
Energia	-0,01758	0,02500	-0,01758	0,02500
Financeiro	0,00118	0,84300	0,00118	0,84300
Saúde	0,00268	0,70600	0,00268	0,70600
Indústria	0,00171	0,77200	0,00171	0,77200
Tecnologia da Informação	-0,00784	0,33300	-0,00784	0,33300
Matéria-Prima	0,00909	0,13200	0,00909	0,13200
Imobiliário	-0,00580	0,38200	-0,00580	0,38200
Utilidades	0,01769	0,00300	0,01769	0,00300

Fonte: Elaborado pelo próprio autor

Tabela 9
Pagamentos de dividendos de acordo com os setores econômicos-Modelo Schumpeter

	Schumpeter							
	Recessão		Expansão		Contração		Recuperação	
	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor
Bens de Consumo Duráveis	-0,00685	0,23600	-0,00685	0,23600	-0,00685	0,23600	-0,00685	0,23600
Bens de Consumo	-0,00460	0,46800	-0,00460	0,46800	-0,00460	0,46800	-0,00460	0,46800
Energia	-0,01758	0,02500	-0,01758	0,02500	-0,01758	0,02500	-0,01758	0,02500
Financeiro	0,00118	0,84300	0,00118	0,84300	0,00118	0,84300	0,00118	0,84300
Saúde	0,00268	0,70600	0,00268	0,70600	0,00268	0,70600	0,00268	0,70600
Indústria	0,00171	0,77200	0,00171	0,77200	0,00171	0,77200	0,00171	0,77200
Tecnologia da Informação	-0,00784	0,33300	-0,00784	0,33300	-0,00784	0,33300	-0,00784	0,33300
Matéria-Prima	0,00909	0,13200	0,00909	0,13200	0,00909	0,13200	0,00909	0,13200
Imobiliário	-0,00580	0,38200	-0,00580	0,38200	-0,00580	0,38200	-0,00580	0,38200
Utilidades	0,01769	0,00300	0,01769	0,00300	0,01769	0,00300	0,01769	0,00300

Fonte: Elaborado pelo próprio autor

Ao se analisar os pagamentos de dividendos de acordo com os setores econômicos, as tabelas 8 e 9 demonstram apenas os setores de utilidades e de energia significantes. Logo, percebe-se que a distribuição de dividendos possui relação com o ramo de negócio da entidade, corroborando com os resultados de Decourt e Procianny (2012) e Galvão, Santos e Araújo (2018), em que independente da fase do ciclo econômico, os setores de energia e utilidades são reconhecidas como boas pagadoras de dividendos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No decorrer dos anos, diversos estudos observaram o efeito que o pagamento de dividendos tinha nas decisões financeiras, desde que os pagamentos fossem constantes (Lintner, 1956), seriam irrelevantes para a criação de valor de uma entidade (Miller & Modigliani 1961) e que os acionistas preferiam receber os seus dividendos, pois seria mais vantajoso ter um pássaro na mão (dividendos), do que dois voando (valorização futura da ação da entidade) (Gordon, 1963; Ambrozini, 2011). Mas o pagamento de dividendos seria impactado pelas oscilações econômicas, visto que, no sistema capitalista, a economia é repleta de flutuações violentas ou até catastróficas, em que essas crises econômicas podem sinalizar perdas



econômicas futuras. Influenciando, assim, no lucro das entidades, e, conseqüentemente, na diminuição do pagamento dos dividendos (Abor & Bopkin, 2010; Sampaio, Coelho & Holanda, 2015; Lim, 2016; Leite *et al.*, 2020).

Portanto, o presente estudo analisou por meio de regressão tobit a relação entre a variável de pagamentos de dividendos e as variáveis explicativas de controle: tamanho, oportunidade de crescimento, alavancagem financeira, capex, rentabilidade, fluxo de caixa livre, pesquisa e desenvolvimento e *market to book* e as variáveis dummies que representam os ciclos econômicos (expansão, recessão, contração e recuperação), setor e tempo. Observou-se que não existe diferença entre os resultados dos modelos NBER e Schumpeter, identificando que existe relação significativa entre os pagamentos de dividendos e os ciclos econômicos, concluindo que em períodos de recessão ocorre uma maior distribuição de dividendos em comparação aos períodos de contração, recuperação e expansão. E as empresas distribuem menos dividendos na fase de expansão do que na fase de recuperação. Concordando assim com os trabalhos de Decourt e Procianny (2012), Leite *et al.* (2020) e Martucheli *et al.* (2021), os quais identificaram que as companhias durante os períodos de recessão econômica distribuem mais dividendos como uma forma de sinalizar que o mercado está bem financeiramente e de proteção aos acionistas.

