



Responsible Editor: Rodrigo de Souza Gonçalves
Andrea de Oliveira Gonçalves
Associate Editor: Pedro Guilherme Ribeiro Piccoli
Evaluation Process: Double Blind Review pelo SEER/OJS

Política de Dividendos e Períodos de Recessão: Evidências no Mercado de Capitais Brasileiro

RESUMO

Objetivo: observar o comportamento da distribuição de dividendos das empresas listadas na B3 pela comparação dos períodos de expansão e de recessão na economia brasileira.

Método: foram realizados dois modelos de dados em painel, que contaram com o índice Payout e o índice Dividend Yield (DY) como variáveis dependentes e com uma *dummy* classificada como 1, para os anos em que houve queda na atividade econômica, e como 0 para os anos de crescimento econômico, como variável independente. Ainda, foram acrescentadas ao modelo as variáveis de controle alavancagem financeira, tamanho e lucro por ação.

Originalidade: o estudo abordou a distribuição de dividendos de acordo com o ciclo da economia brasileira, o que torna a pesquisa original, já que não foram encontrados estudos semelhantes a esse respeito.

Resultados: observou-se que, independentemente da *proxy* de distribuição de dividendos utilizada, as empresas aumentam a distribuição de dividendos em períodos de recessão, quando há maior incerteza no mercado. Verificou-se, ainda, que as variáveis de controle, para o modelo estimado por meio da *proxy* índice Payout, se mostraram significantes, ao passo que, para o modelo que utilizou a *proxy* Dividend Yield como variável dependente, o lucro por ação não se mostrou significante.

Contribuições: identificação do aspecto econômico na política de dividendos das empresas brasileiras e na criação de valor para os acionistas em períodos de recessão econômica.

Palavras-chave: Ciclo econômico; Política de dividendos; Índice Payout; Índice Dividend Yield.

Camila Teresa Martucheli

UFMG, Minas Gerais, Brasil

E-mail: camila.martucheli@gmail.com

João Eduardo Ribeiro

UFMG, Minas Gerais, Brasil

E-mail: joaoribeiro.cco@gmail.com

Eduardo Amat Silva

UFMG, Minas Gerais, Brasil

E-mail: eduardo.amat@gmail.com

Antônio Artur de Souza

UFMG, Minas Gerais, Brasil

E-mail: antonioarturdesouza@gmail.com

Juliano Lima Pinheiro

UFMG, Minas Gerais, Brasil

E-mail: jlp@gold.com.br

Recebido: Fevereiro 29, 2020

Revisado: Agosto 28, 2020

Aceito: Outubro 30, 2020

Publicado: Abril 27, 2021



How to Cite (APA)

Martucheli, C.T., Ribeiro, J.E.; Silva, E.A., Souza, A.A., Pinheiro, J.L. (2021). Política de Dividendos e Períodos de Recessão: Evidências no Mercado de Capitais Brasileiro, 24(1), 37-54. http://dx.doi.org/10.51341/1984-3925_2021v24n1a3

1 INTRODUÇÃO

Ao longo das últimas décadas, a economia brasileira tem apresentado um comportamento cíclico, alternando períodos de crescimento e de recessão, razão pela qual a expressão “voo da galinha” expressa bem esse comportamento, ao mostrar o sobe e desce dos ciclos de crescimento e desaceleração. O último ciclo de crescimento expressivo ocorreu na época do “milagre econômico” (1968-1971), quando a economia brasileira cresceu a taxas relevantes. Entretanto, tal feito se dava por meio de endividamento externo, tornando-se necessário realizar, no final da década de 1970 e início da década de 1980, diversos ajustes macroeconômicos para o pagamento de empréstimos e financiamentos. Daí o surgimento da expressão “década perdida”, por se tratar de um período fortemente recessivo e inflacionário para a economia nacional (Nakabashi, 2006).

Com a implantação do Plano Real, em 1994, a economia brasileira manteve um comportamento estável durante os anos 1990 e 2000, embora apresentasse alguns solavancos nesse período. No entanto, a crise dos *subprimes*, ocasionada pela concessão de empréstimos hipotecários de alto risco nos Estados Unidos da América, em 2008, teve seu ápice no Brasil em 2012, quando diversos indicadores macroeconômicos apresentaram um comportamento inferior aos observados em diversos outros países, sinalizando um período de baixo crescimento da economia brasileira (Souza Filho, Silva & Menezes, 2018).

Segundo Silva, Moreira, Pereira, Rezende e Pitanguí (2016), o Brasil teve, em 2016, seu grau de investimento rebaixado por três das maiores agências internacionais de avaliação de risco: Fitch, Moody's e Standard and Poor's. Tal avaliação serve como um relevante indicador para atrair possíveis investidores a aplicarem no mercado interno, e funciona como um norte para as tomadas de decisão de entrada de investimentos externos no país. Devido aos diversos tipos de investimentos disponíveis aos investidores, ao potencial de crescimento de valor e às boas ofertas de ações de empresas sólidas e representativas, o mercado de capitais é o mais atrativo dos mercados brasileiros (Carvalho, 2015).

Nesse contexto, um dos principais atrativos da atenção dos investidores é a política de distribuição de dividendos, dada a remuneração a ser alcançada em função do comportamento da empresa em seu segmento (Silva *et al.*, 2016). Bliss, Cheng e Denis (2015) apontam que, em momentos de crise, as empresas preferem não distribuir dividendos com o intuito de financiar novos projetos e reduzir custos. Contudo, são esses momentos que não apresentam oportunidades de investimentos atraentes, o que instiga a empresa a distribuir dividendos (eficiência do capital).

Sob esse enfoque, com base na dualidade oscilações econômicas e distribuição de dividendos e procurando entender como se dá o processo de remuneração dos acionistas e a criação de valor em períodos de crise, este estudo busca responder ao seguinte questionamento: *as empresas, em períodos de baixo crescimento, distribuem dividendos de forma diferente do que em períodos de expansão?*

À vista disso, o objetivo deste estudo é observar o comportamento da distribuição de dividendos das empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3), comparando-se os períodos de expansão e de recessão da economia brasileira. A hipótese desta pesquisa, amparada pela Teoria da Sinalização (Ross, 1977) e pela Teoria do Pássaro na Mão (Gordon, 1959, 1963; Gordon & Shapiro, 1956; Lintner, 1956, 1962), é a de que as empresas distribuem mais dividendos em períodos de recessão do que em períodos de expansão econômica, uma vez que as empresas “acalmariam” os acionistas distribuindo dividendos em momentos de crise e eles, por sua vez, prefeririam receber dividendos ao invés de terem seus lucros reinvestidos em novos projetos, devido às incertezas dos fluxos de caixa futuro.

Visando dar maior fidedignidade às informações apresentadas, sob o ponto de vista econômico, foram adotadas as cronologias de referência para os ciclos econômicos brasileiros, divulgadas pelo Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE) da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro (FGV-RJ), o qual contempla uma datação trimestral com dados do 1.º trimestre de 1981 até o 4.º trimestre de 2016. Segundo o portal do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (IBRE/FGV) (2019), o CODACE é um comitê independente cujo objetivo é determinar uma cronologia que sirva de referência para os ciclos econômicos brasileiros. Por se tratar de um conselho sem qualquer vinculação político-partidária e sem vínculo empresarial, O CODACE apresenta-se como um ente que contribui, em diversas esferas, para dar maior credibilidade às tomadas de decisão econômicas nos âmbitos governamental e empresarial.

