

INDICADORES MACROECONÔMICOS E A INFLUÊNCIA EM DECISÕES DE DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DE RETENÇÃO DE LUCRO

Pedro Lucas de Araujo Cunha¹, Kléber Formiga Miranda²

Resumo: A presente pesquisa tem por objetivo verificar a influência de indicadores macroeconômicos em decisões de dividendos tomadas sob a ótica de retenção de lucro. Com isso, utilizou-se uma amostra de 120 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), durante o período de 2010 a 2018, totalizando 1.009 observações. Com o intuito de analisar a influência dos indicadores macroeconômicos, primeiramente, a variável de retenção de lucro foi mensurada em função dos indicadores macroeconômicos, através de estimação para o coeficiente de variação em cada empresa da amostra. Logo em seguida, os dados foram agrupados por setor Bovespa, de acordo com cada variável macroeconômica analisada, que foram elas: Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) dessazonalizada, índice de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil (IBCBR) e Consumo de Energia Industrial (CEI). Para tanto, observou-se que cada setor obteve uma particularidade em relação aos seus resultados, assim como o setor de consumo cíclico se mostrou mais consistente para os três indicadores ao demonstrar a maior quantidade de empresas com coeficiente significativo que, em média, contribuiu positivamente para o aumento da retenção de lucro. A fim de ampliar os resultados da pesquisa, elaborou-se uma análise de sensibilidade diante da contribuição de três variáveis de controle: tamanho, endividamento e rentabilidade. Desse modo, as empresas da amostra foram agrupadas em cada uma das mesmas, atribuindo às suas características: pequena, média e grande. Assim, a maioria das empresas que apresentaram coeficiente positivo na análise de sensibilidade estiveram relacionadas à característica pequena, para ambas as variáveis macroeconômicas. De forma geral, as análises apontaram que as empresas do setor de consumo cíclico foram mais impactadas pela macroeconomia, possivelmente justificado pelo fato de os resultados mais expressivos das firmas deste segmento serem mais sensíveis aos ciclos econômicos.

Palavras-chave: Indicadores macroeconômicos. Retenção de lucro. Ciclos econômicos.

1 INTRODUÇÃO

Ao analisar a importância sobre o estudo das finanças corporativas no meio organizacional, é observado que tal estudo permite uma maior capacidade dos gestores conduzirem o processo decisório, uma vez que pode garantir o crescimento e a permanência das empresas no mercado. No entanto, diversos fatores decorrentes da volatilidade no mercado de capitais e, também, em consonância aos fatores externos diante das informações financeiras, podem impactar na modificação da racionalidade durante a tomada de decisão pelos gestores (BAKER; WUGLER, 2011).

Em relação a decisões de dividendos, esta pesquisa considera a capacidade dos indicadores macroeconômicos influenciar no processo decisório, uma vez que a retenção de lucro é tomada em função dos mesmos. De acordo com Morck, Sheleifer e Vishny (1990), no mercado acionário, há possibilidades de que sejam transmitidas algumas informações capazes de interferir na execução das decisões das firmas, pois existem maiores probabilidades de os gestores serem influenciados pelos dados do mercado do que até mesmo pelas informações da própria empresa.

¹ Bacharelado em Ciências Contábeis.

² Doutor em Ciências Contábeis.

Para Forti, Peixoto e Alves (2015), a política de dividendos, juntamente com a política de financiamento e investimento, formam o alicerce principal das decisões corporativas. Portanto, exige atenção e importância dos gestores em entender quais fatores impactam suas decisões no que diz respeito à distribuição ou retenção de lucro. Afinal, o grande propósito da política de dividendos (ou de retenção) é maximizar riquezas para os acionistas (BREALEY; MYERS, 2003). Então, levando em consideração os objetivos dessa política, é possível compreender quais os aspectos que geram valor para as organizações.

Alguns autores estabelecem diferentes compreensões diante desse contexto. Segundo Modigliani e Miller (1961), a decisão de reinvestimento é a única que demonstra relevância para determinar o valor de uma empresa, onde parte do que foi retido atenderá aos investimentos e a parcela restante será concedida aos acionistas. Entretanto, de acordo com o que preceitua Brealey e Myers (2003), na visão da decisão de financiamento, a empresa deverá usar os lucros acumulados, onde atingirá os investimentos esperados para a firma, funcionando como um financiamento do que já havia sido investido pelos acionistas. Assim, impactando no montante de capital próprio inicialmente determinado pela empresa.

Em conformidade ao pensamento de Myers e Majluf (1984), a retenção de lucro é um fator favorável devido à relação de custo-benefício que a mesma apresenta, pois uma vez a gestão optando por reter o resultado líquido, visando à finalidade de reinvestir o capital, é possível obter um maior equilíbrio de informações com o mercado, visto que os fundos de recursos internos são menos onerosos e mais acessíveis para a organização do que os externos. De acordo com o que preceitua Chen, Roll e Ross (1986), os fatores macroeconômicos exercem influência diante da valorização de ações, corroborando com a decisão que é tomada através das informações que o gestor possui. Desse modo, com base no que já foi discutido e evidenciado, surge o seguinte problema de pesquisa: **Qual a influência dos indicadores macroeconômicos nas decisões de dividendos tomadas sob a ótica de retenção de lucro?**

No tocante ao presente estudo, tendo em vista a importância da continuidade das firmas e da geração de valor aos seus acionistas, analisando os indicadores macroeconômicos em decisões de dividendos voltadas aos lucros retidos, as principais contribuições deste trabalho são de auxiliar os gestores no processo decisório durante a elaboração dos relatórios financeiros, onde as variáveis macroeconômicas podem exercer influências no mercado e verificar como as oportunidades de reinvestimento de capital podem impactar neste processo.

2 INDICADORES MACROECONÔMICOS, POLÍTICA DE DIVIDENDOS E RETENÇÃO DE LUCRO

Diversos estudos foram realizados com o intuito de evidenciar a relação entre fatores macroeconômicos e o mercado acionário. Com isso, as razões para a influência da macroeconomia no cenário mercadológico acontecem à medida que o processo decisório avança. Baker e Wurgler (2006, 2007) relacionam a existência de contribuições entre fatores externos e o retorno de ações, através do que se estima no mercado. Diante do contexto macroeconômico, Froyen (2013) define macroeconomia como um conjunto de variáveis-chave, dentre elas: o produto total da economia, preços, emprego, desemprego, taxas de juros, taxas salariais e de câmbio.

