
Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS: ESTUDO DOS FATORES DETERMINANTES PARA
AS EMPRESAS ATUANTES NO SETOR DE UTILIDADE PÚBLICA**

**DIVIDEND POLICY: STUDY OF DETERMINING FACTORS FOR COMPANIES IN
THE PUBLIC UTILITY SECTOR**

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS: ESTUDIO DE FACTORES DETERMINANTES PARA
EMPRESAS EN EL SECTOR DE LA UTILIDAD PÚBLICA**

Francisco Ivander Amado Borges Alves

Analista de Treinamento na Concentrix Fortaleza.

Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará.

E-mail: ivandborges@gmail.com

Yuri Romeiro Guedes

Estagiário Banco do Nordeste. Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade
Federal do Ceará.

E-mail: yuriromeiro@gmail.com

Jackeline Lucas Souza

Professora Adjunta do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal do
Ceará (UFC).

Doutora em Engenharia Civil - Recursos Hídricos pela Universidade Federal do Ceará.

E-mail: jackeline.souza@hotmail.com

RESUMO

A política de dividendos é uma tomada de decisão estratégica que pode influenciar o valor de uma empresa. Ela se relaciona com a avaliação de quanto, como e quando distribuir ou não os lucros obtidos aos acionistas, sendo considerada, portanto, um atrativo aos investidores. Esta pesquisa tem por objetivo analisar os fatores determinantes da distribuição de dividendos das empresas brasileiras atuantes no setor de Utilidade Pública. A pesquisa é quantitativa, descritiva e documental, com a amostra delimitada em 56 empresas, que publicaram seus demonstrativos do período de 2010 a 2016, totalizando 380 observações. Foram utilizadas para analisar os dados coletados a estatística descritiva, a regressão logit (*dummy* associada se houve ou não distribuição de dividendos) e a regressão com dados em painéis com efeito fixo (valor dos dividendos). Os achados indicaram que o tamanho e a rentabilidade contribuem positivamente com a probabilidade da empresa distribuir dividendos, em contrapartida de que a existência de acordo entre acionistas apresentou efeito inverso sobre essa probabilidade (modelo logit). Além disso, o acordo de acionistas influenciou positivamente o valor dos dividendos, ao passo que a complexidade (remuneração dos administradores) impactou de forma inversa o valor dos dividendos (modelo com dados em painel).

Palavras-Chave: Dividendos; Utilidade Pública; Fatores Determinantes.

ABSTRACT

Dividend policy is one of the strategic decision-making that can influence the value of a company. It is related to the evaluation of how much, how and when to distribute the profits obtained to its shareholders, and is therefore considered attractive to investors. This research aims to analyze the determinants of the dividend distribution of Brazilian companies operating in the Public Utility sector. The research is quantitative, descriptive and documentary, with the sample delimited in 56 companies, which published their statements for the period from 2010 to 2016, totaling 380 observations. The logit regression (associated dummy if there were or not distribution of dividends) and the regression with data in panels with fixed effect (value of the dividends) were used to analyze the data collected in the descriptive statistics. The findings indicated that size and profitability contribute positively to the company's probability of distributing dividends, in contrast to the fact that the existence of an agreement between shareholders had an inverse effect on this probability (logit model). In addition, the shareholder agreement positively influenced the value of the dividends, while the complexity (compensation of managers) had an inverse impact on the dividend value (model with panel data).

Key Words: Dividends; Public Utility; Fatores Determinantes.

RESUMEN

La política de dividendos es una decisión estratégica que puede influir en el valor de una empresa. Se relaciona con la evaluación de cuánto, cómo y cuándo distribuir los beneficios obtenidos a los accionistas y, por lo tanto, se considera un atractivo para los inversores. El objetivo de esta investigación es analizar los determinantes de la distribución de dividendos de las empresas brasileñas que operan en el sector de servicios públicos. La investigación es cuantitativa, descriptiva y documental, con la muestra delimitada en 56 empresas, que publicaron sus declaraciones para el período de 2010 a 2016, con un total de 380 observaciones. La regresión logit (dummy asociado si hubo o no distribución de dividendos) y la regresión con datos en paneles con efecto fijo (valor de los dividendos) se utilizaron para analizar los datos recopilados en las estadísticas descriptivas. Los hallazgos indicaron que el tamaño y la rentabilidad contribuyen positivamente a la probabilidad de distribución de dividendos de la empresa, en contraste con el hecho de que la existencia de un acuerdo entre accionistas tuvo un efecto inverso sobre esta probabilidad (modelo logit). Además, el acuerdo de los accionistas influyó positivamente en el valor de los dividendos, mientras que la complejidad (compensación de los administradores) tuvo un impacto inverso en el valor de los dividendos (modelo con datos de panel).

Palabras clave: Dividendos; Utilidad pública; Factores determinantes.

1. INTRODUÇÃO

Em um cenário globalizado e de crises, cada vez mais, se têm exigido das companhias uma gestão mais segura, que possa proporcionar melhor desempenho da empresa, a fim de incrementar o valor da mesma. Com isso, a tomada de decisões financeiras requer amplo conhecimento de gestão, finanças e da organização como um todo, para que se possa assim

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

diminuir o risco e garantir o retorno e a continuidade organizacional. Neste sentido, a política de dividendos, hoje, se caracteriza como uma das mais importantes decisões das empresas.

A política de dividendos é uma decisão organizacional dinâmica, onde os recursos a serem distribuídos são adaptados aos investidores em função de indicadores econômico-financeiros da empresa. Observa-se, que esta política é uma decisão que envolve um planejamento estratégico, na medida em que ela possibilita atrair novos investidores, manter os antigos e definir a quantidade do resultado a ser retida nas reservas instituídas na organização e a quantidade a ser distribuída como dividendos. Além disto, trata-se de um tema relevante à área financeira, uma vez que ainda persiste a falta de consenso sobre os fatores influenciadores da decisão de quanto distribuir e quanto reter do resultado (SOUSA; PENEDO; PEREIRA, 2018; VIANA JUNIOR *et al.*, 2017; ZANON; ARAÚJO; NUNES, 2017).

O efeito dessa política sobre o valor da empresa e sua relevância, continua sendo um tema discutível entre os pesquisadores, haja vista recentes pesquisas que têm sido publicadas a respeito da distribuição de dividendos. Portanto, entender quais fatores influenciam as empresas em suas decisões de retenção e distribuição do seu resultado é de importância, para gestores, investidores e órgãos reguladores de mercado (AHMAD; BARROS; SARMENTO, 2018; KHAN; AHMAD, 2017; RABELO *et al.*, 2017; KRONBAUER *et al.*, 2014).

Diante destas particularidades e visando ampliar o entendimento e pesquisas que envolvem a política de dividendos, o presente estudo pretende responder a seguinte questão de pesquisa: Quais os fatores determinantes da distribuição de dividendos nas empresas brasileiras do setor de Utilidade Pública? Para responder este problema foi arquitetado como objetivo geral da pesquisa analisar os fatores determinantes da distribuição de dividendos das empresas brasileiras atuantes no setor de Utilidade Pública. Setor este que fornece alguns insumos básicos para outros setores, além de estar presente de forma direta no cotidiano tanto da sociedade civil e das organizações, mas que não havia sido analisado anteriormente.