Além desta introdução, este estudo é composto por outras quatro seções. A segunda seção apresenta a revisão da literatura, com trabalhos seminais acerca da política de dividendos e estudos empíricos recentes relativos ao tema. A terceira seção traz a metodologia utilizada para se atingir os objetivos propostos. Na quarta seção, são apresentados os resultados observados, seguida pela quinta seção, onde são discutidos esses resultados. Por fim, a última seção traz as considerações finais do estudo.

2 REVISÃO DA LITERATURA EMPÍRICA

Nesta seção, foi realizada uma revisão da literatura concernente ao tema desta pesquisa. Para tanto, são apresentados os trabalhos seminais para o desenvolvimento das teorias e, posteriormente, os trabalhos empíricos acerca do tema.

2.1 Política de dividendos

A partir da década de 1950, iniciou-se o debate a respeito da importância da política de dividendos para a criação de valor para o acionista. Os estudos clássicos de Lintner (1956, 1962), de Gordon e Shapiro (1956) e de Gordon (1959; 1963) deram o pontapé inicial nessa discussão, ao afirmarem que o retorno ao acionista é menor, à medida que aumenta a distribuição de dividendos, uma vez que os investidores dispõem de menos certeza se vão receber algum ganho de capital futuro. Essa corrente de pensamento foi, posteriormente, denominada por Brealey, Myers e Allen (1992) como teoria conservadora ou tradicional, porque privilegia o recebimento de dividendos no presente em detrimento de um possível ganho de capital no futuro.

Em contraponto à teoria tradicional, Miller e Modigliani (1961) defendem a irrelevância da política de dividendos para a criação de valor, dada uma situação de mercado perfeita, ou seja, em um ambiente sem tributos, sem custos de transação, sem assimetria informacional e com taxas de juros iguais para todos os participantes do mercado, o acionista estaria alheio à política de dividendos. Nesse sentido, a criação de valor seria um resultado apenas do risco do negócio e da capacidade de geração de lucro pelos ativos da empresa.

Ao contrário de Miller e Modigliani (1961), Gordon (1963) e Lintner (1962) defendem a teoria da relevância dos dividendos, também chamada de Teoria do Pássaro na Mão, em que o pagamento de dividendos reduz o risco dos acionistas de uma empresa inserida em um ambiente que apresenta incertezas. Conforme essa teoria, os acionistas preferem receber dividendos no momento presente, uma vez que são ganhos certos, ao invés de aguardar a valorização das ações no futuro, a qual representa uma incerteza, que é reduzida quando há a distribuição de dividendos, de modo que um dividendo na mão (na conta) vale mais do que uma valorização maior, mas incerta, das ações no futuro.

Na década de 1970, Brennan (1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979) inseriram uma terceira teoria no debate, denominada de preferência tributária. Para os autores, em um mercado com tributação de dividendos e com alíquotas maiores do que os ganhos de capital, os acionistas terão propensão a uma política de dividendos que tenha a menor distribuição possível, haja vista que a tributação absorverá grande parte de seu rendimento. Dessa forma, um aumento do pagamento de dividendos poderá reduzir o preço das ações.

A partir desses estudos clássicos, abriu-se caminho para novas discussões na teoria de finanças, principalmente as relacionadas à estrutura de capital e à distribuição de dividendos, que foram desenvolvidas e aperfeiçoadas, entre as quais a Teoria da Agência, a assimetria informacional e o efeito clientela. Em um artigo seminal relativo à Teoria da Agência, Jensen e Meckling (1976) evidenciaram, matematicamente, a presença de custos oriundos de conflitos entre executivos e acionistas, os chamados custos de agência, em uma conjuntura de separação entre propriedade e controle. Nesse contexto, em que os agentes buscam maximizar seus próprios interesses, o pagamento de dividendos é capaz de reduzir o conflito de agência, já que diminui os recursos disponíveis aos gestores (Grossman & Hart, 1980).

A distribuição de dividendos pode ser explicada, também, pela Teoria da Sinalização, defendida por Ross (1977), segundo a qual alterações na política de dividendos de uma empresa podem ser interpretada como uma sinalização para o mercado, que recebe e analisa as informações com o intuito de avaliar o impacto de tais alterações no fluxo de caixa futuro da empresa e no seu valor. O aumento da distribuição de dividendos é visto de forma positiva pelos agentes do mercado, pois aumenta a confiança dos acionistas. Por sua vez, a redução dessa distribuição é vista de forma negativa, pois pode ser interpretada com má notícia. Ainda segundo a Teoria da Sinalização, uma empresa pode aumentar os dividendos distribuídos de maneira estratégica para transmitir sinais positivos ao mercado, acalmando os acionistas e até mesmo atraindo novos investidores.

No Brasil, diferentemente do ocorrido na literatura internacional, o conflito de agência dá-se com mais intensidade entre acionista controlador e acionistas minoritários, uma vez que, aqui, há alta concentração do controle das empresas nas mãos de poucos acionistas, além de haver duas diferentes classes de ações, as ordinárias, com direito a voto, e as preferenciais, sem esse direito. Assim, grande parcela dos acionistas brasileiros tem direito à distribuição de dividendos, porém não tem direito a intervir na gestão das companhias (Bellato, Silveira, & Savoia, 2006; Procianny, 1996).

A hipótese da assimetria informacional emerge diante da constatação de que os gestores dispõem de mais informações sobre os possíveis investimentos futuros da companhia do que os demais acionistas. Sob essa perspectiva, algumas teorias relacionam a política de dividendos e a de investimentos, como a *Pecking Order Theory*, também denominada *Pecking Order Model* (Teoria da Hierarquia Ordinária), que supõe que as empresas optam por usar lucros retidos em detrimento de contraírem dívidas. Nesse sentido, a distribuição de lucros varia negativamente com o investimento e positivamente com a lucratividade. Pela teoria do *Trade-Off*, sob a perspectiva da assimetria informacional, os benefícios fiscais e os custos de agência levam as companhias mais rentáveis a assumirem mais dívidas e a se comprometerem a pagar mais dividendos. Isso ocorre porque os acionistas optam por diminuir o fluxo de caixa livre na mão dos gestores (Brito & Silva, 2005). La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) corroboram essa ideia ao apontarem que as empresas inseridas em um ambiente de pouca informação costumam aumentar a distribuição de dividendos com o intuito de estabelecer uma melhor reputação entre os acionistas, agindo a favor de seus próprios interesses.

Por fim, a hipótese do efeito clientela foi demonstrada, inicialmente, por Miller e Modigliani (1961), que apontaram a preferência dos investidores por ações com pagamento de

dividendos de acordo com a faixa de tributação. Elton e Gruber (1970) evidenciaram, empiricamente, que, havendo tributação com alíquotas diferentes para os dividendos e o ganho de capital e pressupondo-se a existência de investidores racionais, esses optarão pela remuneração em que o tributo seja menor, isto é, que resulte em maior rendimento líquido, corroborando as afirmações de Miller e Modigliani (1961).