Acerca do contexto macroeconômico e diante do mercado de capitais, são inúmeras as características que podem se relacionar em um ambiente organizacional, elas vão desde o porte da empresa até a situação econômica na qual a mesma está submetida, impactando no seu desempenho e, também, no retorno acionário, pois a partir da análise do meio econômico, nota-se as inúmeras peculiaridades do mercado, tornando ferramentas de grande valia para a maximização de valor aos acionistas (RIBEIRO; GABRIEL; RIBEIRO, 2012).

Para Matsuo e Eid Júnior (2004), existe, de fato, um impacto de indicadores macroeconômicos durante a emissão de ações, o que para os autores demonstra que as decisões corporativas são afetadas por fatores externos, onde é importante evidenciar todo

o aparato econômico durante a tomada de decisão pelos gestores, uma vez que o mercado de capitais contém diversas imperfeições. Segundo Righi, Schlender e Ceretta (2012), as organizações estão expostas a determinados riscos e a ambientes cada vez mais complexos, por isso, para buscar medidas confiáveis no mercado, é importante analisar a influência que os indicadores macroeconômicos exercem sobre o valor das empresas, de modo que as informações dadas pela macroeconomia refletem de forma significativa nos seus investimentos e na rentabilidade.

De acordo com Motta *et al.* (2009), devido as organizações estarem concentradas em um ambiente macroeconômico, é de suma importância os gestores estarem atentos às mudanças decorrentes da política econômica nacional, que podem impactar o seu ambiente decisório, assim como obter conhecimentos referentes ao sistema financeiro. Para o autor, tudo isso pode ser compreendido diante da administração econômica e financeira de uma firma. Com isso, relacionado ao fato de que informações externas podem interferir no funcionamento das firmas, Matsuo e Eid Jr. (2004), afirmam que existe a correlação entre os fatores macroeconômicos e o *Market Timing* que, por sua vez, é caracterizado a partir das evidências do comportamento oportunista do gestor durante a escolha do melhor instante para conseguir recursos externos.

Partindo do pressuposto de que as firmas permanecem em operação, a tomada de decisão é primordial e deve estar presente na gestão, pois através dela é possível que as organizações obtenham crescimento no mercado. Para Salsa (2010), a política de dividendos está diretamente ligada ao ciclo operacional das empresas, onde através dela é possível obter o desenvolvimento das mesmas. A autora destaca, também, no seu estudo, que há outras variáveis financeiras que contribuem para o crescimento das entidades, como: oportunidades de investimento, fluxos de caixa e financiamento de capital.

Para Gitman (2004) a decisão com base em dividendos consiste nos fluxos de caixas gerados aos investidores e, no que diz respeito ao desempenho das organizações, a política de dividendos contém informações que contribuem para o processo decisório delas, o que de certa forma pode interferir diretamente no modo de agir dos seus acionistas de acordo com os riscos que as firmas apresentam. Desse modo, quando a empresa decide distribuir dividendos, tal determinação pode afetar a necessidade de se obter capital externo, ou seja, quanto maior for o pagamento de dividendos aos acionistas, maior poderá ser a obtenção de capital pelas firmas, seja por meio de empréstimos ou emissão de ações para manter as operações empresariais.

Seguindo uma análise mais específica entre as decisões corporativas e, enfatizando determinadas suposições acerca da política de distribuição de lucros, para Loss e Sarlo Neto (2003), existem diversos caminhos que norteiam a política de dividendos, onde a mesma não estabelece apenas o montante pago aos acionistas, mas também o que poderá ficar retido na entidade caso o gestor opte por não distribuir o lucro. Corroborando com esta análise, Ramos *et al.* (2014) demonstra que a política de dividendos pode ser definida como uma decisão corporativa que possui duas visões gerenciais: reter ou distribuir o lucro. Ambas exercem influência tanto nos fluxos de caixa que, porventura, pode ser aplicado futuramente, como também, nos endividamentos da organização.

De acordo com Ross *et al.* (2008), em seu estudo, ele explora o termo dividendo, referindo-se ao pagamento dos lucros em dinheiro, mesmo não sendo a única forma para remunerar os seus investidores. Por outro lado, na perspectiva das empresas, segundo Hess (1992), as organizações distribuem os seus lucros, objetivando aumentar o seu valor de mercado, tendo em vista a realidade de que os mercados não são perfeitos e pode haver determinados riscos durante o processo de investimento. Para Scherer e Martins (2003), as falhas durante a avaliação dos dividendos pagos aos seus investidores podem acarretar em prejuízos para a própria empresa, como exemplo de consequência prejudicial está o risco de perder o capital investido, contribuindo para a não continuidade da organização.

Na visão de Procianny e Poli (1993), embora haja distribuição de lucro aos acionistas, os gestores tendem a optar por não distribuí-lo, pois preferem manter o caixa das empresas em situação confortável e de segurança. Tendo em vista esta decisão, trazendo como premissa das finanças corporativas o fato das firmas expandirem a riqueza e gerar

valor aos acionistas, as organizações terão que estabelecer as melhores escolhas entre distribuir seu lucro e/ou retê-lo, visando não só os benefícios gerados aos investidores, mas, também, a expansão do seu capital. Da mesma forma, Silva e Albanez (2017) enfatizam que existe a necessidade de entender quais são os fatores determinantes para a decisão de dividendos, uma vez que associada às teorias de financiamento e investimento, dentro da temática que envolve as finanças corporativas há questionamentos acerca da relevância na distribuição ou retenção dos recursos diante da valorização de capital aos investidores.

A política de dividendos, por se tratar de uma decisão intrínseca ao resultado do período, é possível obter uma análise sob a perspectiva de retenção de lucro. Conforme Brigham e Ehrhardt (2012), quando o gestor decide qual a parcela dos fluxos de caixa que será distribuída ou retida, é necessário observar com convicção se o objetivo é, de fato, gerar valor aos acionistas. Afinal, pela distribuição dos dividendos, os fluxos gerados pertencerão aos mesmos. Por este motivo, os autores enfatizam que as organizações devem evitar a retenção de lucro, exceto se o reinvestimento dos lucros for capaz de produzir maiores retornos do que os investidores conseguiram de forma isolada, a partir de uma aplicação de capital com os mesmos riscos.