Aplicou-se dois modelos econométricos nesta pesquisa: o primeiro trata-se de uma regressão *logit*, a qual objetiva verificar quais são os fatores que influenciam a distribuição de dividendos; o segundo modelo é uma regressão com dados em painéis estimada por efeito fixo, a qual objetiva identificar os fatores que influenciam o valor distribuído. Os resultados obtidos da pesquisa foram no sentido de que a rentabilidade e o tamanho das empresas contribuem positivamente a probabilidade de a empresa distribuir dividendos, enquanto a existência de acordo de acionistas contribui de forma inversa para tal probabilidade (resultados do modelo com regressão *logit*). Já para os resultados da regressão com dados em painéis, observou-se que o valor da distribuição de dividendos é influenciado positivamente pela existência de acordo de acionistas, contudo a remuneração dos administradores se relacionou de forma inversa para tal variável.

Esse trabalho é pertinente na discussão financeira sobre políticas de dividendos na medida em que se propõe a contribuir com a literatura científica prévia. Entre as contribuições do estudo está a ampliação da análise sobre política de dividendos ao considerar dois fenômenos, tais sejam (i) a possibilidade da empresa vir a distribuir dividendos (representado por uma variável *dummy* associada a se houve ou não distribuição de dividendos) e (ii) quanto ao volume distribuído a título de dividendos (inclusive considerando o valor de juros sobre o capital próprio nesse volume de distribuição). Outra contribuição está na investigação de um setor específico da economia, o setor de utilidade pública, o qual possui suas particularidades (em especial por ser um setor marcado pela presença de agências reguladoras e pelo seu caráter de primário entre as necessidades da sociedade, além de ser caracterizado por ser

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

constituído de concessões governamentais ao interesse privado ou pela exploração pública das atividades desse setor), mas mesmo diante dessas especificidades desse setor, observa-se um reduzido volume de pesquisas que o consideram como objeto de estudo. Assim, espera-se que contribuir com a expansão metodológica (ao considerar duas variáveis da política de dividendos) e teórica/social (ao investigar um setor tão importante para a economia e mercado por tantas particularidades, o que pode indicar que não seja um procedimento correto misturar setores que possuem individualidades latentes em pesquisas científicas).

Dentro dessa vertente, a distribuição de dividendos pode ser usada como ferramenta fundamental na administração financeira para valorizar a empresa, proporcionando a atração de novos sócios e ampliação de pesquisas que promovem avanços na temática. A pesquisa está estruturada em cinco seções, incluindo esta introdução que é a primeira delas. A segunda seção contém o referencial teórico, que aborda as questões que abrangem os determinantes da política de dividendos, evidenciando suas teorias e estudos anteriores. A terceira seção trata da metodologia e dos procedimentos para coleta, tabulação e análise dos dados. Na quarta seção estão os resultados da pesquisa. A última seção é dedicada às conclusões do trabalho.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Dividendos

Dentre os principais assuntos e discussões que envolvem a área de Finanças Corporativas e a tomada de decisões nas organizações, está a política de remuneração dos acionistas. Essa política abrange a decisão da empresa reter lucros para expansão *versus* a de remunerar o capital investido pelos seus acionistas. De forma que a política busca um ponto de equilíbrio entre os lucros retidos e os lucros distribuídos pela organização (GOMES; TAKAMATSU; MACHADO, 2015; SOUSA NETO et al., 2014).

A primeira contribuição financeira recebida por uma empresa antes de iniciar as suas atividades deriva do capital investido pelo acionista. Com isso, o acionista espera receber retornos que podem ser por meio de dividendos, juros sobre capital próprio, pró-labores, dentre outras eventuais remunerações (RABELO et al., 2017). No Brasil, os meios mais utilizados de remuneração dos acionistas pelo investimento feito na companhia são os dividendos e juros sobre capital próprio (BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012; LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017).

O dividendo é a forma de remuneração mais comum dos acionistas nas empresas, onde ocorre o pagamento de parte do lucro apurado pela empresa em um determinado exercício social ou de saldos de lucros acumulados para seus acionistas. Logo, a decisão de distribuir dividendos está condicionada à apuração do resultado líquido e positivo da organização. Outro meio de remuneração dos acionistas se dá por meio de juros sobre capital próprio (JSCP), que se diferencia dos dividendos em relação a sua tributação e a natureza.

Enquanto os JSCP se enquadra no grupo de despesas financeiras, sofrendo, portanto, deduções da base de cálculo do Imposto de Renda (IRPJ) e da Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL); a remuneração dos dividendos ocorre a partir do lucro líquido, não sofrendo tributação, uma vez que o lucro líquido é determinado após todos os tributos incidentes sobre o resultado da empresa (essa é a diferenciação quanto a tributação). Em relação a natureza, os dividendos se originam da distribuição do lucro aos acionistas, por sua vez, os JSCP são uma remuneração pelo capital investido vezes a taxa de juros de longo prazo

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

(TJLP), limitado a 50% do lucro líquido ou 50% dos lucros acumulados (ZANON; ARAÚJO; NUNES, 2017; LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017; SOUSA NETO et al., 2014).

Além desses tipos de remuneração, há a remuneração do sócio que empreende trabalho físico ou intelectual para a obtenção dos resultados da empresa, conhecido como *pró-labore*. O pagamento de *pró-labore* é obrigatório, como se fosse um pagamento de salário a um administrador contratado, que se diferencia também dos dividendos na razão de que o valor pago incide tributação de Imposto de Renda e Contribuição Previdenciária (SILVA; EVANGELISTA, 2017).

Aprofundando o presente estudo na remuneração dos acionistas por dividendos, estes podem ser classificados quanto ao direito de recebimento, podendo ser cumulativos ou não cumulativos. Os dividendos cumulativos concedem aos acionistas o direito de recebimento no exercício em que o lucro for satisfatório - quando houver lucro que possibilite a distribuição de dividendos -, em contrapartida que os dividendos não cumulativos não garantem esse direito aos acionistas (IUDÍCIBUS et al., 2013; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2015; MELO; FONSECA, 2015).

Na vertente de apropriação dos lucros, os dividendos podem ser apontados como mínimos, fixos e obrigatórios. Os dividendos fixos e mínimos são predefinidos no estatuto das companhias, geralmente atribuídos aos acionistas preferencialistas. Além disso, a deliberação nº 683/2012 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aponta que, enquanto os acionistas de dividendo fixo não participam dos lucros que excedem a parcela fixa estipulada, as ações com dividendo mínimo proporciona aos seus beneficiários a possibilidade de receber o percentual estipulado e a participação dos lucros remanescentes da entidade (IUDÍCIBUS et al., 2013; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012; LOSS; NETO, 2006). A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, em seu artigo 202 indica que o estatuto da companhia deve estabelecer a parcela condizente ao dividendo obrigatório. Ainda segundo o art. 202, se o estatuto for omissivo quanto a essa parcela, o dividendo mínimo obrigatório corresponderá a 50% do lucro líquido, em cada exercício, diminuído ou acrescido dos valores destinados à reserva legal e ao montante destinado à formação da reserva para contingências.

Entende-se por política de dividendos, as decisões das empresas relacionadas à proporção do lucro a distribuir com os acionistas, bem como a se haverá ou não distribuição de dividendos, quanto será distribuído e em que período (ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014). Os dividendos, além de representar uma remuneração aos acionistas, proporcionam informações estratégicas no que diz respeito ao desempenho atual e, podem sinalizar o desempenho futuro das organizações (LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017).