Ao analisar a relação entre os pagamentos de dividendos e as variáveis independentes, notou-se que apenas a variável oportunidade de crescimento não é significativa, quanto às variáveis tamanho da entidade, rentabilidade, *market to book*, Capex e alavancagem financeira, os resultados estão de acordo com a literatura. Em que tamanho da entidade, rentabilidade e *market to book* apresentam associação positiva com o pagamento de dividendos; e as variáveis capex e alavancagem financeira demonstram relação negativa com os pagamentos de dividendos. Demonstrando assim que as empresas com maiores concentrações de ativos possuem maior distribuição de dividendos (Martucheli *et al.*, 2021). As empresas com maior rentabilidade pagam mais dividendos (Fama & French, 2001; Galvão, Santos & Araújo, 2018). Empresas com maiores distribuições de dividendos tendem a serem mais bem avaliadas pelo mercado, aumentando assim o *market to book* (Forti, Peixoto & Alves, 2015). Quanto maior o investimento da entidade em imobilizado (capex), menor será o valor para distribuição de dividendos (Forti, Peixoto & Alves, 2015; Chu, 2018; Esqueda, 2016). E as entidades mais endividadas distribuem menos dividendos, uma vez que utilizam seus lucros para pagar suas dívidas (Chu, 2018; Martucheli *et al.*, 2021).

Entretanto, as variáveis fluxo de caixa livre e pesquisa e desenvolvimento apresentaram no modelo de regressão sinal contrário ao que se foi observado pela literatura. Portanto, apesar do presente estudo identificar que os pagamentos de dividendos estão negativamente relacionados com o fluxo de caixa, os autores Kulchania (2016), Jensen (1986) e Al-Gharaibeh, Zurigat, Al-Harabsheh (2013) observaram uma relação positiva, visto que a companhia ao apresentar excedentes de caixa, realizam distribuição de dividendos, evitando assim desperdícios de recursos e conseqüentemente problemas de agência. E Kulchania (2016) observou que ao se utilizar os lucros para realizar investimentos em pesquisa e desenvolvimento, diminuirá a distribuição de proventos. Apesar do modelo identificar que pesquisa e desenvolvimento apresenta uma relação positiva com os pagamentos de dividendos

Quanto aos setores econômicos, percebeu-se que existe relação significativa entre os pagamentos de dividendos e os setores econômicos de energia e utilidade, concordando com os achados de Decourt e Procianny (2012) e Galvão, Santos e Araújo (2018), identificando que os segmentos de energia elétrica e utilidade são os que mais se comprometem a distribuir acima dos dividendos obrigatórios instituídos no estatuto da empresa.



Portanto, para estudos futuros, necessita-se de evidências que testem o ciclo de vida da entidade, observando como essas empresas se comportam de acordo com cada fase de vida, identificando quais empresas pagam acima dos dividendos obrigatórios, pois entidades que pagam acima do mínimo, sinalizam ao mercado que sua decisão é baseada em critério próprio, ocorrendo assim uma certa valorização das suas ações no mercado de capitais (Vancin; Procianoy, 2016a).

REFERÊNCIAS

- Abor, J., & Bokpin, G. A. (2010). *Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets*. *Studies in economics and finance*.
- Al-Gharaibeh, M., Zurigat, Z., & Al-Harashsheh, K. (2013). *The effect of ownership structure on dividends policy in Jordanian companies*. *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*, 4(9), 769-796.
- Allen, F., & Michaely, R. (2003). *Payout policy*. *Handbook of the economics of finance*. *Handbook of the Economics of Finance, edition, 1*, 337-429.
- Ambrozini, M. A. (2011). *Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- AS 4 fases do ciclo econômico. **Maestrovirtuale.com**, 2022. Recuperado de: <https://maestrovirtuale.com/as-4-fases-do-ciclo-economico/>.
- Bhattacharya, S. (1979). *Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy*. *The bell journal of economics*, 259-270.
- Lei n 9.249, de 25 de dezembro de 1995*. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Recuperado de: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm
- Lei n 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. Recuperado de: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm.
- Carvalho, F. J. (1988). Keynes, a instabilidade do capitalismo e a teoria dos ciclos econômicos. *Pesq. Plan. Econ.*, Rio de Janeiro, p. 741-764.
- Chu, Y. (2018). *Shareholder-creditor conflict and payout policy: Evidence from mergers between lenders and shareholders*. *The Review of Financial Studies*, 31(8), 3098-3121.
- Claessens, S., Kose, M. A., & Terrones, M. E. (2012). How do business and financial cycles interact?. *Journal of International economics*, 87(1), 178-190.
- Costa, C. T., & Gomes, F. P. (2011). Análise da variação do desempenho de empresas brasileiras. *Revista Organizações em Contexto*, 7(13), 85-105.
- Decourt, R. F., & Procianoy, J. L. (2012). O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs. *Brazilian Review of Finance*, 10(4), 461-498.