No entanto, para Salsa (2010) a retenção dos resultados não apresenta necessariamente viés negativo aos investidores. Em momentos de crescimento no mercado, o reinvestimento de capital pode apresentar vantagens aos mesmos, tomando como base maiores retenções de lucro pelos gestores. Dessa forma, é uma excelente oportunidade para a geração de *cash-flow* (fluxo de caixa), uma vez que os investidores não valorizam apenas a capacidade das empresas apresentarem dividendos.

Nesse contexto, considerando todos os aspectos acima citados, verificou-se a necessidade de identificar o real impacto dos indicadores macroeconômicos na política de dividendos sob a ótica de retenção de lucro, tendo em vista a importância destas informações para as decisões corporativas e, por apresentar uma temática ainda pouco discutida. Com isso, definiu-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁: Aumento da retenção de lucro a partir da influência de indicadores macroeconômicos.

3 METODOLOGIA

Os procedimentos para a análise do efeito dos indicadores macroeconômicos nas decisões de dividendos baseadas na retenção de lucro, nesta seção, são apresentados em três etapas. Na primeira, são relatados os processos para a coleta de dados e a composição da amostra de pesquisa. Após a definição da amostra, tem-se a segunda etapa, a definição das variáveis que compõem o estudo. Por fim, a terceira etapa, com a estimação da retenção de lucro em função dos indicadores macroeconômicos, objetivando analisar a hipótese de pesquisa.

3.1 População e Amostra

Durante a elaboração deste trabalho, a amostra foi definida dentre as empresas de capital aberto, listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, com análise no período de 2010 a 2018 e, que no final de cada período apresentaram lucros retidos na estrutura da Demonstração do Valor Adicionado (DVA). Os dados foram coletados através da plataforma virtual do Economatica® e do Laboratório de Finanças e Risco da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (FEA/USP), já as variáveis macroeconômicas foram obtidas por meio dos endereços *web* do Ipeadata (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada) e do Banco Central do Brasil. Após o processo de coleta de dados, a amostra ficou distribuída através das quantidades de empresas, divididas para cada setor Bovespa, conforme Tabela 1.

Tabela 1 – Amostra da Pesquisa (total e por setor)

Setor	Quantidade de Empresas	Quantidade de Observações
Consumo Cíclico	31	260
Bens Industriais	22	186
Utilidade Pública	19	163
Materiais Básicos	13	97
Financeiro	11	99
Consumo Não Cíclico	9	79
Saúde	7	62
Tecnologia	3	22
Petróleo e Gás	3	23
Telecomunicações	2	18
TOTAL	120	1.009

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

A composição da amostra com 120 empresas e 1.009 observações decorreu do processo de exclusão de observações disposto na Tabela 2.

Tabela 2 – Critérios de exclusão para composição da amostra

	Quantidade de observações
População	3.541
(-) Empresas sem retenção de lucro no período	(1.530)
(-) Dados faltantes ou inválidos para estimação	(722)
(-) Exclusão de Empresas com menos de 6 períodos de observação	(280)
(=) Amostra	1.009

Fonte: Elaborada pelos autores (2019).

3.2 Variáveis de Pesquisa

A variável dependente da pesquisa é dada pela Retenção de Lucro Disponível. Já as variáveis independentes da pesquisa são formadas pelos Indicadores Macroeconômicos: Formação Bruta de Capital Fixo dessazonalizada, índice de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil e Consumo de Energia Industrial. As variáveis de controle são representadas pelo endividamento, Retorno sobre o Ativo e Tamanho, conforme o quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis de pesquisa

Variável	Código	Definição e cálculo
Retenção de Lucro Disponível	RLD _{tm}	Lucros retidos do período em função de Indicadores Macroeconômicos.
Formação Bruta de Capital Fixo Dessazonalizada	FBCF	Indicador Macroeconômico calculado através de quanto as firmas aumentaram os seus bens de capital, isto é, aqueles bens que servem para produzir outros bens.
Índice de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil	IBCBR	Indicador Macroeconômico calculado pelo Banco Central do Brasil, que avalia o ritmo do crescimento da economia e prevê o Produto Interno Bruto (PIB) para um determinado período.
Consumo de Energia Industrial	CEI	Indicador Macroeconômico baseado e calculado de acordo com o consumo de energia mensal das indústrias brasileiras.
Endividamento	Lev	Nível de empréstimos e financiamentos sobre o ativo total da empresa, calculado pela divisão entre o passivo oneroso (decorrentes de empréstimos e financiamentos) dividido pelo ativo total.
Rentabilidade	ROA	Índice de rentabilidade, calculado pela razão entre o lucro operacional e o ativo total da empresa.
Tamanho	Tam	Porte da empresa, calculado pelo logaritmo natural do ativo total.

Fonte: Elaborado pelos autores (2020).

3.3 Estimação da Retenção de Lucro em Função dos Indicadores Macroeconômicos

Para analisar a hipótese de que, em decisões de dividendos, as empresas aumentam a retenção de lucro a partir da influência de indicadores macroeconômicos, tal variável foi mensurada em função dos mesmos. Essa mensuração consistiu em estimar o coeficiente de variação para cada empresa da amostra. Assume-se, portanto, que cada firma possui efeito peculiar em relação aos efeitos macroeconômicos do período, estimado pela equação 1:

$$Decisão_{i,t} = \alpha_i + \beta * Macro_t + \varepsilon_i$$

Onde, $Decisão_{i,t}$: Decisão de Retenção de Lucro tomada pela empresa i no tempo t ; $Macro_t$: Variáveis macroeconômicas FBCF, IBCBR e Consumo de Energia Industrial no tempo t ; α_i : Decisão de Retenção de Lucro da empresa i não influenciada por fatores macroeconômicos; β : Coeficiente para estimação da decisão da empresa i , dado o indicador macroeconômico (FBCF, IBCBR e Consumo de Energia Industrial) do tempo t ; ε_i : termo do erro.

Ao multiplicar o coeficiente de variação pelo indicador macroeconômico analisado, é obtido o valor esperado com a decisão de retenção de lucro em função da variável macroeconômica, para cada empresa e período.