Soma-se também à importância da política de dividendos a questão do gerenciamento de resultados (*Earnings management*). Esse tipo de prática é orientado pela necessidade, da gestão, em apresentar resultados satisfatórios para acionistas, potenciais investidores e credores (GOULART, 2007). Em se tratando de dividendos, *a priori*, os administradores podem utilizar de manobras para gerenciá-los através de três principais mecanismos: (i) superavaliar os resultados para que as distribuições favoráveis seja a mais elevada possível; (ii) fixar uma distribuição média de dividendos, para que em períodos de crise a destinação aos acionistas não seja tão impactada e; (iii) reduzir o volume de dividendos da destinação do lucro quando outras formas de remuneração forem mais vantajosas, como a distribuição de juros sobre o capital próprio (MAGRO; GORLA; KLANN, 2018; VIANA JUNIOR et al., 2017; SILVA; NARDI; TONANI, 2016; SOBRINHO; RODRIGUES; SARLO NETO, 2014).

Para Leite, Bambino e Hein (2017), as empresas analisam o pagamento de dividendos como uma decisão muito importante, pois é através dela que se determina os volumes de

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

recursos distribuídos aos acionistas e os retidos para reinvestimento. Dessa forma, a política de dividendos também pode transmitir informação ao acionista a respeito do desempenho da empresa, e saber quais são os determinantes desse tipo de distribuição de resultado pode ser relevante para tomada de decisão das empresas.

O presente trabalho está em sintonia com o grupo de estudos que investigam a influência de fatores determinantes sobre a política de dividendos dada a relevância do tema no meio acadêmico e nas tomadas de decisões das organizações e dos *stakeholders*. Este artigo objetiva proporcionar maior entendimento sobre a política de dividendos, dado que os estudos anteriores encontraram evidências conflitantes, alguns concluíram pela relevância da política de dividendos, outros não puderam identificar tal relevância (ZANON; ARAÚJO; NUNES, 2017; LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017; GOMES; TAKAMATSU; MACHADO, 2015; SANTOS; GALVÃO, 2015; KAJOLA; DESU; AGBANIKE, 2015).

2.2 Teorias da política de dividendos

A política de dividendos é um assunto bastante difundido na literatura científica em Finanças, tendo em vista a relevância de sua decisão estar relacionada sobre o quanto investir e o quanto reter dos recursos de uma empresa. Com isso, não é de hoje que há uma busca por um maior entendimento da política de dividendos, seus efeitos e quais seus determinantes. A temática está norteada de diversas teorias que buscam compreender os diversos fatores influenciadores da política de dividendos. Dentre elas destacam-se a teoria da Irrelevância dos dividendos *versus* teoria da Relevância dos dividendos, a teoria do Pássaro na mão, o Efeito Clientela e a teoria da Sinalização (SOUSA; PENEDO; PEREIRA, 2018; KRONBAUER et al., 2014; SANTOS; GALVÃO, 2015; SPENCE, 1973; MILLER; MODIGLIANI, 1961; GORDON, 1959; LINTNER, 1956).

Os dividendos ao longo dos anos foram questionados sobre sua relevância ou não no valor de uma empresa. A teoria da Relevância dos dividendos é considerada a mais antiga dos questionamentos, marcada por Linter (1956) e Gordon (1959), tal teoria defende a ideia de que a remuneração dos sócios de uma empresa pode estar em conformidade com o aumento do valor da empresa, partindo do pressuposto que o pagamento de dividendos reduziria a incerteza sobre o fluxo de caixa futuro (JUNIOR; PONTE, 2016; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; SANTOS; GALVÃO, 2015).

Dentro das teorias que defendem a relevância dos dividendos, há a teoria do Pássaro na mão. Essa teoria parte da ideia de que os acionistas objetivam minimizar o risco do investimento e aumentar o valor da empresa, de forma que o risco deve ser compatível com o retorno esperado. Os acionistas preferem receber dividendos o quanto antes e, assim as empresas que mais distribuem dividendos seriam as mais atrativas para investimentos e, portanto, teriam as ações mais valorizadas pelos investidores. Dessa forma, cria-se uma relação direta entre o valor de mercado da ação e a política de dividendos (SOUSA; PENEDO; PEREIRA, 2018; KRONBAUER et al., 2014; SANTO; GALVÃO, 2015).

Em contrapartida aos precursores Linter (1956) e Gordon (1959), Miler e Modigliani (1961) difundiram a teoria da Irrelevância dos dividendos, argumentando que para os acionistas não há diferença em receber os dividendos ou ter seus rendimentos investidos, pois os ganhos futuros corrigidos seriam similares ao valor presente dos dividendos. Ou seja, o valor de uma empresa não depende da política de dividendos ou de financiamentos adotados, mas das oportunidades de investimentos. Vale ressaltar que tais argumentos foram evidenciados considerando uma perspectiva de mercado hipotético perfeito (LEITE; BAMBINO; HEIN, 2017; JUNIOR; PONTE, 2016; SANTOS; GALVÃO, 2015).

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

A hipótese do efeito clientela, argumentada por Elton e Gruber (1970), está relacionada a existência de um efeito de preferências dos acionistas em uma certa política de dividendos. Tal preferência consiste na propensão dos investidores por determinadas ações de acordo com um nível de pagamento de dividendo mais adequado a sua faixa de tributação, ou seja, a teoria prevê que os investidores é que procuram as firmas com política de dividendos que atendem à sua própria expectativa de recebimento deles ou não. Pode-se entender a teoria do efeito clientela, portanto, como o poder de atração da política de dividendo (SOUSA; PENEDO; PEREIRA, 2018; SANTOS; GALVÃO, 2015; MILLER; MODIGLIANI, 1961; HOLANDA; COELHO, 2012).

Já a teoria da sinalização dos dividendos, encara a política de dividendos, não só como um indicativo de lucros presentes, mas também, de boas expectativas quanto a lucros futuros. Dessa forma, o pagamento de proventos são uma decisão estratégica que serve como um mecanismo de transmissão de informação ao mercado. Ou seja, a teoria defende a hipótese de que o anúncio da política de dividendo transmite uma informação ao mercado, podendo influenciar o valor da empresa ao agregar novos acionistas, tendo em vista que a teoria argumenta que o conteúdo informacional da política de dividendos pode prever bons resultados futuros (SOUSA; PENEDO; PEREIRA, 2018; RABELO et al., 2017; JUNIOR; PONTE, 2016; ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014).

Fundamentado no arcabouço teórico anterior, o presente trabalho definiu-se quatro hipóteses para se identificar os determinantes da política de dividendos.

Em relação à concentração acionária (percentual de ações ordinárias em posse do acionista controlador), espera-se que influencie de forma inversa a distribuição de dividendos (Hipótese 1) e que a existência de acordos de acionistas tenha efeito positivo (Hipótese 2). Acionistas mais fortes fazem seus interesses prevalecerem em relação a vontade dos administradores e sobre os minoritários. Quando há acionista controlador, este pode utilizar de sua influência para dispor das riquezas da entidade em seu interesse, ao invés de promover maior distribuição de dividendos. Quando os acionistas se reúnem e firmam acordos de acionistas, o esperado é que haja maior distribuição de dividendos, uma vez que eles passam a dividir o controle e a assim, a ter influência colegiada sobre a política de dividendos (RABELO et al., 2017; HOLANDA; COELHO, 2012).