Embora seja perceptível a evolução das teorias e das pesquisas que envolvem a política de dividendos, bem como a modificação dos pressupostos irrealistas propostos, inicialmente, pelos autores, ainda não há um consenso a respeito da criação de valor para os acionistas no contexto de distribuição dos lucros das organizações. Assim, no intuito de oferecer sustentação a este estudo e às próximas pesquisas do tema, são apresentados, na próxima subseção, estudos empíricos recentes acerca de política de dividendos e criação de valor.

2.2 Estudos empíricos recentes

Considerando-se os estudos empíricos recentes que abordam o tema, encontram-se, em maior quantidade, pesquisas dos fatores determinantes da política de dividendos. Poucas são as que se dedicam à análise das influências externas, como a influência econômica, conforme propõe este trabalho. Assim, boa parte dos estudos apresentados nesta subseção é composta de pesquisas sobre fatores que determinam a distribuição de dividendos, como o estudo realizado, no Brasil, por Ferreira Junior, Nakamura, Martin e Bastos (2010), que analisaram os principais fatores determinantes das políticas de dividendos, por meio de uma amostra não probabilística de 108 empresas brasileiras listadas na antiga Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo (hoje B3), no período entre 1997 e 2004. Os autores realizaram uma regressão linear múltipla com dados em painel, cujos resultados evidenciaram que os fatores instabilidade de receitas, oportunidades de crescimento, tamanho do valor de mercado e estabilidade dos dividendos foram estatisticamente significantes para explicar a distribuição de dividendos das empresas analisadas à época.

Saravanakumar (2011) estudou os determinantes da distribuição de dividendos em países emergentes, utilizando, para isso, uma amostra das 50 maiores empresas da Índia, em um período de cinco anos. Segundo os resultados observados, o lucro líquido, as vendas, a liquidez e a posição da reserva financeira são os fatores que mais afetam a política de dividendos.

Com relação a períodos de incerteza e distribuição de dividendos, Julio e Yook (2012) e Jens (2017) investigaram a relação entre as eleições presidenciais dos Estados Unidos da América e a distribuição de dividendos, tendo chegado à conclusão de que períodos de eleição criam expectativa para mudanças negativas no ambiente econômico, e as empresas preferem aguardar o desfecho, ou seja, a redução da incerteza, para voltar a investir em novos projetos. Assim, há menos gastos de capital e mais dinheiro em caixa, o que acaba sendo convertido em dividendos para os acionistas.

Santos e Galvão (2015), também, analisaram os fatores que levam a empresa à decisão de distribuir (ou não) dividendos, entre os quais se destacam a rentabilidade, o endividamento, a liquidez, o controle de propriedade, o risco do negócio, o tamanho, o ciclo de vida e o setor econômico. Para as autoras, não há consenso sobre as hipóteses e os fatores que definem a política de dividendos, o que os torna um campo fértil para a continuidade das investigações acerca do tema.

Assim como Ferreira Junior *et al.* (2010), Forti, Peixoto e Alves (2015) buscaram identificar os fatores que determinam a política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras listadas na antiga Bovespa, entre 1995 e 2011, ao estudarem a relação entre o

quociente dividendos/ativo total e os seguintes determinantes apontados pela literatura: tamanho da firma, investimentos, governança corporativa, retorno sobre o ativo (ROA), crescimento dos lucros, alavancagem, *market to book*, liquidez, risco, assimetria informacional e conflitos de agência. Como resultados, Forti *et al.* (2015) constataram que as variáveis tamanho, ROA, *market to book*, liquidez e crescimento dos lucros foram positivamente significantes, ao passo que as variáveis alavancagem, liquidez, investimentos, risco e *tag along* 100% (conflitos de agência) foram negativamente significantes.

Especificamente sobre a influência das crises econômicas na política de distribuição de dividendos, Attig, Boubakri, El Ghouli e Guedhami (2016) sustentam que a política de distribuição de dividendos pode ser influenciada pelo ambiente quando há uma crise financeira global, o que afeta, principalmente, as empresas com controle familiar. Ao analisar 923 empresas familiares das economias do Leste asiático, os autores concluíram que aquelas com famílias no controle foram associadas a menores índices de Payout de dividendos. Além disso, essa associação negativa é válida apenas para as empresas que possuem maiores problemas de agência, cuja *proxy* analisada foi o fluxo de caixa disponível (Attig *et al.*, 2016). Complementando o estudo, concluíram que, em períodos de crise, em especial nos anos analisados (2008-2009), é ainda mais forte a associação negativa entre empresas com controle familiar e distribuição de dividendos. Nesse contexto, os autores sugerem que a associação negativa se dá devido à precaução dos controladores diante da crise, em que o intuito é preservar os recursos da empresa, razão pela qual é baixo o índice Payout de dividendos.

Nadeem, Bashir e Usman (2018) argumentam que os estudos sobre política de dividendos são centrados em mercados desenvolvidos e que, portanto, seria necessário realizar estudos em países em desenvolvimento para explorar os fatores que influenciam a política de dividendos desses mercados. Os autores examinaram os determinantes da política de dividendos do setor bancário paquistanês em uma amostra de 24 bancos listados na Bolsa de Valores de Karachi (Paquistão), no período de 2005 a 2015. A metodologia de dados em painel e regressão multivariada foi aplicada com as seguintes variáveis: total de ativos, crescimento da receita, taxa de depósito de empréstimos, oportunidades de investimento, alavancagem financeira, dividendos do ano anterior, PIB e rentabilidade. Os resultados evidenciaram que rentabilidade, oportunidades de investimento e dividendos do ano anterior têm efeito positivo e significativo no pagamento de dividendos dos bancos paquistaneses, ao passo que crescimento da receita e taxa de depósito de empréstimos influenciam negativamente os dividendos. Mostraram, também, que os dividendos do ano anterior são o fator mais significativo que afeta a taxa de pagamento de dividendos dos bancos paquistaneses e que não há diferença significativa nos fatores que afetam os dividendos pagos antes e depois da crise financeira daquele país.

Garcia, Arnaud e Gomes (2018) buscaram identificar os fatores determinantes da distribuição de dividendos das instituições financeiras listadas na antiga BM&FBovespa, no período de 2010 a 2016. Para tanto, os autores investigaram a relação entre os dividendos e as variáveis usualmente estudadas na literatura, em uma amostra inicial de 30 empresas com ações ativas na bolsa no ano de 2017. Os resultados demonstraram que, das variáveis estudadas, apenas investimento e tamanho tiveram resultados significantes. O resultado da variável tamanho corrobora a literatura, evidenciando que empresas maiores tendem a distribuir mais dividendos, ao passo que a variável investimento não coincidiu com o que é evidenciado por estudos anteriores.