- Dewi, V. I., Tan Lian Soei, C., & Surjoko, F. O. (2019). *The Impact of Macroeconomic Factors on Firms Profitability (Evidence From Fast Moving Consumer Good Firms Listed on Indonesian Stock Exchange)*.
- Esqueda, O. A. (2016). *Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy. The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 186-199.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. Journal of Financial economics*, 60(1), 3-43.
- Fonteles, I. V., Júnior, C. A. P., de Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2012). Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBOVESPA. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(3), 173-204.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26, 167-180.
- Freeman, C. (1984). Inovação e ciclos longos de desenvolvimento econômico. *Ensaio FEE*, 5(1), 5-20.
- Galvão, K. S., Santos, J. F., Araújo, J. M. (2018). Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: Um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(36), 3-30.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). *Are dividend changes a sign of firm maturity?. The Journal of Business*, 75(3), 387-424.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica-5*. Amgh Editora.
- IBGE, C. (2020). Produto Interno Bruto – PIB. Recuperado de:
<https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php#:~:text=O%20que%20%C3%A9%20o%20PIB,R%24%207%2C4%20trilh%C3%B5es.&text=O%20PIB%20n%C3%A3o%20%C3%A9%20o%20total%20da%20riqueza%20existente%20em%20um%20pa%C3%ADs>
- Jensen, M. C. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Knoop, T. A. (2010). *Recessions and depressions: understanding business cycles: understanding business cycles*. ABC-CLIO.
- Kulchania, M. (2016). *Cost structure and payout policy. Financial Management*, 45(4), 981-1009.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). *Agency problems and dividend policies around the world. The Journal of finance*, 55(1), 1-33.
- Leite, M., Bambino, A. C., & Hein, N. (2017). Relação entre política de dividendos e desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras e chilenas. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 205-221.



- Leite, M., Pamplona, E., da Silva, T. P., Brandt, E. T., & de Oliveira Schlotefeldt, J. (2020). Determinantes do Pagamento de Dividendos nos Períodos de Prosperidade e Crise Econômica em Empresas Brasileiras. *Desafio Online*, 8(1).
- Lim, K. (2016). *The shift of a dividend policy and a leverage policy during the 2008 financial crisis*. *International Journal of Finance & Banking Studies* (2147-4486), 5(6), 09-14.
- Lima, L. T. (2014). **Estrutura de propriedade e de controle e política de dividendos: evidências das empresas listadas na BM&FBOVESPA.** (Dissertação de Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- Lintner, J. (1956). *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2006). O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17, 52-66.
- Martins, O. S., Sousa, R. A. M. D., & Girão, L. F. D. A. P. (2021). Persistência dos dividendos e gerenciamento de resultados em mercados emergentes. *Revista Contabilidade & Finanças*, 33, 130-149.
- Martucheli, C. T., Ribeiro, J. E., Silva, E. A., de Souza, A. A., & Pinheiro, J. L. (2021). *Dividend Policy and Recession Periods: Evidence in the Brazilian Capital Market/Política de Dividendos e Períodos de Recessão: Evidências no Mercado de Capitais Brasileiro*. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança (CGG)*, 24(1), 37-54.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of finance*, 40(4), 1031-1051.
- Moreiras, L. M. F., Tambosi Filho, E., & Garcia, F. G. (2012). Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. *Revista de Administração*, 47(4), 671-682.
- Mota, R. H. G. (2018). **A influência dos ciclos econômicos no gerenciamento de resultados contábeis.** Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, UNB, Brasília.
- Paulo, E., & Mota, R. H. G. (2019). Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis: um estudo nas companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30, 216-233.
- Neto, J. A. N., & Saito, R. (2003). Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 38(2).



- Sampaio, T. C. Q., Coelho, A. C., & Holanda, A. P. (2015). Adoção de conservadorismo nos lucros em períodos de crise financeira: evidências no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 34(1), 71-86.
- Santos, J. F., & Silveira Galvão, K. (2015). Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. *Revista da FAE*, 18(1), 52-69.
- Saravanakumar, S. (2011). Determinants of corporate dividend policy. *Asia Pacific Business Review*, 7(2), 25-36.
- Segantini, G. T. (2019). *Two essays about mandatory dividend: what does the mandatory dividend have to inform to the market.* (Tese de Doutorado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, UFRN, Natal.
- Sousa, R. A. M. D. (2017). **Persistência de dividendos e gerenciamento de resultados em mercados de capitais da América Latina.** (Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis) -CCSA, UFPB, João Pessoa.
- Schumpeter, J. A. (1935). The analysis of economic change. *The review of Economics and Statistics*, 17(4), 2-10.
- SCHUMPETER, J. Uma investigação sobre lucro, capital, crédito, juro e o ciclo Econômico São Paulo: Editora Nova Cultural, 1997. *Coleção Os Economistas.*
- Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). Índices contábeis e a decisão do pagamento de dividendos. *Revista contemporânea de contabilidade*. v. 13, n. 28, p. 57-80.
- Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123.
- Wooldridge, J. M. (2006). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna.* Pioneira Thomson Learning.