Hipótese 1: A concentração acionária tem efeito inverso sobre a distribuição de dividendos.

Hipótese 2: A existência de acordo de acionistas contribui positivamente para a distribuição de dividendos.

Para a rentabilidade (mensurada pelo ROA) é esperado um efeito positivo sobre os dividendos (Hipótese 3). Apesar de nem todo o lucro ser de fato disponibilidade, a empresa poderá desenvolver uma série de ações para resgatar seus recebíveis e assim ter disponibilidade para pagar os dividendos. Diferentemente das empresas pouco rentáveis que além de terem menor lucratividade, geralmente dispõem de menor disponibilidade, de forma que não chegam a declarar dividendos representativos. Empresas mais rentáveis são capazes de financiar o crescimento e ainda assim remunerar os acionistas. Hipótese relacionada com o efeito sinalizador dos dividendos, de forma que a maior distribuição de dividendos sinaliza boas notícias sobre seu desempenho financeiro da firma (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; SANTOS; GALVÃO, 2015; ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014).

Hipótese 3: A rentabilidade contribui positivamente para a distribuição de dividendos.

Espera-se que o tamanho das empresas (mensurado pelo Ln do ativo total) contribua positivamente para a distribuição de dividendos (Hipótese 4). As empresas maiores tenderiam a distribuir mais dividendos do que as empresas em consolidação no mercado. A remuneração

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

dos acionistas tem uma expectativa na atuação destacada das empresas maiores em seus mercados, haja vista que estas empresas acessam de forma facilitada o mercado de capitais, necessitando, assim, tornar seus papéis atraentes a propensos investidores.

De forma alternativa, as firmas menores estão em fase de crescimento e consolidação, dessa forma elas necessitam de todos os recursos disponíveis para financiar o crescimento, dessa forma há uma predominância em reter os lucros para financiar os projetos de crescimento ao invés de distribuí-los e reduzir a disponibilidade de fundos internos (VIANA JUNIOR et al., 2017; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; SANTOS; GALVÃO, 2015; ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014).

Hipótese 4: O tamanho contribui positivamente à distribuição de dividendos.

No intuito de controlar outros fatores associados à gestão da organização sobre a política de dividendos, inseriu-se uma variável relacionada à complexidade da organização (aproximada pelo valor pago a título de remuneração dos administradores). A complexidade ainda não tinha sido verificada por estudos anteriores, assim não há efeito esperado para esta variável. Apesar de ser uma variável considerada em outras pesquisas da área de negócios como nos estudos sobre a influência da complexidade organizacional sobre a governança corporativa (ASSUNÇÃO et al., 2015; BUSHMAN et al., 2004; BERRY et al., 2006), sobre desempenho financeiro (VASCONCELO; MONTE, 2013) sobre a auditoria independente (CASTRO; PELEIAS; SILVA, 2015) e sobre cultura organizacional (VASCONCELOS-SILVA; TODOROV; SILVA, 2012). A inserção dessa variável objetiva captar um possível efeito do tipo organizacional - complexidade - como influenciador de algumas firmas terem um comportamento distribuidor de dividendos do que outras, mesmo tendo características semelhantes.

O setor brasileiro de Utilidade Pública é composto por empresas atuantes em três segmentos: (i) Água e Saneamento, (ii) Energia Elétrica e (iii) Gás. Esse setor é importante para a economia nacional por ofertar alguns dos insumos básicos para outros setores, bem como a sua presença direta no cotidiano da sociedade, ou seja, trata-se de um setor que atua fornecendo diretamente para pessoas jurídicas e físicas. A sua precarização ou inexistência pode acarretar crises no país, a exemplo do apagão 2001. Apesar da importância do setor na economia, não identificou-se estudos que se debruçaram sobre a política de dividendos para este setor no Brasil, contudo, é possível identificar estudos que investigaram a política de dividendos por segmento e não por setor, a exemplo de tais pesquisas cita-se Rebouças, Almendra e Vasconcelos (2018) sobre a política de dividendos para as empresas de energia elétrica.

3. METODOLOGIA

Esta pesquisa é classificada como descritiva (quanto ao objetivo), quantitativa (quanto ao problema) e documental (quanto a fonte de dados) (PRODANOV; FREITAS, 2013; DALFOVO; LANA; SILVEIRA, 2008). Neste estudo procede-se a uma análise dos fatores determinantes da política de dividendos para as empresas do setor brasileiro de Utilidade Pública. De forma que procedeu-se a coleta de dados nos formulários de referência (FR) das empresas, presentes no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e de informações disponíveis no *site* da B3. Os dados foram tabulados no *websoftware* planilhas *Google* e analisados estatisticamente no *software* STATA versão 12.

A amostra corresponde a um total de 380 observações oriundas de 56 empresas no período de 2010 a 2016, extraídas do universo de empresas brasileiras atuantes no setor de

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

Utilidade Pública. Exclui-se da amostra aquelas observações das empresas em que o patrimônio líquido é negativo e não possuíam dados para as variáveis dependentes do presente estudo.

No intuito de analisar os fatores determinantes da política de dividendos a pesquisa analisa a influência destes determinantes sobre a probabilidade de a empresa distribuir dividendos (*dummy* que assume valor 1 quando a empresa realizou alguma distribuição de dividendos e 0 caso contrário) e sobre o valor distribuído (variável métrica relacionada ao valor distribuído de dividendos em reais mil - R\$ mil; incluindo-se nessa variável o valor dos juros sobre capital próprio já que se tratam de uma remuneração aos acionistas pelo investimento na organização, mas que algumas empresas podem se valer dele e realizar uma menor distribuição de dividendos por conta de questão tributária). Sendo, portanto, estas, as variáveis dependentes.

Quanto aos fatores determinantes, empregou-se cinco fatores apresentados pela literatura científica anterior: a concentração acionária do acionista controlador, uma *dummy* relacionada se há ou não acordo de acionistas, a rentabilidade mensurada pelo ROA (retorno sobre o ativo), a complexidade organizacional (aproximada pela remuneração dos administradores) e o tamanho mensurado pelo logaritmo natural do ativo total (Tabela 1).

Tabela 1 – Descrição das variáveis da pesquisa

	SIGLA	VARIÁVEL	MÉTRICA	ESTUDOS ANTERIORES
Dependen- te	DIV	<i>Dummy</i> dividendos	1 se empresa distribuiu dividendos, 0 se não distribuiu	-
	VR DIV	Dividendos distribuídos	Valor distribuído de dividendos	Rabelo et al. (2017)
Independente	CON	Concentração acionário	Percentual de ações em posse do acionista controlador	Fonteles et al. (2012); Holanda e Coelho (2012)
	ACORDO	Acordo de acionistas	1 se há acordo de acionistas na empresa, 0 quando não há acordo de acionistas	Holanda e Coelho (2012)
	ROA	Retorno sobre os ativos	Lucro líquido/Ativo total	Almeida; Tavares; Pereira (2014); Fonteles et al. (2014)
	REM	Remuneração dos administradores	Valor da remuneração dos administradores	-
	TAM	Tamanho	<i>Ln</i> do Ativo total	Viana Junior et al., (2017); Almeida; Tavares; Pereira (2014)

Fonte: Elaborado pelos autores.