Em um dos mais recentes estudos empíricos relativos à política de dividendos das empresas, Farooq e Ahmed (2019) forneceram evidências de como a incerteza política em torno das eleições nacionais estadunidenses afeta as empresas dos EUA e sua política de dividendos. Os autores ressaltam que os mercados financeiros detêm assimetrias de

informação mais altas durante os anos eleitorais em relação a outros anos. Para a realização do estudo, utilizaram dados de empresas não financeiras dos EUA no período de 1996 a 2016 e construíram uma variável *dummy* que assume o valor 1 para os anos em que as eleições presidenciais foram realizadas e 0 em caso contrário. A política de dividendos foi mensurada pela porcentagem dos ganhos pagos como dividendos, definida como política de dividendos ou *dividend payout*. Além dessas duas variáveis, Farooq e Ahmed (2019) utilizaram as seguintes variáveis de controle: tamanho, alavancagem financeira, lucro por ação, crescimento, número total de analistas que emitem lucros previstos para uma empresa em um ano e porcentagem de ações detidas por *insiders*. Para a análise, os autores utilizaram um modelo de regressão múltipla e concluíram que as políticas de dividendos adotadas pelas empresas norte-americanas são sensíveis às eleições presidenciais, uma vez que pagam um percentual mais alto de seus ganhos como dividendos durante os anos de eleição em relação aos anos não eleitorais, dada a incerteza. Ficou demonstrado, também, que essa sensibilidade se limita apenas às eleições presidenciais. As eleições para governador não têm impacto nas políticas de dividendos adotadas pelas empresas. Dessa maneira, os resultados sugerem que, quanto maiores são as incertezas econômicas (evidenciadas nos anos eleitorais), maior será o índice de pagamento de dividendos.

Silva, Morgan, Machado e Montebelo (2019) estudaram, por meio de uma amostra de 223 empresas de capital aberto listadas na B3, no período de 1.º/1/1998 a 31/12/2016, a relação entre a política de dividendos, representada pelos indicadores *Payout*, *Dividend Yield* e dividendos a pagar, e a criação ou destruição de valor para o acionista, representada pelo indicador *economic value added* (EVA). Os autores concluíram que as empresas que retêm maior parcela do lucro criam mais valor para os acionistas, já que minimizam o custo em relação à busca de outras fontes externas de financiamento.

3 MÉTODO

3.1 Classificação, amostra e coleta de dados

Este estudo caracteriza-se como quantitativo quanto à abordagem, pois possibilita testar teorias e hipóteses, bem como analisar os resultados encontrados (Creswell, 2007). É, também, classificado como descritivo quanto aos objetivos e *ex post facto* quanto aos procedimentos (Sampieri & Collado, 2006). As pesquisas descritivas representam um grupo de pesquisas que descreve um fenômeno observado e estabelece relações entre variáveis, e as pesquisas *ex post facto* são realizadas a partir de fatos passados, com o intuito de identificar os fatores que determinam a ocorrência dos fenômenos ou que para essa contribuem (Cooper & Schindler, 2003). Nesse sentido, o pesquisador não controla a(s) variável(is) independente(s), uma vez que elas já ocorreram, e somente identifica as situações que evoluíram naturalmente e trabalha com elas (Cooper & Schindler, 2003).

Como recorte temporal desta pesquisa, foi adotado o período de 1995 a 2016, que compreende, portanto, 22 anos de análise, em razão do início do Plano Real, que entrou em vigor em julho de 1994, e dos dados referentes aos anos de ascensão e recessão econômica obtidos no CODACE 2017, que se limitam ao ano de 2016. A amostra inicial foi composta pelas empresas listadas na B3, cujos dados, secundários e coletados na Economática®, referem-se às suas informações contábeis e financeiras.

Após a coleta dos dados, foram criadas duas tabelas, uma para o modelo 1, com a variável *Payout* como dependente, e outra para o modelo 2, com a variável *Dividend Yield* (DY) como dependente. Após a construção das tabelas, foram retiradas todas as linhas com dados faltantes. Desse modo, a tabela do modelo 1, que antes era composta por 86.856 observações e sete variáveis, passou a ter 16.092 observações, com as mesmas sete variáveis.

A tabela do modelo 2, que antes era composta pelas mesmas 86.856 observações, passou a ter 18.134, com as mesmas variáveis. Inicialmente, havia, na amostra, 987 empresas. A partir desse filtro, a amostra do modelo 1 passou a ter 49 empresas entre os anos de 2004 a 2016, e a amostra do modelo 2 passou a ter 88 empresas entre os anos de 1995 a 2016. Como os dados disponibilizados pelo CODACE são trimestrais, as variáveis deste estudo também foram obtidas por trimestre.

Em seguida, em ambas as tabelas, foram realizados testes para averiguar a presença de *outliers* (dados discrepantes) que pudessem comprometer a análise econométrica proposta. Tendo sido detetada a presença de *outliers*, optou-se pelo tratamento desses dados, evitando-se sua eliminação, por meio da técnica de winsorização, que busca estabilizar a variância de uma população normal (Mande & Son, 2012). Dessa maneira, as variáveis foram winsorizadas, individualmente, em 1% e 99%. Na sequência, as variáveis de ambos os modelos estudados foram organizadas em dois painéis desbalanceados. O tratamento dos dados, a obtenção dos testes econométricos e a estimação dos modelos foram operacionalizados via linguagem de programação em R.

3.2 Variáveis e modelos econométricos

A variável independente (ECO) é uma *dummy* classificada como 1, para os anos em que houve queda na atividade econômica, e como 0, para os anos em que houve crescimento econômico no Brasil, procedimento semelhante ao de Farooq e Ahmed (2019). Além da variável ECO que representa a situação econômica do país (recessão ou ascensão), foram utilizadas outras variáveis independentes como variáveis de controle, quais sejam: (i) a alavancagem financeira (ALF), calculada pela razão entre dívida e ativo total, (ii) o tamanho (TAM), calculado pelo logaritmo natural do ativo total, e (iii) o lucro por ação (LPA), calculado pela razão entre lucro e valor da ação. Tais variáveis de controle foram utilizadas, também, por Farooq e Ahmed (2019), Nadeem *et al.* (2018), Silva *et al.* (2019), entre outros.

Como variáveis dependentes, foram empregadas duas *proxies* para dividendos: o índice de Payout, calculado por meio do quociente entre o dividendo distribuído e o lucro líquido – a exemplo dos estudos de Saravanakumar (2011), Silva (2004), Silva *et al.* (2019), entre outros, que também o utilizaram em seus modelos; o *Dividend Yield* (DY), obtido por meio do quociente entre o dividendo por ação e o valor da ação, a exemplo de Leite, Bambino e Hein (2017), Pinto (2017), Silva *et al.* (2019), entre outros, que o utilizaram em suas análises.

No intuito de testar a hipótese de que as empresas distribuem mais dividendos em anos de recessão econômica, foram utilizados dois modelos de dados em painel. De acordo com Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007), modelos estimados por meio de dados em painel apresentam diversas vantagens em relação àquelas de corte transversal e de séries temporais, tais como o fato de controlarem a heterogeneidade presente nos dados, de aumentarem o número de graus de liberdade, de permitirem o uso de mais observações, além de diminuir a colinearidade entre as variáveis. Os modelos gerais estimados são representados pelas Equações 1 e 2, a seguir.

$$Payout_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}ECO_{it} + \beta_{2it}ALF_{it} + \beta_{3it}ATV_{it} + \beta_{4it}LPA_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$DY_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}ECO_{it} + \beta_{2it}ALF_{it} + \beta_{3it}ATV_{it} + \beta_{4it}LPA_{it} + e_{it} \quad (2)$$

em que β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto, β_1 , β_2 , β_3 e β_4 referem-se aos coeficientes correspondentes a cada uma das variáveis explicativas do modelo, e_{it} refere-se ao erro idiossincrático, que varia aleatoriamente para todos os indivíduos e períodos, i representa o indivíduo, que, nesse caso, são as ações de cada empresa estudada, e t representa o período em análise.

