



University of
Texas Libraries



e-revist@s



Centro Unversitário Santo Agostinho



revistafsa

www4.fsnet.com.br/revista

Rev. FSA, Teresina, v. 16, n. 6, art. 5, p. 101-120, nov./dez. 2019

ISSN Impresso: 1806-6356 ISSN Eletrônico: 2317-2983

<http://dx.doi.org/10.12819/2019.16.6.5>

DOAJ DIRECTORY OF
OPEN ACCESS
JOURNALS

WZB
Wissenschaftszentrum Berlin
für Sozialforschung



Efeitos da Adoção das IFRS Sobre A Distribuição de Dividendos de Companhias Abertas Brasileiras do Setor Elétrico

Effects of IFRS Adoption on the Dividends Payout of Brazilian Electricity Companies

Luís Gustavo do Lago Quinteiro

Doutorado em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília

Professor da Universidade Estadual de Goiás

E-mail: luis.quinteiro@ueg.br

Jorge Katsumi Niyama

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo

Professor Titular do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília

E-mail: jorgekatsumi@gmail.com

Endereço: Luís Gustavo do Lago Quinteiro

Universidade Estadual de Goiás - R. Mucuri, s/n - St. Conde dos Arcos, Aparecida de Goiânia - GO, 74968-755, Brasil.

Endereço: Jorge Katsumi Niyama

Universidade de Brasília - Campus Darcy Ribeiro s/n - Asa Norte, Brasília - DF, 70910-900, Brasil.

Editor-Chefe: Dr. Tonny Kerley de Alencar Rodrigues

Artigo recebido em 30/08/2019. Última versão recebida em 12/09/2019. Aprovado em 13/09/2019.

Avaliado pelo sistema Triple Review: a) Desk Review pelo Editor-Chefe; e b) Double Blind Review (avaliação cega por dois avaliadores da área).

Revisão: Gramatical, Normativa e de Formatação



RESUMO

Na última década houve forte expansão das normas internacionais de contabilidade (IFRS) no mundo, incluindo a decisão de sua adoção pelo Brasil em 2007. Desde então, a contabilidade brasileira passou por significativas transformações e diversos estudos nacionais e internacionais procuram avaliar os efeitos da adoção das IFRS. Este estudo visa avaliar se a adoção das IFRS no Brasil se refletiu na distribuição de dividendos de companhias abertas do setor elétrico, com especial ênfase em dividendos sobre lucros não realizados. Para tanto, foi analisada amostra do setor, no período de 2005 a 2014, compreendendo cinco anos antes e após a adoção completa das IFRS. Os resultados indicam a existência de relação positiva e significativa entre dividendos pagos (*payout*) e lucros não realizados e endividamento, denotando que as empresas estão dispostas a ampliar o endividamento e pagar dividendos sobre lucros não realizados para manter suas políticas de distribuição. Tais constatações são coerentes com as teorias que defendem que empresas realizam esforços para evitar redução de distribuição de dividendos, dados os possíveis reflexos dessa decisão sobre seu valor de mercado. O estudo também indicou influência positiva da adoção das IFRS sobre o pagamento de dividendos, quando analisados os períodos pré e pós-adoção das IFRS.

Palavras-chave: Normas Internacionais de Contabilidade. IFRS. Dividendos. Lucros Não Realizados. Endividamento.

ABSTRACT

In the last decade there has been a strong expansion of International Financial Reporting Standards (IFRS) in the world, including the decision of its adoption by Brazil in 2007. Since then, brazilian accounting has undergone significant transformations and several national and international studies tries to evaluate the economic effects of IFRS adoption. This study aims to assess whether IFRS adoption in Brazil was reflected in payout policies from public companies (electricity sector), using a sample from 2005 to 2014, comprising five year before e after the full IFRS adoption. The results indicate the existence of a positive and significant relationship between payouts and unrealized profits and leverage, denoting that companies are willing to increase leverage and pay dividends on unrealized profits to maintain its distribution policies. These findings are consistent with theories that companies are making efforts to avoid a payout reduction given possible impacts of its market value. The study also indicated a positive influence of IFRS adoption on dividends payout after that.

Keywords: International Financial Accounting Standards. IFRS; Dividends. Unrealized Earnings. Leverage.

1 INTRODUÇÃO

A contabilidade no Brasil passou por grandes transformações desde a decisão de convergência do padrão brasileiro às Normas Internacionais de Contabilidade (*International Financial Reporting Standards - IFRS*), nos termos do §5º do art. 177 na Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações), dispositivo esse inserido pela Lei 11.638/2007, prevendo a adoção de “padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários”.

Os impactos das demonstrações financeiras são geralmente discutidos em termos de efeitos econômicos. Esse conceito foi introduzido por Zeff (1978, 56), como “o impacto das demonstrações contábeis no comportamento da tomada de decisões de empresas, governos, sindicatos, investidores e credores”.