De acordo com a variável dependente estudada, para Lewis e Linzer (2005), devido se tratar de uma estimação que poderá ser utilizada em análises futuras, os pesquisadores recomendam que sejam utilizados outros estimadores frente a *Ordinary Least Square* (OLS), levando em consideração quando o modelo de hipótese não apresenta variância constante, ou seja, apresentando erros e vies no estimador. Ainda, segundo Lewis e Linzer (2005), os estimadores preferíveis são *Weighted least Squares* (WLS) e *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS), porém por causa da robustez dos dados, utilizou-se o estimador Theil-Sen, justamente pelo fato do mesmo dispensar análise de pressupostos. Com isso, para definir a decisão de Retenção de Lucro em função dos Indicadores Macroeconômicos, a inclinação utilizada nesta pesquisa foi estimada, por empresa, pelo método de Theil (1950) e Sen (1968).

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Esta seção se divide em três partes, sendo a primeira dedicada a demonstrar a análise descritiva dos dados. Na segunda parte, demonstra-se a análise da relação entre os indicadores macroeconômicos e a variável de retenção de lucro. A terceira parte trata da análise de sensibilidade, uma vez que é capaz de ampliar os resultados da pesquisa.

4.1 Análise Descritiva

A tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas de todos os componentes das variáveis de pesquisa apresentadas na seção 3.2.

Tabela 3 – Análise descritiva das variáveis de pesquisa

Variável	Média	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo	Desvio Padrão
RLD _{fm}	0,012	-0,213	-0,196	-0,157	-0,048	11,411	0,790
FBCF	0,122	-1,268	-1,036	0,310	1,010	1,518	1,016
IBCBR	0,183	-1,948	-0,384	0,515	0,762	1,361	0,942
CEI	0,026	-1,650	-1,009	0,500	1,103	1,193	1,023
Tam	14,742	9,686	13,494	14,987	15,914	19,756	1,808
Lev	0,268	0,000	0,100	0,300	0,400	2,000	0,187
ROA	0,095	-0,052	0,055	0,085	0,125	0,528	0,063

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

A Tabela 3 demonstra um valor escalonado de retenção de lucro (RLD_{fm}) positivo (0,012). Esse valor indica uma assimetria nos valores de retenção, dado que até o 3º quartil os valores são negativos (-0,048). Essa média positiva é influenciada por valores de retenção de empresas grandes como Petrobras e Vale. Como as estimações foram realizadas por empresa, a distribuição da variável dependente, assim como as demais não influenciam os estimadores apresentados na seção seguinte. As variáveis macroeconômicas apresentam valores médios menores que suas medianas, mas com o mesmo sinal (positivo), registrando um valor médio mais centralizado em relação aos extremos da distribuição.

Com relação às variáveis de controle e, para fins de análise de sensibilidade, explicada mais adiante na pesquisa, serão consideradas algumas características relacionadas ao tamanho, endividamento e rentabilidade, onde as mesmas serão divididas em pequena, média e grande. Para a variável relacionada ao tamanho, a mesma apresentou um valor médio positivo (14,742), o que implica dizer que tal média, com relação a sua distribuição, está localizada um pouco mais próxima do valor da mediana (14,987). Assim como, se compararmos a média desta variável com o seu desvio padrão (1,808), pode-se dizer que os dados das empresas para a variável tamanho se comportaram de maneira menos dispersa, uma vez que o seu desvio padrão foi muito menor do que a média, inclusive, também, do que o valor mínimo (9,686).

De acordo com as variáveis baseadas no endividamento e rentabilidade, as suas médias também apareceram positivas (0,268 e 0,095), o que corresponde dizer que o valor referente à distribuição da variável endividamento está concentrado entre o resultado expresso no 1º quartil (0,100) e a mediana (0,300), já a variável de rentabilidade, a média da mesma está localizada entre o 1º quartil (0,055) e o 3º quartil (0,125), concentrada após a sua mediana (0,085). Diante dos dados estatísticos agrupados na tabela, podemos afirmar, também, que em comparação aos dados médios, os seus desvios padrões se comportaram com valores menores do que os mesmos, mostrando uma menor dispersão das informações apresentadas pelas firmas.

4.2 Análise da relação entre Indicadores Macroeconômicos e Retenção de Lucro

A pesquisa buscou verificar a influência dos indicadores macroeconômicos em decisões de dividendos tomadas a partir da obtenção de retenção de lucro pelas firmas. Diante disso, para testar tal influência, foi proposta uma hipótese de pesquisa: “ H_1 : Aumento da retenção de lucro a partir da influência de indicadores macroeconômicos”.

Com o objetivo de analisar o nível de significância das empresas que compõem a amostra de pesquisa, a partir da elaboração da hipótese e utilizando o modelo de regressão linear simples, a variável dependente Retenção de Lucro Disponível (RLD_{fm}) foi agrupada e testada em função de três variáveis macroeconômicas: Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) dessazonalizada; Índice de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil (IBCBR) e Consumo de Energia Industrial. Sendo assim, realizou-se um teste de adequação que, para ser satisfatório, é necessário ser significativo ao nível de 5%.

Após testar a hipótese para cada indicador macroeconômico, pode-se explicar a relação entre as variáveis de estudo. Para isso, foram elaboradas três tabelas que demonstram a quantidade de empresas com coeficientes significativos e não significativos, por setor, bem como os seus respectivos coeficientes médios estimados via Theil-Sen.

A tabela 4 apresenta os resultados da relação entre retenção de lucro e FBCF dessazonalizada.

Tabela 4 – Descrição das empresas (por setores) de Coeficiente Médio com *p-value* significativo e não significativo para a FBCF dessazonalizada.

Setor	Empresas com Coef. Significativo		Empresas com Coef. não Significativo		Total de Empresas	
	Nº de empresas	Coef. Médio	Nº de empresas	Coef. Médio	Nº de empresas	Coef. Médio
Consumo Cíclico	14	0,0246	17	-0,0013	31	0,0104
Bens Industriais	10	0,0004	12	0,0082	22	0,0046
Utilidade Pública	10	-0,0237	9	-0,0313	19	-0,0273
Consumo Não Cíclico	5	0,0352	4	0,0462	9	0,0401
Materiais Básicos	5	-0,0865	8	0,0159	13	-0,0235
Saúde	5	-0,0497	2	0,0002	7	-0,0354
Financeiro	2	0,1610	9	0,0120	11	0,0391
Tecnologia	1	0,0103	2	-0,0076	3	-0,0016
Petróleo e Gás	1	-1,6797	2	-0,0164	3	-0,5708
Telecomunicações	0	-	2	0,0257	2	0,0257
TOTAL GERAL	53		67		120	