Os modelos de dados em painel podem ser estimados por meio de três formas distintas. Na primeira delas, o modelo é estimado com dados empilhados (*pooled data*), que assume a mesma constante e os mesmos coeficientes para todas as empresas. A segunda forma é estimada mediante efeitos fixos, em que se admite que cada empresa tenha características distintas e invariáveis no tempo, capturadas pela constante. A última forma é a estimação do modelo por meio de efeitos aleatórios, que considera a constante como um parâmetro aleatório não observável; nesse modelo, as diferenças entre as empresas são captadas pelo termo de erro (Wooldridge, 2010). Por ter esse conjunto de modelos de dados em painel, é necessário que se defina qual dessas três formas é a mais adequada para a amostra do estudo.

Para a seleção do modelo mais adequado, deve ser aplicado, primeiramente, o teste de Breusch-Pagan e, posteriormente, o teste de Hausman. O teste de Breusch-Pagan é utilizado para a comparação entre o modelo *pooled data* e o modelo de efeitos aleatórios. Se o resultado do teste indicar que a variância dos efeitos não observáveis é igual a zero (aceitação de H_0), o modelo *pooled data* é o mais adequado. Do contrário (rejeição de H_0), o modelo de efeitos aleatórios passa a ser o mais adequado. Em caso de rejeição de H_0 , aplica-se, na sequência, o teste de Hausman, para a escolha entre os modelos de efeitos fixos e aleatórios. Se o resultado desse teste indicar que a correlação entre os efeitos não observados e as variáveis é nula (aceitação de H_0), o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado. Do contrário (rejeição de H_0), o modelo de efeitos fixos passa a ser o mais adequado (Wooldridge, 2010).

Além dos testes para a escolha do melhor modelo, a literatura econométrica indica que sejam feitos testes de diagnóstico, como os de multicolinearidade, normalidade dos resíduos, homocedasticidade e autocorrelação, no intuito de verificar se o modelo cumpre os pressupostos exigidos. Contudo, é possível estimar um modelo mais robusto que trata os problemas mencionados, utilizando-se testes de coeficiente. Dessa forma, optou-se pela utilização de dois testes de coeficientes, um para o modelo de efeitos aleatórios e outro para o de efeitos fixos.

O teste de coeficiente do modelo de efeitos aleatórios refere-se ao procedimento denominado “erros-padrão robustos (HAC)”, do tipo HC1, que dispensa a necessidade dos testes de heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos. Esse procedimento, proposto por Newey e West (1987), é válido, especialmente, em casos de grandes amostras. Executou-se, ainda, em relação ao modelo de efeitos aleatórios, o teste de multicolinearidade, por meio do fator de inflação da variância (FIV).

O segundo teste de coeficiente aplicado neste estudo é utilizado no modelo de efeitos fixos, em que os testes t são calculados para cada estimativa de coeficiente em um modelo de regressão linear ajustado. Para tanto, utiliza-se um estimador “sanduíche” para os erros-padrão e uma pequena correção de amostra para o valor p . Essa correção é embasada na aproximação Satterthwaite (1946). Esse método foi desenvolvido por Pustejovsky e Tipton (2018) e implementado na linguagem de programação em R por meio do pacote “*ClubSandwich*” – função *coefTest*. Da mesma forma que o procedimento HAC, a função *coefTest* também dispensa os demais testes.

No tocante à normalidade dos resíduos, Wooldridge (2010) afirma que, se o tamanho da amostra for suficientemente grande, pelo teorema do limite central, os resíduos tendem a

uma distribuição normal. Com isso, a estimação dos modelos não é invalidada, e o teste de normalidade dos resíduos torna-se dispensável.

4 RESULTADOS

Para cumprir o objetivo de observar o comportamento da distribuição de dividendos das empresas listadas na B3, comparando-se os períodos de ascensão e de recessão na economia brasileira, esta seção apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependentes Payout e DY e das variáveis independentes. A Tabela 1 traz as estatísticas descritivas das variáveis winsorizadas, com exceção da *dummy*, que não passou pelo processo de winsorização. Pelos resultados expostos na Tabela 1, é possível observar que a variável ECO teve média de 0,2959 e desvio-padrão de 0,4564, evidenciando-se que, no período analisado, houve mais trimestres de crescimento econômico do que de queda na atividade. Por ser uma variável *dummy*, os valores mínimos e máximos foram de 0 e 1, respectivamente.

Tabela 1
Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
Payout	2,130	2,000	8,245	0,7661987
ALF	26,733	2,00	1177,553	125,4971
TAM	6271647	2	119987489	15899845
LPA	46,599	2,000	2097,954	240,9219
DY	2,000	2,000	29,166	4,688997
ALF	26,03	2,00	286,87	35,77076
TAM	5753633	4	120125982	15517327
LPA	2,000	2,000	479,504	60,27521

Após a winsorização, no tocante ao Payout, a média observada foi de 2,130, com desvio-padrão de 0,766, resultado próximo ao observado por Vancin e Procianoy (2016), que estudaram os aspectos relevantes para a distribuição de dividendos no Brasil, entre 2007 e 2013. Já o *Dividend Yield* (DY) apresentou média de 2,00, com desvio-padrão de 4,688, resultado superior ao documentado por Pinto (2017), que analisou, por meio de dados semanais, a previsibilidade dos retornos das ações listadas na B3 a partir do DY, entre 2001 e 2017, e observou valores próximos a 2,5.

Tabela 2
Matriz de correlação das variáveis dependentes

Variáveis	Payout				DY			
	ECO	ALF	TAM	LPA	ECO	ALF	TAM	LPA
ECO	1				1			
ALF	0,010393	1			0,033602	1		
TAM	-0,03198	-0,10858	1		0,045642	-0,06323	1	
LPA	0,007176	0,29860	-0,02341	1	0,013472	0,056225	-0,03776	1

O teste de correlação entre as variáveis independentes foi realizado para ambos os modelos, conforme foi mostrado na Tabela 2. No modelo Payout, tamanho e lucro por ação apresentaram uma correlação negativa; tamanho e alavancagem, uma correlação negativa; tamanho e situação econômica, uma correlação negativa; lucro por ação e alavancagem, uma correlação positiva; lucro por ação e situação econômica apresentaram uma correlação

positiva; alavancagem e situação econômica, uma correlação positiva. Destaque-se que, no modelo 1 (Payout), quanto maior é a empresa, menor será o lucro por ação e a alavancagem.

No modelo estimado para o DY, tamanho e lucro por ação apresentaram uma correlação negativa; tamanho e alavancagem, uma correlação negativa; tamanho e situação econômica, uma correlação positiva; lucro por ação e alavancagem, uma correlação positiva; lucro por ação e situação econômica apresentaram uma correlação positiva; alavancagem e situação econômica, uma correlação positiva. Assim como no modelo de Payout, no modelo DY, quanto maior é a empresa, menor será o lucro por ação e a alavancagem.