São propostos dois modelos econométricos: um modelo de regressão logit (Equação 1), que teve a *dummy* de distribuição de dividendos como variável dependente, e um modelo de regressão com dados em painéis estimado por efeito fixo (Equação 2), que teve o valor dos dividendos como variável dependente. A escolha do modelo de dados em painéis com efeito fixo foi realizada após a realização dos testes de Chow, LM de Breusch-Pagan e Hausman.

$$DIV = \alpha + \beta_1 CON + \beta_2 ACORDO + \beta_3 ROA + \beta_4 REM + \beta_5 TAM \text{ (Equação 1)}$$

$$VR DI = \alpha + \beta_1 CON + \beta_2 ACORDO + \beta_3 ROA + \beta_4 REM + \beta_5 TAM \text{ (Equação 2)}$$

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

Dessa forma, a análise será realizada por meio do emprego de estatística descritiva, testes de comparação de médias e emprego de dois modelos de regressão. A estatística descritiva será empregada para a exploração inicial dos dados. Os testes de comparação de médias indicam evidências se algum grupo de empresas distribuem mais ou menos dividendos. Os modelos de regressão buscam identificar se os fatores determinantes contribuem à distribuição de dividendos.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Estatística descritiva das variáveis descritas na pesquisa

O setor de Utilidade Pública é constituído por 3 segmentos: Água e Saneamento, formado por 5 empresas (representando 35 observações), segmento de Gás, constituído por 2 empresas (14 observações) e, pelo segmento de Energia Elétrica com 49 empresas (331 observações), ver Tabela 2.

Tabela 2 – Distribuição da amostra entre os segmentos do setor de Utilidade Pública

Segmento	Quantidade de empresas	Quantidade de observações	Percentual (%)	Percentual Acumulado (%)
Água e Saneamento	5	35	9,21	9,21
Gás	2	14	3,68	12,89
Energia Elétrica	49	331	87,11	100
Total	56	380	100	

Fonte: Elaborada pelos autores.

Observa-se que o segmento de Energia Elétrica é o mais representativo, essa alta representatividade desse segmento é apontada muitas vezes como justificativa para trabalhos que analisam apenas este segmento.

Em seguida, apresenta-se na Tabela 3 a distribuição da amostra ao longo do período analisado. Observa-se que a amostra é mais homogênea ao longo do período analisado, não havendo um ano em que haja uma tão expressiva quantidade de observações. Apesar de não haver uma concentração de observações em algum ano, observa-se que os anos de 2011 e 2014 foram os mais representativos (55 observações ou 14,47% do total de observações, cada um), os demais anos analisados tiveram, cada um, 54 observações ou 14,21%.

Tabela 3 – Distribuição da amostra ao longo dos anos

Ano	Quantidade de observações	Percentual (%)	Percentual Acumulado (%)
2010	54	14,21	14,21
2011	55	14,47	28,68
2012	54	14,21	42,89
2013	54	14,21	57,11
2014	55	14,47	71,58
2015	54	14,21	85,79
2016	54	14,21	100
Total	380	100	

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 4 agrupa-se os segmentos do setor de Utilidade Pública em dois grupos: não distribuiu e distribuiu dividendos. Observa-se que para as empresas que não distribuíram

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

dividendos, nenhuma delas é proveniente do segmento de Gás, além disso somente 22,86% das empresas de Água e Saneamento e, 29,61% das companhias de Energia Elétrica não distribuíram dividendos. O achado indica que em todos os segmentos há um predomínio do comportamento distribuidor de dividendos (resultado significante a 5%). Consta-se que os segmentos que mais distribuíram dividendos foram, respectivamente, Gás (100% das empresas), Água e Saneamento (77,14%) e Energia Elétrica (70,39%).

Tabela 4 – Distribuição da *dummy* dividendo por segmento de atuação

DIV		Segmentos			Total
		Água e Saneamento	Gás	Energia Elétrica	
Não distribuiu dividendos	Quant. Obs.	8	0	98	106
	Linha (%)	7,55	0	92,45	100
	Coluna (%)	22,86	0	29,61	27,89
	Total (%)	2,11	0	25,79	27,89
Distribuiu dividendos	Quant. Obs.	27	14	233	274
	Linha (%)	9,85	5,11	85,04	100
	Coluna (%)	77,14	100	70,39	72,11
	Total (%)	7,11	3,68	61,32	72,11
Total	Quant. Obs.	35	14	331	380
	Linha (%)	9,21	3,68	87,11	100
	Coluna (%)	100	100	100	100
	Total (%)	9,21	3,68	87,11	100

Pearson $\chi^2(2) = 6,3403$

Valor-p = 0,042

OBS¹.: Linha (%): Representa o percentual da quantidade de observações do segmento com os outros segmentos que estão na mesma linha: de distribuição ou não distribuição de dividendo.

OBS².: Coluna (%): Representa o percentual da quantidade de observações da coluna do segmento, ou seja, analisa o percentual somente de um segmento, tanto para as observações que distribuíram como para as observações que não distribuíram dividendos.

OBS³.: Total (%): Percentual da quantidade de observações considerando o total das 380 observações analisadas.

Fonte: Elaborada pelos autores

Os resultados apresentados na Tabela 5 indicaram que as empresas que distribuíram algum valor de dividendos, em sua maioria, não possuíam acordo de acionistas (62,77%). Por sua vez, as que não distribuíram estão mais concentradas no grupo das que possuem acordo de acionistas (51,89%).

Tabela 5 – Distribuição da *dummy* de dividendo pela *dummy* de acordo dos acionistas

DIV		Acordo de acionista		Total
		Não tem acordo entre acionistas	Tem acordo entre acionistas	
Não distribuiu dividendo	Quant. Obs.	51	55	106
	Linha (%)	48,11	51,89	100
	Coluna (%)	22,87	35,03	27,89
	Total (%)	13,42	14,47	27,89
Distribuiu dividendo	Quant. Obs.	172	102	274
	Linha (%)	62,77	37,23	100
	Coluna (%)	77,13	64,97	72,11
	Total (%)	45,26	26,84	72,11
Total	Quant. Obs.	223	157	380

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

Linha (%)	58,68	41,32	100
Coluna (%)	100	100	100
Total (%)	58,68	41,32	100

Pearson $\chi^2(1) = 6,7754$

Valor-p = 0,009

OBS¹.: Linha (%): Percentual da quantidade de observações que distribuíram ou não dividendos por existência ou não de acordo de acionistas.

OBS².: Coluna (%): Percentual da quantidade de observações da coluna (ter ou não ter acordo de acionista) por distribuir ou não dividendos.

OBS³.: Total (%): Percentual da quantidade de observações considerando o total das 380 observações analisadas.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 6 resume-se a estatística descritiva das variáveis da pesquisa. Em média, as empresas do setor de Utilidade Pública distribuíram R\$ 209.087.175,12 a título de dividendos; observa-se que a mediana (71.552.308,64) está distante da média, indicando que a amostra é assimétrica quanto a distribuição, havendo valores bem maiores que a mediana; além disso, o desvio padrão é alto (351.640.061,45), corroborando com a constatação de que a distribuição não é tão homogênea entre as empresas - há aquelas que não distribuíram nenhum dividendo e aquelas que chegaram a distribuir valores bem maiores, como uma empresa que distribuiu 2.918.106.999,00. Comportamento semelhante se observa para a remuneração dos administradores (média = 6.454.877,05; mediana = 4.925.621,10; desvio padrão = 6.771.982,108) e para o tamanho (média = 10.161.368.212,45; mediana = 4.459.199.276,62; desvio padrão = 21.592.734.249). Quanto a rentabilidade, esta se mostrou mais homogênea, indicando que as empresas são mais parecidas no aspecto do retorno sobre os recursos investidos como ativos (Média = 0,07; mediana = 0,05; desvio padrão = 0,41).