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

Os resultados da tabela 4 mostraram que, para a variável macroeconômica FBCF, dentre as companhias que estão inseridas em cada setor Bovespa e, que reinvestiram o seu capital a partir da decisão de reter os lucros, é possível evidenciar que determinados setores se mostraram mais suscetíveis (consumo cíclico, bens industriais e utilidade pública) do que outros, através da quantidade de empresas com coeficiente significativo. A partir da relação com o indicador macroeconômico, o setor de consumo cíclico apresentou uma maior quantidade de empresas atreladas ao seu nível de significância, 14, logo em seguida, bens industriais e utilidade pública, com 10 empresas cada. Assim, pressupõe que tais companhias sofreram um maior impacto diante da influência da variável macroeconômica estudada. Ao observar a tabela em outra dimensão, por exemplo, podemos compreender que, apesar da quantidade de empresas com coeficiente médio significativo, inseridas no setor de saúde, 5, ser inferior as demais acima supracitadas, partindo de uma análise do total de empresas por setores, o setor de saúde é composto por 7 empresas em sua totalidade, ou seja, praticamente todas exercem significância, diferentemente do setor financeiro, onde de 11 firmas totais apenas duas apresentam coeficientes significativos.

Com relação ao coeficiente médio, podemos destacar que no consumo cíclico, todas as firmas que foram impactadas pela variável macroeconômica mostraram-se positivas (0,0246), o que implica dizer que houve um aumento da retenção de lucro quando tal indicador macroeconômico obteve crescimento, desta forma, aceita-se a hipótese. Para o setor de bens industriais, as firmas que se comportaram de forma significativa, embora o resultado tenha sido menos expressivo que o setor anterior, também obteve sinal positivo em seu coeficiente médio (0,0004). Por outro lado, no setor de utilidade pública, apesar de apresentar a mesma quantidade de empresas com coeficiente significativo, comparando com o setor de bens industriais, o coeficiente médio de tais firmas foi negativo (-0,0237), demonstrando que houve uma diminuição quanto à retenção de lucro ao mesmo tempo em que a variável FBCF cresceu, rejeitando a hipótese de pesquisa.

Diante dos resultados obtidos, podemos destacar que, das 14 empresas que apresentaram coeficientes significativos no consumo cíclico, não foram todas que receberam influência positiva pela FBCF. A companhia CYRE3 teve uma maior contribuição para a resposta positiva em tal setor (coef. médio = 0,083), já a GRND3 apresentou um coeficiente médio negativo (-0,0268). Com isso, a análise explica que, mesmo o setor de consumo cíclico sendo impactado de forma positiva pela macroeconomia, tiveram empresas que não sofreram tanto impacto, assim como tiveram outras que tenderam ao aumento do coeficiente médio coletado.

Dando continuidade a análise da hipótese, a tabela 5 apresenta os resultados da relação entre retenção de lucro e a variável macroeconômica IBCBR.

Tabela 5 – Descrição das empresas (por setores) de Coeficiente Médio com *p-value* significativo e não significativo para a variável ICBR.

Setor	Empresas com Coef. Significativo		Empresas com Coef. não Significativo		Total de Empresas	
	Nº de empresas	Coef. Médio	Nº de empresas	Coef. Médio	Nº de empresas	Coef. Médio
Consumo Cíclico	12	0,0286	19	0,0020	31	0,0123
Bens Industriais	7	-0,0007	15	0,0078	22	0,0051
Utilidade Pública	7	-0,0071	12	-0,0204	19	-0,0155
Saúde	5	-0,0577	2	0,0002	7	-0,0412
Materiais Básicos	4	0,2386	9	-0,0550	13	0,0353
Consumo Não Cíclico	3	0,0984	6	0,0184	9	0,0451
Financeiro	3	0,1039	8	0,0103	11	0,0358
Tecnologia	1	0,0138	2	-0,0043	3	0,0018
Petróleo e Gás	1	-1,5328	2	-0,0180	3	-0,5229
Telecomunicações	0	-	2	0,0998	2	0,0998
TOTAL GERAL	43		77		120	

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

A análise da tabela corresponde à influência da variável macroeconômica ICBR nas empresas dos setores Bovespa. Após os resultados estimados, podemos observar que, também, as firmas do consumo cíclico obtiveram a maior quantidade de empresas com coeficiente médio significativo, 12, se compararmos com os demais setores, assim como todas elas aumentaram a retenção de lucro ao serem impactadas pelo ICBR de forma positiva (coef. médio = 0,0286). Para as empresas dos setores de bens industriais e utilidade pública, ambos tiveram um quantitativo de 7 empresas cada e o coeficiente médio negativo, (-0,0007 e -0,0071), onde mostra que o ICBR exerceu impacto negativo e não contribuiu para o aumento da retenção de lucro das firmas destes setores.

As empresas do segmento de saúde mantiveram o seu desempenho quanto ao nível de significância, de 7 empresas totais que fazem parte da amostra, apenas duas mostraram resultados expressivos, o que, de fato, demonstra uma quantidade de empresas muito reduzida, comparando com o total de firmas presentes na amostra, além do coeficiente médio estimado pelas empresas de coeficiente significativo tenha sido evidenciado de forma negativa (-0,0577), o que rejeita a hipótese de pesquisa.

De acordo com o segmento de consumo cíclico, é possível verificar como tal setor se comportou, uma vez que tiveram organizações que contribuíram para o aumento ou diminuição do coeficiente médio, ou seja, algumas empresas contribuíram para o aumento da média e outras não. Por exemplo, a empresa WHRL4 demonstrou o maior coeficiente do segmento (coef. médio = 0,0727), o que interferiu no aumento da influência positiva para o consumo cíclico, já a empresa CAMB4, das 12 empresas do setor, foi a única que apresentou resultado negativo (-0,0058), dado que não teve contribuição para o aumento de tal média.

Por fim, a tabela 6 apresenta os resultados da relação entre retenção de lucro e a variável macroeconômica baseada no Consumo de Energia Industrial.

Tabela 6 – Descrição das empresas (por setores) de Coeficiente Médio com *p-value* significativo e não significativo para a variável de Consumo de Energia Industrial.