Analisadas as correlações e as estatísticas descritivas, segue-se para os testes de escolha do modelo mais adequado. Conforme recomendado por Wooldridge (2010), foram estimados os modelos *pooled data*, efeitos fixos e efeitos aleatórios e, posteriormente, realizados os testes de Breusch-Pagan e Hausman para a escolha adequada. A Tabela 3 expõe os p-valores encontrados nos testes.

Tabela 3
Testes dos modelos de dados em painel

Teste	Payout	DY
Breusch-Pagan	0,02494	2.2e-16
Hausman	0,1537	2.2e-16

O teste de Breusch-Pagan, realizado no modelo de Payout como variável dependente, rejeitou a hipótese nula (p-valor = 0,02494), ou seja, indicou a utilização do modelo de efeitos aleatórios. Pelo teste de Hausman, cujo p-valor foi de 0,1537, não foi possível rejeitar a hipótese nula, no sentido de que o modelo com efeitos aleatórios seja o mais indicado. Assim, para o modelo estimado com o Payout como variável dependente, optou-se pelos efeitos aleatórios, ao passo que, para o modelo cuja variável dependente é o DY, ambos os testes, Breusch-Pagan e Hausman, rejeitaram a hipótese nula (p-valor = 0), indicando efeitos fixos como modelo mais adequado.

Selecionados os modelos de efeitos aleatórios e efeitos fixos para o Payout e o DY, respectivamente, é necessário verificar, por meio do fator de inflação da variância (FIV), se o modelo de efeitos aleatórios apresenta problemas de colinearidade. Os resultados desses fatores são mostrados na Tabela 4, a seguir. De acordo com Wooldridge (2010), por mais que seja uma escolha arbitrária, geralmente assume-se, na literatura, que valores superiores a 10 para o FIV indicam problemas de colinearidade, o que não ocorre entre as variáveis estudadas. Com relação ao modelo de efeitos fixos, uma vez que as variáveis de controle são mantidas constantes, a multicolinearidade não é um problema.

Tabela 4
FIV das variáveis independentes do modelo de efeitos aleatórios para o Payout

Variáveis	FIV	1/FIV
ECO	1,001	0,999
ALF	1,110	0,900
TAM	1,013	0,987
LPA	1,097	0,911

Realizados os testes para a escolha dos modelos, são apresentados, na Tabela 5, os coeficientes, com o respectivo nível de significância, o teste de Wald para a significância do modelo estimado por meio de efeitos aleatórios (*proxy* Payout) e o teste F para a significância do modelo estimado por meio de efeitos fixos (*proxy* DY). Para a regressão do modelo 1

(Payout), conforme consta na metodologia, foi utilizado o teste de coeficiente com erros-padrão robustos (HAC), tipo HC1. Para a regressão do modelo 2 (DY), foi utilizado o teste de coeficiente com aproximação *Satterthwaite*.

Tabela 5
Resultado das regressões

Variáveis	Payout				DY				
	Coefic.	Erro-padrão	z	p-valor	Coefic.	Erro-padrão	t	p-valor	
Constante	1,9079e+00	1,73e-02	110,2698	2,2e-16***	-	-	-	-	
ECO	4,4288e-02	1,30e-02	3,3982	0,0006799***	0,76372	0,13296	5,744	0,001***	
ALF	-4,385e-05	1,53e-05	-2,8581	0,0042675**	-0,0120	0,00292	-4,126	0,001***	
TAM	1,5521e-02	1,45e-03	10,6624	2,2e-16***	-0,4297	0,13724	-3,132	0,00249**	
LPA	-4,617e-05	1,78e-05	-2,5870	0,0096898**	0,00114	0,00129	0,882	0,38846	
Painel desbalanceado: n = 49, N = 16092				Painel desbalanceado: n = 88, N = 18134					

Nota. O grau de significância dos coeficientes das variáveis é dado por: 0 '***'; 0,001 '**'; 0,01 '*'; 0,05 '.'; 0,1 ','.

5 DISCUSSÃO

Como resultado dessas estimações, observa-se que o fator econômico (ECO) se mostrou significativo para a distribuição de dividendos, independentemente da *proxy* utilizada (Payout e DY). Esse resultado confirma a hipótese inicial de que, em períodos de queda na atividade econômica (anos com elevado grau de incerteza), as empresas distribuem mais dividendos do que em períodos de crescimento econômico, como forma de sinalizar ao mercado que estão bem financeiramente, além de acalmarem os acionistas e atraírem mais investidores, uma vez que estão aumentando a remuneração. O resultado corrobora a Teoria do Pássaro na Mão, segundo a qual o investidor prefere ter seu ganho (dividendo) assegurado em vez de aguardar possível ganho futuro com a valorização da ação. De acordo com Lintner (1956, 1962) e Gordon (1959, 1963), os acionistas preferem receber dividendos no momento presente a ter de aguardar os fluxos de caixa futuros da empresa, que são incertos.

A distribuição de dividendos maior em períodos de baixa atividade econômica encontra fundamento na Teoria da Sinalização (Ross, 1977), já que essa decisão é vista de maneira positiva pelos acionistas, que ficam mais confiantes em relação à gestão da empresa. Assim, em momentos de incerteza, como as recessões econômicas, as empresas optam por distribuir mais dividendos, como forma de aumentar a confiança do acionista.

Os achados principais desta pesquisa se encontram fundamentados, também, nos estudos de Grossman e Hart (1980), para quem o aumento da distribuição de dividendos minimiza conflitos de agência, por meio da redução do fluxo de caixa livre disponível, e reflete a boa-fé dos gerentes, mediante a sinalização da baixa existência de problemas de agência, em períodos de incerteza. De modo semelhante, La Porta *et al.* (2000) defendem a ideia de que as empresas inseridas em ambientes com poucas informações disponíveis, permeados de incerteza, aumentam a distribuição de dividendos para garantir melhor reputação perante os acionistas.

A correlação positiva entre os períodos de recessão e a maior distribuição de dividendos, resultado da presente pesquisa, pode ser comparada à correlação positiva entre anos de eleições nos EUA, caracterizados como períodos de grandes incertezas, e maior distribuição de dividendos, resultado dos estudos de Julio e Yook (2012) e Jens (2017).

Segundo esses autores, em momentos de assimetria de informação, as empresas optam por esperar para fazer novos investimentos, resultando em menores gastos e mais dinheiro à disposição, conversíveis em dividendos.

Resultado semelhante, também, foi encontrado por Farooq e Ahmed (2019), que concluíram que, em anos de eleições políticas para a presidência dos EUA, com elevado grau de incerteza, as empresas distribuíram mais dividendos do que nos demais anos. De maneira semelhante, Ferreira Junior *et al.* (2010) evidenciaram que a instabilidade de receitas está diretamente relacionada à distribuição de dividendos, o que conduz ao aumento da incerteza em relação ao fluxo de caixa da empresa. Portanto, infere-se que períodos de instabilidade levam ao aumento das incertezas e da assimetria de informação, e isso faz com que as empresas adotem estratégias que indiquem a sinalização positiva ao mercado e a garantia de que o investidor terá sua remuneração (dividendos), independentemente das incertezas do momento.