Tabela 6 – Estatística descritiva das variáveis independentes da pesquisa

Estatísticas	Valor dividendo (R\$)	Valor remuneração dos administradores (R\$)	Tamanho	Rentabilidade (ROA)
N	380	380	380	380
Média	209.087.175,12	6.454.877,05	10.161.368.212,45	0,07
Mediana	71.552.308,64	4.925.621,10	4.459.199.276,62	0,05
Desvio padrão	351.640.061,45	6.771.982,108	21.592.734.249	0,41
Coefficiente de Variação	1,68	1,05	2,12	6,03
Mínimo	0,00	0	2.678.000,00	-2,25
Máximo	2.918.106.999,00	48.770.691,10	172.195.578.000,00	7,38

Fonte: Elaborada pelos autores.

Observa-se que as empresas, mesmos atuando no mesmo setor, possuem certa diferença em relação a suas características, o que demonstra a dinâmica do setor e sua peculiaridade em relação ao porte, a complexidade e a rentabilidade dessas empresas. Na próxima subseção apresenta-se as análises multivariadas realizadas no estudo (por meio da correlação, do modelo logit e de um modelo de regressão com dados em painéis).

4.2 Estatística experimental das variáveis

Observa-se que a existência de acordo de acionistas (ACORDO), a remuneração dos administradores (REMUN) e o tamanho (TAM) se relacionaram de forma positiva com o valor distribuído a título de dividendos (VALOR DIV). Quanto aos demais fatores: concentração acionária (CON) e rentabilidade (ROA), estes não apresentaram relação significativa. Não houve indícios de haver correlação forte (acima de 0,65) entre os fatores determinantes (Tabela 7).

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

Tabela 7 – Correlação das variáveis independentes com o valor do dividendo

	VALOR DIV	CON	ACORDO	ROA	REMUN	TAM
VALOR DIV	1					
CON	-0,025	1				
ACORDO	0,118**	0,004	1			
ROA	0,033	0,062	0,051	1		
REMUN	0,184***	-0,281***	-0,006	-0,020		
TAM	0,342***	-0,268***	-0,033	-0,122**	0,396***	1

*** Significante a 1%. ** Significante a 5%. * Significante a 10%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Objetivando verificar a contribuição dos fatores determinantes sobre a probabilidade de a empresa vir a distribuir dividendos estimou-se um modelo *logit*, no qual a variável dependente correte a uma *dummy* relacionada a se houve ou não distribuição de dividendos (DIV) em cada observação (Tabela 8). Os achados indicaram que existência de acordo de acionista (efeito inverso, significativo a 5%), a rentabilidade (efeito positivo, 1%) e o tamanho (efeito positivo, 1%) impactaram a variável *dummy* DIV.

Tabela 8 – Estimação *logit* para variável dependente *dummy* dividendo

DIV	Coefficiente	z
COM	-0,007 (0,005)	-1.21
ACORDO	-0,894** (0,352)	-2.54
ROA	59,82*** (9,091)	6.58
REM	-2,31 (3,49)	-0.66
TAM	0,458*** (0,174)	2.63
Constante	-9,751** (3,812)	-2.56
N de observações	380	
Wald chi2(6)	49.31	
Prob > chi2	0,0000	
Pseudo R2	0,5810	

*** Significante a 1%. ** Significante a 5%. * Significante a 10%

Fonte: Elaborada pelos autores

Independentemente do valor que será distribuído, as empresas mais rentáveis e as maiores são mais propensas a distribuir dividendos, em contrapartida que a reunião de acionistas sobre um acordo comum apresentou efeito inverso sobre a distribuição de dividendos. Já era esperado que as empresas mais rentáveis tivessem uma maior propensão a distribuir dividendos, pois a maior rentabilidade possibilita que essas empresas financiem o crescimento e ainda tenham condições de distribuir o resultado com seus acionistas. Da mesma forma que era esperada um efeito positivo do tamanho sobre a distribuição de dividendos, pois a distribuição de dividendos pode sinalizar a exitosa atuação da empresa quanto à capacidade de gerar resultados e distribuí-los com seus proprietários. Quanto à

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

existência de acordo de acionistas, esta apresentou evidência contrária ao esperado; de modo que quando os acionistas estão reunidos em coletivo, eles preferem inicialmente reter os lucros a distribuí-los (VIANA JUNIOR et al., 2017; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; SANTOS; GALVÃO, 2015; ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014).

Para analisar o efeito dos fatores como determinantes do valor distribuído a título de dividendos empregou-se um modelo de regressão com dados em painéis estimado por efeito fixo (Tabela 9). De fato, alguns fatores se apresentaram como determinantes do valor distribuído, sejam eles a existência de acordo de acionistas (efeito positivo, significativo a 1%) e a remuneração dos administradores (efeito inverso, 5%).

Tabela 9 – Regressão com dados em painéis para valor de dividendo (efeito fixo)

VALOR DIV	Coefficiente	t
COM	102672 (1604090)	0,64
ACORDO	2,45*** (8,57)	2,86
ROA	1,50 (3,50)	0,43
REM	-11,12** (4,35)	-2,55
TAM	-8069443 (1,89)	-0,43
Constante	2,87 (4,34)	0,66
N de observações	380	
F(5,319)	3,87	
Prob > F	0,0020	

*** Significante a 1%. ** Significante a 5%. * Significante a 10%

Fonte: Elaborada pelos autores

Em relação à distribuição ou não de dividendos quando da existência de acordo de acionistas, há um estímulo inicial para a não distribuição (modelo *logit*), contudo quando há distribuição, o colegiado de acionistas parecem pressionar para uma maior distribuição (modelo com dados em painel). Pode-se inferir que, *a priori*, os acionistas estão mais preocupados na disposição de recursos para investimentos e para arcar com os compromissos que com a distribuição dos lucros; mas quando há distribuição (lucro favorável), eles pressionam para uma maior distribuição, dada uma situação econômico-financeira mais saudável da organização.

A complexidade (aproximada pela remuneração dos administradores) impactou de forma inversa o valor distribuído. Esta evidência obtida da complexidade ainda é inicial para os estudos de política de dividendos, dessa maneira não havia um efeito esperado. As empresas mais complexas podem realizar diversas operações que limitam os recursos disponíveis para a distribuição de dividendos, e assim distribuem menos (HOLANDA; COELHO, 2012).

5. CONCLUSÕES

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

Esta pesquisa teve o objetivo de analisar os fatores determinantes da distribuição de dividendos das empresas brasileiras atuantes no setor de Utilidade Pública. Buscou-se proporcionar avanços na temática da política de dividendos, destacando o fato de ser um tema que ainda persistem lacunas e falta de consenso no conhecimento de seus fatores e efeitos; além de ser realizada uma investigação das empresas do setor de Utilidade Pública, o qual não havia sido abordada por literatura anterior, mesmo tratando-se de um setor importante da economia. A amostra do estudo é constituída por 56 empresas do setor de Utilidade Pública listadas na B3, perfazendo um total de 380 observações no período de 2010 a 2016.