Setor	Empresas com Coef. Significativo		Empresas com Coef. não Significativo		Total de Empresas	
	Nº de empresas	Coef. Médio	Nº de empresas	Coef. Médio	Nº de empresas	Coef. Médio
Consumo Cíclico	13	0,0207	18	-0,0032	31	0,0068
Utilidade Pública	11	-0,0147	8	-0,0066	19	-0,0113
Bens Industriais	10	-0,0012	12	0,0051	22	0,0022
Materiais Básicos	5	0,0013	8	-0,0086	13	-0,0048
Saúde	5	-0,0497	2	0,0005	7	-0,0354
Consumo Não Cíclico	4	0,0768	5	-0,0400	9	0,0119
Financeiro	1	0,0087	10	0,0323	11	0,0301

Tecnologia	1	0,0059	2	-0,0065	3	-0,0024
Petróleo e Gás	1	-1,5317	2	0,0278	3	-0,4921
Telecomunicações	0	-	2	0,0536	2	0,0536
TOTAL GERAL	51		69		120	

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

Considerando a tabela 6, o consumo cíclico, novamente, se mostrou mais significativo com relação ao seu coeficiente, diante das empresas que compõem a amostra, com uma quantidade de 13 firmas e um coeficiente médio positivo (0,0207). Posteriormente, o segmento de utilidade pública, com 11 firmas, e bens industriais, com 10, ambos, mais uma vez, demonstraram um resultado com coeficiente médio negativo, -0,0147 e -0,0012, nesta ordem.

De modo geral, obtivemos a análise de que para todas as variáveis macroeconômicas: FBCF (Tabela 4), IBCBR (Tabela 5) e Consumo de Energia Industrial (Tabela 6), o setor de consumo cíclico foi o que evidenciou uma maior quantidade de empresas com coeficientes significativos, mostrando que as mesmas foram mais impactadas pela macroeconomia do que as firmas dos demais setores, assim como também obtiveram coeficiente médio positivo, aceitando a hipótese de pesquisa. Seguidamente, apareceram os setores de utilidade pública e bens industriais, onde o primeiro mostrou um coeficiente médio negativo para todos os indicadores macroeconômicos e, o segundo, apresentou aumento na retenção de lucro apenas para o indicador FBCF, dado que o coeficiente médio foi positivo (0,0004).

Vale salientar que o setor de saúde, do total de 7 empresas, 5 delas apresentaram coeficiente significativo para todos os indicadores, mostrando uma margem mais consistente diante da amostra e da relação com a variável de retenção de lucro. Entretanto, obteve influência negativa para todos os indicadores. Quanto a isso, é importante frisar que, neste setor, em específico, para as variáveis de FBCF e Consumo de Energia Industrial, as firmas de coeficientes significantes sofreram influência com a mesma intensidade, resultando em um coeficiente médio negativo (-0,0497). Outros setores, como: financeiro; tecnologia da informação; e petróleo, gás e biocombustíveis, apresentaram uma quantidade inferior a 3 empresas com coeficientes significativos, impossibilitando a obtenção de uma melhor análise de acordo com a influência dos fatores macroeconômicos. Logo, também, aplica-se ao setor de comunicações, onde não apresentou significância em nenhuma das variáveis macroeconômicas.

4.3 Análise de Sensibilidade

Toda análise foi realizada com base em setores. Nessa perspectiva, considera-se que os mesmos são determinantes para a relação entre a decisão corporativa e o fator macroeconômico. No intuito de avançar no estudo sobre essa relação, realizou-se uma análise de sensibilidade para verificar se outras características, que não o setor, poderiam indicar a propensão de haver relação entre a retenção de lucros e variáveis macroeconômicas. Dessa forma, foram realizadas análises com base no tamanho, endividamento e rentabilidade das empresas. Para tal, as empresas foram agrupadas em três painéis de concentração, conforme cada característica (pequena, média e grande) e considerando os percentuais de 30%, 40% e 30%, respectivamente.

Após a realização dos testes de sensibilidade, diante de cada variável de controle (tamanho, endividamento e rentabilidade), devido aos resultados um tanto quanto semelhantes entre a relação das mesmas com os fatores macroeconômicos, foi escolhida apenas uma variável macroeconômica para demonstrá-los, a FBCF. A tabela 7 mostra tais resultados.

Tabela 7 – Descrição da Análise de Sensibilidade dos resultados da hipótese H_1 para a variável macroeconômica FBCF, agrupadas nas categorias de tamanho, endividamento e rentabilidade.

Característica	Empresas com Coef. Significativo		Empresas com Coef. não Significativo		Total de Empresas	
	Nº de empresas	Coef. Médio	Nº de empresas	Coef. Médio	Nº de empresas	Coef. Médio
Painel 1: Número de empresas (por tamanho) com influência da variável FBCF						
Pequeno	16	0,00248	20	0,00012	36	0,00117
Médio	24	0,00075	24	0,00458	48	0,00266
Grande	13	-0,13835	23	0,00457	36	-0,04704
Painel 2: Número de empresas (por endividamento) com influência da variável FBCF						
Pequeno	16	0,01776	20	0,02145	36	0,01981
Médio	19	-0,08751	29	-0,02476	48	-0,04960
Grande	18	-0,02012	18	0,02812	36	0,00400
Painel 3: Número de empresas (por rentabilidade) com influência da variável FBCF						
Pequena	12	0,02822	24	-0,02363	36	-0,00635
Média	24	-0,07794	24	-0,00402	48	-0,04098
Grande	17	-0,01228	19	0,04636	36	0,01867

Fonte: Elaborada pelos autores (2020).

Com base na tabela, nota-se que cada painel é subdividido em pequeno, médio e grande, ou seja, através dessa subdivisão é possível obter qual a quantidade de firmas com coeficiente significativo e não significativo que está concentrada em cada característica, assim como seus respectivos coeficientes médios. Sendo assim, para as três variáveis de controle (tamanho, endividamento e rentabilidade), das 120 empresas que compõem a amostra, a maior quantidade esteve atrelada ao atributo médio, onde se concentraram 48 firmas totais, já para as subdivisões em pequeno e grande, houve uma concentração de 36 firmas em cada uma.