Ainda assim, ressalte-se que estudos como o de Attig *et al.* (2016) encontraram resultados opostos, pois identificaram que, em momentos de crise, as empresas pesquisadas distribuíram menos dividendos do que em momentos de ascensão econômica. Saliente-se, contudo, que a amostra foi composta por empresas com controle familiar.

A despeito das variáveis de controle, no que tange ao modelo que utiliza o Payout como *proxy* para a distribuição de dividendos, a alavancagem financeira (ALF) e o lucro por ação (LPA) foram significantes a 1% e tiveram uma relação negativa com o índice Payout, o que demonstra que as empresas mais endividadas e com maior lucro por ação distribuem menos dividendos. A variável tamanho (TAM), por sua vez, mostrou-se significativa a 1% e relacionada positivamente com o Payout, ou seja, nesse modelo, as empresas maiores foram as que mais distribuíram dividendos. Infere-se desse resultado que as empresas mais endividadas utilizam seus lucros para pagarem a dívida e, por isso, distribuem menos dividendos.

No modelo que tem o DY como variável dependente, apenas a variável LPA não foi significativa, resultado que contraria Farooq e Ahmed (2019) com relação ao mercado norte-americano. Entretanto, as variáveis ALF e TAM foram significativas a 1% e ambas mostraram-se negativamente correlacionadas ao dividendo distribuído, quando aferido pela *proxy* DY. Esses resultados corroboram os achados de Souza *et al.* (2016), que, ao analisarem a relação entre governança corporativa e distribuição de dividendos de empresas brasileiras de capital aberto entre 2002 e 2013, também encontraram uma relação negativa e significativa entre a alavancagem financeira e os dividendos distribuídos, da mesma forma que Paiva *et al.* (2016). Saliente-se que relação diferente encontrada entre a variável controle tamanho (TAM) e as variáveis dependentes Payout (positiva) e DY (negativa) pode ser explicada pelo número de empresas de cada modelo e pelos anos selecionados após o filtro realizado com a supressão das linhas com dados ausentes.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo observar o comportamento da distribuição de dividendos das empresas listadas na B3, por meio de comparação dos períodos de expansão e de recessão na economia brasileira. Para tanto, foram levantados dados secundários referentes a informações contábeis e indicadores financeiros de ações de empresas de capital aberto ativas e inativas, no período de 1995 a 2016, além de dados sobre os trimestres de ascensão e recessão econômica coletados do CODACE 2017. Os dados foram coletados na Economática®, e os procedimentos econométricos foram realizados a partir de modelos de dados em painel, por linguagem de programação em R.

Na análise dos dois modelos apresentados neste estudo, a *dummy* ECO, em ambos, foi positivamente e significativamente correlacionada às *proxies* de dividendo. O resultado evidenciou que, em trimestres de recessão, as empresas buscam ter uma política de distribuição de dividendos (Payout) maior e, de fato, realizam maior distribuição de dividendos por ação (DY). Assim, respondendo à pergunta desta pesquisa, chegou-se à conclusão de que as empresas, em períodos de baixo crescimento econômico, distribuem mais dividendos do que em períodos de expansão econômica. Dessa maneira, de acordo com as teorias apresentadas no referencial teórico desta pesquisa, especialmente a Teoria do Pássaro na Mão e a Teoria da Sinalização, e a hipótese inicial, as empresas buscam diminuir a assimetria de informação e acalmar os investidores, em momentos de incerteza econômica, sinalizando isso, de forma positiva, com o aumento da distribuição de dividendos.

Este estudo oferece contribuição importante para a expansão da literatura de finanças, principalmente referente à identificação do aspecto econômico na política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto e na criação de valor para os acionistas em períodos de recessão econômica. Esta pesquisa, também, é relevante para os investidores que têm interesse de aplicar seu capital nas ações dessas empresas, pois poderão tomar melhores decisões ao observarem as variáveis aqui analisadas. Outro ponto positivo desta pesquisa diz respeito ao período analisado, por ser mais longo do que o adotado em outros estudos acerca do tema.

Quanto às limitações, ressalta-se a não disponibilidade de todos os dados das empresas listadas na B3 na base de dados da Economatica®, bem como as variáveis utilizadas no modelo, haja vista a existência de outros fatores relevantes que não foram incorporados neste estudo.

Com isso, sugere-se, para estudos futuros, analisar, além das informações financeiras das organizações e econômicas, disponibilizadas pelo Codace, variáveis macroeconômicas, tais como inflação, crescimento do PIB, taxa de juros, entre outras, dado que as organizações podem modificar suas políticas de distribuição de dividendos em razão dessas variáveis e do momento econômico e político em que o País se encontra.

Além disso, recomenda-se a análise não só dos dividendos distribuídos, mas também da distribuição de lucros por meio dos juros sobre capital próprio (JCP), prática cada vez mais comum nas empresas brasileiras. Sugere-se, ainda, avaliar se o aumento da distribuição de dividendos em períodos de recessão levou ao aumento do valor das empresas, conforme preconiza a Teoria do Pássaro na Mão.

REFERÊNCIAS

- Attig, N., Boubakri, N., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2016). The global financial crisis, family control, and dividend policy. *Financial Management*, 45(2), 291-313. <https://doi.org/10.1111/fima.12115>
- Bellato, L. L. N., Silveira, A. D. M., & Savoia, J. R. F. (2006, setembro). Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: *Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração – EnANPAD*, Salvador, BA, Brasil, 30. Recuperado de http://www.anpad.org.br/diversos/down_zips/10/enanpad2006-ficd-2274.pdf
- Bliss, B. A., Cheng, Y., & Denis, D. J. (2015). Corporate payout, cash retention, and the supply of credit: evidence from the 2008-2009 credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 521-540. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.013>

- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (1992). *Princípios de finanças empresariais* (3a ed.). Lisboa: McGraw-Hill.
- Brennan, M. J. (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal*, 23(4), 417-427.
- Brito, R. D., & Silva, J. C. G. D. (2005). Testando as previsões de *trade-off* e *pecking order* sobre dividendos e dívida no Brasil. *Estudos Econômicos*, 35(1), 37-79. <https://doi.org/10.1590/S0101-41612005000100002>
- Carvalho, F. B. D. (2015). *A importância do mercado de capitais: considerações das teorias econômica e financeira* (Trabalho de conclusão de curso). Universidade Estadual Paulista Julio de Mesquita Filho, Araraquara, SP, Brasil.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2003). *Métodos de pesquisa em administração* (7a ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Creswell, J. W. (2007). *Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto* (2a ed.). (L. de O. da Rocha, Trad.). Porto Alegre: Artmed.
- Duarte, P. C., Lamounier, W. M., & Takamatsu, R. T. (2007). Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças (Vol. 4, pp. 1-15). In: *Anais do Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 7. Recuperado de <https://docplayer.com.br/10665574-Modelos-econometricos-para-dados-em-painel-aspectos-teoricos-e-exemplos-de-aplicacao-a-pesquisa-em-contabilidade-e-financas.html>
- Darós, L. L., & Pereira, A. S. (2009, julho). Análise das normas brasileiras de contabilidade aplicadas ao setor público – NBCASP: Mudanças e desafios para a contabilidade pública. *Anais do Congresso USP Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 9. Recuperado de <http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos92009/467.pdf>
- Elton, E., & Gruber, M. (1970). Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68-74. <https://doi.org/10.2307/1927599>
- Farooq, O., & Ahmed, N. (April, 2019). Dividend policy and political uncertainty: Evidence from the US presidential elections. *Research in International Business and Finance*, 48, 201-209. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.01.003>
- Ferreira Junior, W. O., Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., & Bastos, D. D. (2010). Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. *FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão*, 13(2), 190-203. <https://periodicos.unifacef.com.br/index.php/facefpesquisa/article/view/241>
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>
- Garcia, I. A. S., Arnaud, H. M. V., & Gomes, A. K. L. J. (2018, julho). Fatores determinantes da distribuição de dividendos de instituições financeiras listadas na B3. In: *Anais da XVIII USP International Conference in Accounting*, São Paulo, SP, Brasil, 18. Disponível em <https://congressousp.fipecafi.org/anais/Anais2018/ArtigosDownload/1127.pdf>.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 28(2), 264-272. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management Science*, 3, 102-110.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Disclosure laws and takeover bids. *The Journal of Finance*, 35(2), 323-334. <https://www.jstor.org/stable/2327390?seq=1>

- Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas. (2019). *Comitê de Datação de Ciclos Econômicos*. Disponível em <https://portalibre.fgv.br/estudos-e-pesquisas/codace/>
- Jens, C.E. (June, 2017). Political uncertainty and investment: causal evidence from U. S. gubernatorial elections. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 563-579. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.01.034>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Julio, B., & Yook, Y. (February, 2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *The Journal of Finance*, 67(1), 45-83. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.W. (February, 2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- 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. <http://dx.doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p205-221>
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review Economics and Statistics*, 44(3), 243-269. <https://doi.org/10.2307/1926397>
- Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 163-195. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90012-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90012-6)
- Mande, V., & Son, M. (2012). CEO centrality and meeting or beating analysts' earnings forecasts. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(1-2), 82-112. <https://doi.org/j.1468-5957.2011.02262.x>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <https://doi.org/10.1086/294442>
- Nadeem, N., Bashir, A., & Usman, M. (June, 2018). Determinants of dividend policy of Banks: Evidence from Pakistan. *The Pakistan Journal of Social Issues, Special Issue*, 19-27. <https://doi.org/10.5829/idosi.mejsr.2013.18.3.12200>
- Nakabashi, L. (2006). Crescimento da economia brasileira e fluxo de capitais a partir do Modelo de Thirlwall: 1968-1980 e 1992-2000. *Revista Economia Ensaio*, 21(1), s.p.96-126.
- Newey, W. K., & West, K. D. (1987). A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica*, 55, 703-708. <https://doi.org/10.3386/t0055>
- Paiva, J. F. M., Ribeiro, K. C. S. & Fodra, M. (2016). Governança corporativa e a distribuição de dividendos no setor bancário brasileiro. *Revista Espacios*, 37(25), s.p. <http://www.revistaespacios.com/a16v37n25/16372507.html>
- Pinto, B. P. (2017). *Dividend yield e os retornos das ações brasileiras*. (Dissertação de mestrado). Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Procianny, J. L. (1996). Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. *Revista de Administração*, 31(2), 7-18.
- Pustejovsky, J. E., & Tipton, E. (2018). Small-sample methods for cluster-robust variance estimation and hypothesis testing in fixed effects models. *Journal of Business & Economic Statistics*, 36(4), 672-683. <https://doi.org/10.1080/07350015.2016.1247004>

- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, P. B. (2006). *Metodologia de pesquisa* (3a ed.). São Paulo: McGraw-Hill.
- Santos, J. F., & Galvão, K. S. (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.
- Satterthwaite, F. E. (1946). An approximate distribution of estimates of variance components. *Biometrics bulletin*, 2(6), 110-114. <https://doi.org/10.2307/3002019>
- Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo - RAUSP*, 39(4), 348-361. <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3904348a361.pdf>
- Silva, N. D., Moreira, K. D. S., Pereira, V. S., Rezende, C. F., & Pitangui, C. (2016). Empresas Brasileiras Emissoras de ADRs: Um estudo da distribuição de dividendos em períodos de crise. In *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.
- Silva, J. E., Morgan, L., Machado, M. J. C., & Montebelo, M. I. L. (2019). Política de dividendos e criação de valor: um estudo no mercado brasileiro. *Revista Ambiente Contábil*, 11(1), 77-97. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2019v11n1ID15985>
- Souza, D. H. O., Peixoto, F. M., & Santos, M. A. (2016). Efeitos da Governança Corporativa na distribuição de dividendos: um estudo em empresas brasileiras. *Advances in Scientific & Applied Accounting*, 1(1). <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2016090104>
- Sousa Filho, J. F., Silva, L. A., & Menezes, V. B. (2018). A dinâmica das exportações brasileiras nos períodos pré e pós-crise financeira mundial de 2008/2009: uma análise shift-share. *RDE - Revista de Desenvolvimento Econômico*, 2(40). <http://dx.doi.org/10.21452/rde.v2i40.5667>
- Vancin, D., & Procianoy, J. L. (2016). Índices contábeis e a decisão do pagamento de dividendos. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(28), 57-80. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2016v13n28p57>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna* (2a ed.). São Paulo: Cengage Learning.

*Dividend Policy and Recession Periods: Evidence in the Brazilian Capital Market***ABSTRACT**

Objective: To observe the dividend distribution behavior of Brazilian stock market [B]3 listed companies, comparing periods of expansion and recession in the Brazilian economy.

Method: Two panel data models were carried out, with the payout index and the dividend yield index as dependent variables and a dummy classified as 1 for years of economic recession and 0 for years of economic rise as an independent variable. In addition, the financial leverage, size and earnings per share control variables were added to the model.

Originality/Relevance: The study addressed the distribution of dividends according to the cycle of the Brazilian economy, which makes the research original, since no similar studies were found.


Results: Regardless of the proxy used for dividend distribution, companies increase dividend distribution in periods of recession, when there is greater market uncertainty. Regarding the control variables, for the model estimated using the proxy payout index, all variables were significant, while for the model that has the proxy dividend yield as a dependent variable, earnings per share were not significant.

Theoretical/Methodological contributions: Identification of the economic aspect in the dividend policy of Brazilian companies and in the creation of value for shareholders in periods of economic recession.

Keywords: Economic cycle, Dividend policy, Payout index, Dividend yield index.

Camila Teresa Martucheli 


UFMG, Minas Gerais, Brasil
E-mail: camila.martucheli@gmail.com

João Eduardo Ribeiro 

UFMG, Minas Gerais, Brasil
E-mail: joaoribeiro.cco@gmail.com

Eduardo Amat Silva 

UFMG, Minas Gerais, Brasil
E-mail: eduardo.amat@gmail.com

Antônio Artur de Souza 

UFMG, Minas Gerais, Brasil
E-mail: antonioarturdesouza@gmail.com

Juliano Lima Pinheiro 

UFMG, Minas Gerais, Brasil
E-mail: jlp@gold.com.br

Received: February 29, 2020

Revised: August 28, 2020

Accepted: October 30, 2020

Published: April 27, 2021