As variáveis dependentes selecionadas, após um mapeamento da literatura anterior sobre o tema, foram uma *dummy* relacionada a se a empresa distribuiu ou não dividendos e, uma que trata do valor do dividendo distribuído. Por sua vez, as variáveis independentes se referem ao elenco de fatores determinantes da política de dividendos, sendo estes a concentração acionária, a existência de acordo de acionistas, complexidade (remuneração dos administradores), a rentabilidade e o tamanho da empresa. Para a análise empregou-se um modelo *logit* que teve a *dummy* de distribuição de dividendo como variável dependente e, um modelo de regressão com dados em painéis estimado por efeito fixo, que teve por variável dependente o valor distribuído de dividendos.

Os resultados da pesquisa indicaram que, de fato, alguns fatores se apresentaram como determinantes da distribuição de dividendos. No modelo *logit*, a rentabilidade e o tamanho contribuíram positivamente para a probabilidade de as empresas analisadas distribuírem seus dividendos. Este resultado já era esperado pelo fato de que empresas mais rentáveis têm maior capacidade de financiar seu crescimento e distribuir seus lucros aos proprietários; assim como empresas maiores tendem a distribuir mais dividendos, como uma maneira de sinalizar sua exitosa atuação em gerar lucros e distribuí-los com seus proprietários e acionistas. Já a existência de acordo entre acionistas mostrou ter uma influência negativa nessa probabilidade, evidenciando que quando os acionistas estão reunidos em coletivo há uma preferência dos mesmos em reter lucros do que distribuir.

No modelo de regressão com dados em painel, os resultados evidenciaram que, quanto a valor do dividendo, a existência de acordo entre os acionistas há uma influência positiva, dando a inferir que quando há um lucro favorável nas empresas, os acionistas exercem uma pressão para uma maior distribuição. Já a complexidade reagiu de forma inversa ao valor distribuído. Tal resultado é algo recente na literatura dos dividendos, mas pode ser entendida pelo fato de que empresa mais complexas por realizarem operações diversas, que acabam por limitar disponibilidades para a remuneração dos acionistas, reduzem a distribuição de dividendos.

Este trabalho trouxe contribuições ao estudo dos fatores determinantes da política de dividendos no Brasil, na medida em que comparou os resultados com literatura anterior e, considerou uma amostra referente a um setor importante para a economia e diretamente presente no dia a dia de pessoas físicas e jurídicas, onde até então não havia sido abordada. Além disso, dada a nítida associação percebida entre a política de dividendos e diversas decisões financeiras das organizações este estudo possibilitou um novo olhar sobre os fatores que afetam a política de dividendos no Brasil.

Algumas especificidades observadas no estudo merecem ser destacadas. Primeiramente, o setor de utilidade pública é constituído por três segmentos (água e saneamento, gás e energia elétrica), os quais orientados por agências reguladoras específicas (Agência Nacional de Águas, Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis e Agência Nacional de Energia Elétrica). Essa regulação específica faz com que esse setor

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

apresente diferenciação de outros setores da economia, o que proporciona uma inquietude científica em se debruçar sobre a política de dividendos desse setor. Em seguida, outra especificidade está associada a composição do setor, uma vez que um segmento (energia elétrica) compõe a maior parte do setor, nesse âmbito há de se considerar dois fatores, o primeiro se refere que ao fato do setor elétrico ser formado por vários tipos de empresas (empresas geradoras, empresas transmissoras e empresas distribuidoras) e que a amostra foi de empresas retiradas do bolsa de valores brasileiras (dessa forma, empresas de controle total estatal ou empresas de controle privado de capital fechado não entrariam na amostra), o que pode impactar a representatividade dos segmentos na amostra.

Além disso, a pesquisa considera a política de dividendos para além do valor distribuído de dividendos, mas considera também a possibilidade da empresa vir a distribuir ou não esse tipo de remuneração. Outra questão está associada a uma correção de ordem prática, que seria o pagamento de juros sobre o capital próprio, uma vez que algumas empresas podem minimizar a distribuição de dividendos em prol da maximização de pagamentos de juros sobre o capital próprio por uma estratégia fiscal. Para tanto, o juros sobre o capital próprio, quando adotado pelas empresas, foi adicionado ao volume de dividendos, já que ambas as remunerações se destinam a compensar os acionistas pelo capital investido (mesmo possuindo particularidades que as diferenciem).

Como sugestões para pesquisas futuras, indica-se a utilização de mais variáveis independentes, como fatores associados à governança corporativa, estrutura de propriedade, endividamento e questões do ambiente macroeconômico. Também, pode-se fazer uma análise de outros setores da B3, sempre devendo-se salientar as especificidades de cada setor. Podendo, assim, a investigação ser estendida para uma comparação dos determinantes da política de dividendos com outros mercados globais e trazer mais informações sobre esse tipo de política no âmbito organizacional das empresas.

REFERÊNCIAS

AHMAD, N. G.; BARROS, V.; SARMENTO, J. M. The Determinant of Dividend Policy in Euronext 100. **Corporate Ownership & Control**, v. 15, n. 4, p. 8-17, 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/2M3sWak>>. Acesso em: 04 ago. 2018.

AKERLOF, G. A. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970. Disponível em: <<https://bit.ly/2AnXVcy>>. Acesso em: 30 jul. 2018.

ALMEIDA, L. A. G.; TAVARES, F. O.; PEREIRA, E. T. Determinante da política de dividendos em Portugal. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 4, p. 162-181, 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2LhOqw8>>. Acesso em: 25 jul. 2018.

BOGNA, K. J. Determinants of dividend policy: evidence from polish listed companies. **Revista Procedia Economics and Finance**, v. 23, n. 1, p. 473-477, 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2LoGZYA>>. Acesso em: 25 jul. 2018.

BOULTON, T. J.; BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. 2012. Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 968-979, 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2LX8oO6>>. Acesso em: 25 jul. 2018.

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. p. 1 (suplemento), 1976. Disponível em: <<https://goo.gl/NurYBY>>. Acesso em: 22 jul. 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº 693, de 30 de agosto de 2012. Dispõe sobre a contabilização da proposta de pagamento de dividendos. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 30 ago, 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2M0LLLt>>. Acesso em: 03 ago. 2018.

DALFOVO, M. S.; LANA, R. A.; SILVEIRA, A. Métodos quantitativos e qualitativos: um resgate teórico. **Revista Interdisciplinar Científica Aplicada**, v. 2, n. 4, p. 01-13, 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/2v1nIXQ>>. Acesso em: 14 maio 2018.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. 1970. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. **The Review of Financial Studies**, v. 52, n. 1, p. 68-74, 1970. Disponível em: <<https://bit.ly/2LG5kcA>>. Acesso em: 30 jul. 2018.

FONTELES, I. V.; PEIXOTO JUNIOR, C. A.; VASCONCELOS, A.D de.; DE LUCA, M. M. Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 173-204, 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2Hh3CHA>>. Acesso em: 23 fev. 2018

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. E. Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2LcWJd4>>. Acesso em: 27 jul. 2018.