Para a variável relacionada ao tamanho, os resultados com a análise das empresas que possuem coeficiente significativo foram distribuídos da seguinte forma: a quantidade de empresas com características referentes ao tamanho pequeno resultou em um total de 16 firmas, para o tamanho médio obtivemos um resultado de 24 firmas, já o tamanho grande obteve um quantitativo de 13 empresas, o menor entre as três características. Com isso, de acordo com os coeficientes médios, dentre as empresas de coeficiente significativo, o único que apresentou valor médio negativo foi o tamanho grande (-0,13835), o que rejeita a hipótese de pesquisa, considerando que houve diminuição da retenção de lucro nas empresas de grande porte quando houve influência da variável FBCF.

No que diz respeito ao endividamento, a maior parte das empresas que apresentaram coeficientes significativos estão dentro do endividamento médio, com um total de 19 empresas. Para o endividamento pequeno e grande, a quantidade foi de 16 e 18 firmas, respectivamente. Se tratando dos coeficientes médios, tanto as empresas com endividamento médio quanto as mais endividadas, ambas apresentaram valores negativos em seus coeficientes, (-0,08751 e -0,02012). Assim, somente as entidades menos endividadas mostraram um coeficiente médio positivo (0,01776), demonstrando que a retenção de lucro cresceu de forma proporcional à medida que a variável FBCF aumentou. Com isso, aceita-se a hipótese de pesquisa.

De acordo com a rentabilidade, a maioria das empresas que apresentaram coeficientes significativos, esteve agrupada na categoria de rentabilidade média, 24 firmas. As demais se distribuíram entre a rentabilidade pequena e grande, com uma quantidade de 12 e 17 empresas, nesta ordem. Diante dos coeficientes médios agrupados, da mesma forma que na categoria de endividamento as empresas com dívidas médias e as mais endividadas, ambas apresentaram coeficientes médios negativos, para a categoria de rentabilidade não foi diferente, tanto as empresas de rentabilidade média quanto as de maiores retornos sobre os ativos, as duas características se apresentaram com coeficientes

negativos (-0,07794 e -0,01228). Já as empresas que apresentaram um menor retorno sobre os ativos, foram as únicas que evidenciaram um coeficiente médio positivo (0,02822), aceitando a hipótese de pesquisa.

Desse modo, é possível compreender que a análise de sensibilidade mostra algumas informações a mais que, uma vez os dados sendo tratados apenas por meio dos setores Bovespa, outros resultados expressos e, de grande relevância, não seriam evidenciados. Afinal, após a divisão dos quartis, independentemente de qual setor as empresas fazem parte, as mesmas foram elencadas conforme o seu porte, o valor do seu endividamento e qual o retorno obtido diante dos seus ativos. Com isso, os resultados que não foram diagnosticados por meio da análise de setores, foram vistos através de outra dimensão.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar a influência de indicadores macroeconômicos nas decisões de dividendos tomadas a partir da escolha de retenção de lucro pelos gestores. A fim de atender tal objetivo, a pesquisa foi realizada com 120 empresas listadas na B3, relacionando os indicadores macroeconômicos com a variável de retenção de lucro, por meio de estimação e, também, através da análise de sensibilidade dos dados.

Para tanto, determinou-se como hipótese de pesquisa, que as empresas aumentam a retenção de lucro a partir da influência de indicadores macroeconômicos. Com isso, de acordo com os resultados obtidos, na relação entre os indicadores macroeconômicos e a retenção de lucro, a hipótese de pesquisa se comportou de diferentes formas, uma vez que, no estudo, foram utilizadas três variáveis macroeconômicas distintas (FBCF, IBCBR e Consumo de Energia Industrial) e, para cada uma, após os testes de hipótese, tiveram setores que rejeitaram a mesma, como: saúde e utilidade pública, assim como tiveram outros segmentos que aceitaram, por exemplo, o setor de consumo cíclico. Da mesma forma ocorreu na análise de sensibilidade, sobretudo, as empresas foram divididas em quartis e agrupadas em categorias, através das variáveis de controle (tamanho, endividamento e rentabilidade), conforme as suas características (pequena, média e grande). Assim, na categoria de tamanho, a hipótese foi aceita somente para as características pequena e média. Com relação às variáveis de endividamento e rentabilidade, apenas a característica pequena obteve resultado aceito a partir da hipótese de pesquisa.

Diante dos dados estabelecidos na análise de pesquisa, pode-se compreender que, para todos os fatores macroeconômicos estudados neste trabalho, na análise por setor, o consumo cíclico foi o que evidenciou uma maior quantidade de empresas com coeficientes significativos, assim como também o mesmo mostrou valores positivos em todos os indicadores. Com isso, a partir desta informação, é possível afirmar que o consumo cíclico recebeu influência dos indicadores macroeconômicos com mais intensidade. Em contrapartida, o setor de consumo não cíclico, por exemplo, obteve uma quantidade menor de empresas com coeficientes significativos, apesar de apresentarem, também, resultados positivos para todas as variáveis macroeconômicas.

Este fato pode ser explicado pela Teoria dos Ciclos Econômicos, onde empresas cíclicas sofrem mais impacto pela macroeconomia, evidenciando que os indicadores econômico-financeiros das empresas do consumo cíclico estão mais correlacionados às variáveis macroeconômicas do que os indicadores das empresas não cíclicas (PANDINI; STÜPP; FABRE, 2018). Os resultados também são explicados em razão da sazonalidade presente nas empresas do consumo cíclico, uma vez que as firmas deste setor dependem do ciclo da economia para conseguir ganhos mais expressivos, ou seja, se o período econômico está em ascensão no mercado, o poder de compra e, consequentemente, o consumo, ambos irão aumentar. Já as empresas do consumo não cíclico são menos afetadas, pois os impactos macroeconômicos sobre estas apresentam menos reflexos. Afinal, podem ser afetadas, porém em um nível menor.

Desse modo, a presente pesquisa se torna relevante para os estudos na área de mercado de capitais, visto que demonstra informações úteis para a tomada de decisão voltada aos usuários externos da informação contábil-financeira que, neste trabalho, em específico, aborda as decisões corporativas baseadas na decisão de retenção de lucro, bem como os entendimentos relacionados aos impactos dos fatores macroeconômicos na mesma.

Por fim, os resultados limitam-se ao fato das análises terem sido realizadas apenas pelos setores Bovespa, uma vez que a divisão das empresas por NAICS (Sistema Norte-Americano de Classificação de Atividades Econômicas) não apresentaram uma quantidade sustentável para análise, assim como também a limitação do número de observações para estimação da variável de retenção de lucro em função dos indicadores macroeconômicos. Sugere-se para os próximos estudos que, além do agrupamento das empresas por setores, tamanho, endividamento e rentabilidade, pode-se obter outras formas para agrupar as informações.