GOMES, P. H. da C. N.; TAKAMATSU, R. T.; MACHADO, E. A. Determinantes da política de remuneração do capital próprio: dividendos versus juros sobre capital próprio. **Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 5, n. 2, p. 62-85, 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2K7RgrK>>. Acesso em 25 jul. 2018.

GORDON, M. Dividends, earning and stock prices. **Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 1, p. 99-105, 1959. Disponível em: <<https://bit.ly/2KcHFuV>>. Acesso em: 30 jul. 2018.

GOULART, A. M. C. **Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil**. Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo - 37 Tese de Doutorado, 2007. Disponível em: <<http://bit.ly/2HQ8reo>>. Acesso em: 02 jun. 2019.

HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 4, p. 448-463, 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2n0M7Un>>. Acesso em 31 mar. 2018.

IUDÍCIBUS, S.; GELBCKE, E. R.; MARTINS, E.; SANTOS, A. dos. **Manual de contabilidade societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

- KAJOLA, S. O.; DESU, A. A.; AGBANIKE, T. F. Factors influencing dividend payout policy decisions of nigerian listed firms. **International Journal of Economics, Commerce and Management**, v. 3, n. 6, p. 539-557, 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2mGdP8r>>. Acesso em: 25 jul. 2018.
- KHAN, F. A.; AHMAD, N. Determinants of dividend payout: an empirical study of pharmaceutical companies of Pakistan Stock Exchange (PSX). **Journal of Financial Studies & Research**, 2017(2017), p. 1-16. Disponível em: <<https://bit.ly/2OdqxHL>>. Acesso em: 04 ago. 2018.
- KRONBAUER, C. A.; LOPES, J. C. S.; BARBOSA, M. A. G.; SCHWERZ, M. B. Uma análise dos estudos sobre política de dividendos nos periódicos brasileiros no período de 2007 a 2012. **UNOPAR Científica Ciências Exatas e Tecnológicas**, v. 15, n. 2, p. 183-192, 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2NY7gde>>. Acesso em: 30 jul. 2018.
- LEITE, M.; BAMBINO, A. C.; HEIN, N. Relação entre política de dividendos e desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras e chilenas. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 205-221, 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2LWaysj>>. Acesso em: 23 jul. 2018.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956. Disponível em: <<https://bit.ly/2OtV05h>>. Acesso em: 30 jul. 2018.
- LOSS, L.; NETO, A. S. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 40, p. 52-66, 2006. Disponível em: <<https://bit.ly/2Lfxabi>>. Acesso em: 24 jul. 2018.
- MAGRO, C. B. D.; GORLA, M. C.; KLANN, R. C. Excesso de confiança do Chief Executive Officer e a prática de gerenciamento de resultados. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 17, n. 50, p. 55-70, 2018. Disponível em: <<http://bit.ly/2JUTpWT>>. Acesso em: 02 jun. 2019.
- MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2Ovxepj>>. Acesso em: 30 jul. 2018.
- MELO, F. J.; FONSECA M. W. Política de dividendos no Brasil: uma análise na reação do mercado a anúncios de distribuição de proventos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 12, n. 27, p. 137-164, 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2uw1Fmo>>. Acesso em: 25 jul. 2018.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961. Disponível em: <<https://bit.ly/2sCJLgM>>. Acesso em: 30 jul. 2018.

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. 2013. **Metodologia do trabalho científico**: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico. 2. ed. Novo Hamburgo: Feevale. Disponível em: <<https://bit.ly/2jYUJvl>>. Acesso em: 23 jul. 2018.

RABELO, G. B.; PONTE, V. M. R.; VIANA JUNIOR, D. B. C.; DOMINGOS, S. R. M. 2017. A distribuição de dividendos como ferramenta sinalizadora de desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 3, p. 162-182. Disponível em: <<https://goo.gl/nGKfNp>>. Acesso em: 23 jul. 2018.

REBOUÇAS, N. A.; ALMENDRA, R. S.; VASCONCELOS, A. C. Políticas de dividendos em empresas do setor elétrico. **Revista Ambiente Contábil**, v. 10, n. 1, p. 308-328, 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/2KT3i8t>>. Acesso em: 01 ago. 2018.

SANTOS, J. F.; GALVÃO, K. S. Política de Dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. **Revista FAE**, v. 18, n. 1, p. 52-69, 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2LWfv9A>>. Acesso em: 25 jul. 2018.

SILVA, E. B.; EVANGELISTA, A. A. Planejamento Tributário: uma análise comparativa sobre a retiradas dos sócios através do pró-labore, dividendos e juros sobre capital próprio. **Revista Metropolitana de Governança Corporativa**, v. 2, n. 1, p. 19-37, 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2JSDP9O>>. Acesso em: 25 jul. 2018.

SILVA, R. L. M. da; NARDI, P. C. C.; TONANI, R. A relevância do dividendo adicional proposto. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 13, n. 29, p. 179-202, 2016. Disponível em: <<http://bit.ly/2JTBOPs>>. Acesso em: 02 jun. 2019.

SOBRINHO, W. B. R.; RODRIGUES, H. S.; SARLO NETO, A. Dividendos e *accruals* discricionários: um estudo sobre a relação entre a política de distribuição de dividendos e a qualidade dos lucros. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 24, p. 03-24, 2014. Disponível em: <<http://bit.ly/2WwGAZ5>>. Acesso em: 02 jun. 2019.

NETO, J. A. de S.; JORDÃO, R. V. D.; PINHEIROS, J. L.; MARQUEZINE, R. P. Juros sobre capital próprio como forma de remuneração de acionistas: um estudo sobre o conflito de agência e as práticas de planejamento tributário. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 13, n. 4, p. 90-108, 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2LNhf4r>>. Acesso em: 25 jul. 2018.

SOUSA, V. H. T. F. de; PENEDO, A. S. T.; PEREIRA, V. S. Estudo Bibliométrico sobre Dividendos no Brasil. **Revista Capital Científico**, v. 16, n. 3, p. 81-94, 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/2LF9yRM>>. Acesso em 31 jul. 2018.

SPENCE, A. M. 1973. Job market signalling. **Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355-374, 1973. Disponível em: <<https://bit.ly/2mXOTZ>>. Acesso em: 30 jul. 2018.

Política de Dividendos: Estudo dos Fatores Determinantes
para as Empresas Atuantes no Setor de Utilidade Pública

VASCONCELOS, A. F.; MONTE, P. A. A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. **Registro Contábil**, v. 4, n. 1, p. 1-17, 2013. Disponível em: <<https://bit.ly/2v31RKT>>. Acesso em: 01 ago. 2018.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; PONTE, V. M. R. Políticas de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. **Revista Universo Contábil**, v. 12, n. 1, p. 25-44, 2016. Disponível em: <<https://bit.ly/2As2McN>>. Acesso em: 31 jul. 2018.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; MARQUES, D. B.; DOMINGOS, S. R. M.; PONTE, V. M. R. A influência da política de dividendos sobre o valor de mercado: evidências em empresas brasileiras. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 20, n. 2, p. 175-194, 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2KYA0Vb>>. Acesso em: 25 jul. 2018.

ZANON, A. R. M.; ARAÚJO C. G.; NUNES, A. 2017. Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 326-339, 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2mfhs5h>>. Acesso em: 24 jul. 2018.