REFERÊNCIAS

BAKER, M.; WURGLER, J. Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 4, p. 1645–1680, 2006.

BAKER, M.; WURGLER, J. Investor Sentiment in the Stock Market. **Journal of Economic Perspectives**, v. 21, n. 2, p. 129–151, 2007.

BAKER, M.; WURGLER, J. Behavioral corporate finance: an updated survey. **NBER Working Paper Series**, v. 1, p. 1–103, 2011.

BREALEY, A.; MYERS, C. **Principles of Corporate Finance**. New York: McGraw Hill, 2003.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira Teoria e Prática**. 2. Ed. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

CHEN, N.; ROLL, R.; ROSS, S. A.; Economic Forces and the Stock Market. **The Journal of Business**, v. 59, n. 3, p. 383–403, 1986.

SILVA, Leonardo Cunha; ALBANEZ, Tatiana. Impacto dos lucros retidos sobre a criação de valor para o acionista de companhias abertas brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 36, n. 3, p. 15–32, 2017.

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, 10 jul. 2015.

FROYEN, R. T. **Macroeconomia: teorias e aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 10. Ed. São Paulo: Pearson, 2004.

HESS, P. The dividend debate: 20 years of discussion - The revolution in corporate finance. **Blackwell Publishers**, Cambridge, Massachusetts, 1992.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática, é importante?. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. SPE, p. 39–53, 2003.

MATSUO, A. K.; EID JR, W. Influência de fatores macroeconômicos nas emissões primárias do mercado brasileiro. **ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS**, Rio de Janeiro, v. 4, 2004.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **the Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. The stock market and investment: is the market a sideshow? **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 21, n. 2, p. 157-216, 1990.

MOTTA, R. da R. et al. Engenharia econômica e finanças. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187- 221, 1984.

PANDINI, Jardel; STÜPP, Diego Rafael; FABRE, Valkyrie Vieira. Análise do impacto das variáveis macroeconômicas no desempenho econômico-financeiro das empresas dos setores de Consumo Cíclico e Não Cíclico da BM&FBovespa. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 17, n. 51, 2018.

PROCIANOY, Jairo Laser; POLI, Beatriz Trois Cunha. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista de Administração de Empresas**, v. 33, n. 4, p. 06-15, 1993.

RAMOS, R. S.; XAVIER, J. L. J.; VASCONCELOS FILHOS, A. F.; LIMA, L. R. Sinalização de desempenho futuro a partir da política de dividendos: uma investigação aplicada na Cia. Hering S/A. In: **Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ENANPAD**, 38, 2014. Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: Anpad, 2014.

RIBEIRO, R.B.; GABRIEL, F.S.; RIBEIRO, K.C.S. Influência das variáveis macroeconômicas sobre o retorno das ações da Petrobrás S.A.. In: **XXXII Encontro Nacional de Engenharia de Produção**, 2012, Bento Gonçalves, Anais...Bento Gonçalves: ABEPRO, p. 1-13, 2012.

RIGHI, M.B.; SCHLENDER, S.G.; CERETTA, P.S.. **Análise dos impactos esperados e não-esperados da taxa de juros, câmbio e inflação no mercado brasileiro**. Revista de Administração da UFSM. v. 5, n. 3, p. 539-548, set/dez., 2012.

ROSS, Sthephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. Administração Financeira. 8. Ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

SALSA, Maria Leonor Cruz Reis. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Revista Encontros Científicos-Tourism & Management Studies**, n. 6, p. 162-174, 2010.

SEN, P. K. Estimates of the Regression Coefficient Based on Kendall's Tau. **Journal of the American Statistical Association**, v. 63, n. 324, p. 1379-1389, dez. 1968.

SCHERER, Luciano Marcio; MARTINS, Eliseu. Manutenção de capital e distribuição de dividendos. **Revista da FAE**, v. 6, n. 2, 2003.

THEIL, H. A rank-invariant method of linear and polynomial regression analysis. **Indagationes mathematicae**, v. 12, p. 85-91, 1950.

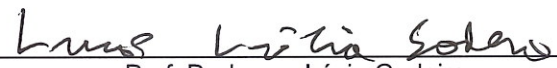
ATA DE DEFESA DO TCC

As 16 horas e 00 minutos do dia 30 de janeiro de 2020, na sala 8 da Central de Aulas VII, campus Mossoró, reuniu-se a Banca Examinadora de defesa do Trabalho de Conclusão de Curso do (a) aluno (a) **Pedro Lucas de Araújo Cunha**, do curso de Ciências Contábeis dessa Instituição, com o título "INDICADORES MACROECONÔMICOS E A INFLUÊNCIA EM DECISÕES DE DIVIDENDOS: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DE RETENÇÃO DE LUCRO". A Banca Examinadora foi constituída pelos Professores: Kléber Formiga Miranda, presidente da banca e orientador (a) do (a) aluno (a); Lucas Lúcio Godeiro e Moisés Ozório de Souza Neto. Foram registradas as seguintes ocorrências: O Trabalho foi apresentado pelo (a) discente e, em seguida, houve arguição por parte dos membros da Banca Examinadora. A defesa foi pública e houve presença de outras pessoas. As sugestões de alterações textuais foram entregues ao (a) aluno (a), que se comprometeu a fazê-las na sua totalidade. Concluída a defesa, procedeu-se com o julgamento pelos Membros da Banca Examinadora, tendo o (a) aluno (a) obtido as seguintes notas: 9,0, 9,5 e 9,0. Apurada as notas, verificou-se que o (a) **aluno (a) foi aprovado (a) com média geral 9,2, cumprindo as exigências para a aprovação na disciplina Trabalho de Conclusão do Curso de Ciências Contábeis**. E, para constar, eu, Kléber Formiga Miranda, presidente da Banca Examinadora e Orientador (a) do (a) aluno (a) Pedro Lucas de Araújo Cunha, lavrei a Ata que, após lida e analisada segue assinada pelos Professores membros da Banca Examinadora.

Mossoró-RN, 30 de janeiro de 2020.



Prof. Dr. Kléber Formiga Miranda
Presidente da Banca Examinadora



Prof. Dr. Lucas Lúcio Godeiro
Membro titular 1



Prof. Ms. Moisés Ozório de Souza Neto
Membro titular 2