Diversos estudos demonstram os efeitos econômicos da informação contábil, especialmente dos USGAAP – *United States Generally Accepted Accounting Principles* –, o padrão contábil norte-americano. Com a recente expansão das Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS –, vem crescendo o interesse em se compreender os efeitos da adoção desse padrão normativo.

Uma parcela significativa dos estudos sobre efeitos econômicos das IFRS está mais voltada à confirmação (ou não) de seus efeitos esperados. Segundo a Resolução nº 1.055/2005, do Conselho Federal de Contabilidade, que instituiu o Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC, existe uma série de consequências esperadas decorrentes da adoção das normas internacionais de contabilidade, dentre as quais destacam-se a redução do risco para os investidores e a redução do custo de capital para as empresas. Esses efeitos são denominados “efeitos intencionais” da adoção das IFRS por Brugüemann *et al.* (2013).

Por outro lado, estes mesmos autores salientam a ausência de estudos analisando possíveis efeitos não intencionais (ou colaterais) da adoção das IFRS, ou seja, efeitos provocados pela adoção das normas, mas que não foram idealizados pelo regulador.

Nessa esteira, o presente estudo pretende avaliar um dos possíveis efeitos não intencionais da adoção das IFRS apontados por Brugüemann *et al.* (2013), que é sobre a distribuição de dividendos. A argumentação dos autores é que a adoção das IFRS pode alterar o equilíbrio de relações contratuais preexistentes, estabelecidas com base no padrão contábil anterior (no caso do Brasil, os BRGAAP), dado que a adoção das IFRS pode interferir na distribuição desses recursos (fluxos de caixa), uma vez que a forma de apuração do lucro foi alterada. A questão mais específica é verificar se a adoção do novo padrão trouxe alterações

na distribuição de dividendos (*payout*) de companhias abertas pertencentes ao setor elétrico, um setor estratégico, regulado e que depende intensamente de capital para seu funcionamento e expansão.

Assim, a presente proposta de pesquisa pretende responder à seguinte questão: a adoção obrigatória das IFRS trouxe alterações na política de dividendos de empresas brasileiras de capital aberto pertencentes ao setor elétrico?

Para tanto, estabeleceu-se a seguinte hipótese, como resposta provisória ao problema de pesquisa formulado: H¹: A adoção obrigatória das IFRS no Brasil não provocou reflexos na distribuição de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto pertencentes ao setor elétrico.

A hipótese se baseia em estudos que demonstram tendência de se evitar alterações em políticas de dividendos. A estabilidade histórica dos pagamentos de dividendos pode comunicar substanciais informações sobre a empresa (Brown *et al.*, 1977 e Dickens *et al.*, 1992 apud Chen e Gavius, 2016). Os últimos autores argumentam que existem incentivos para que gestores mantenham política de dividendos suavizada e evitem cortes nesses visando evitar efeitos negativos sobre o preço das ações. Se essa constatação é verdadeira, é de se esperar que a adoção das IFRS no Brasil não tenha provocado alteração significativa no pagamento de dividendos.

Os resultados do estudo indicam relação positiva e significativa entre resultados não realizados e distribuição de dividendos, sendo que houve aumento da distribuição por esse meio no período pós-IFRS (2010-2014), bem como relação positiva e significativa entre alavancagem e dividendos distribuídos, sinalizando a disposição dos gestores aumentar o endividamento para sustentar as políticas de distribuição de remuneração aos acionistas. Ainda, observou-se que a adoção das IFRS afetou positivamente a distribuição de dividendos no período e amostra analisados, indicando que esse padrão normativo pode ter propiciado maiores oportunidades de reconhecimento de receitas e, por consequência, para distribuição de dividendos.

O trabalho está estruturado em seis seções, quais sejam: Introdução, Revisão Teórica, Metodologia, Resultados e Discussão, Considerações Finais e Referências.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A presente seção objetiva oferecer uma revisão teórica do tema. Para tanto, está dividida em subseções, quais sejam: (a) adoção e objetivos das IFRS; (b) efeitos econômicos

da informação contábil; (c) efeitos intencionais *versus* não intencionais da adoção das IFRS; e (d) IFRS *versus* distribuição de dividendos.

2.1 Adoção e objetivos da IFRS

A IFRS Foundation é uma organização sem fins lucrativos de interesse público estabelecida com o objetivo de desenvolver um único conjunto de padrões contábeis de alta qualidade, compreensíveis, aplicáveis e globalmente aceitos. Sua missão é desenvolver padrões de contabilidade (IFRS) que tragam transparência, *accountability* e eficiência aos mercados financeiros no mundo, atendendo ao interesse público ao fomentar a confiança, o crescimento e a estabilidade financeira a longo prazo na economia global¹.

O *International Accounting Standards Board* (IASB) é a entidade vinculada à IFRS Foundation que reúne o grupo independente de *experts* na produção de normas técnicas. Atualmente, as Normas Internacionais de Contabilidade são obrigatórias para companhias abertas domésticas em 166 países do mundo, o que exclui, dentre os países de maior expressão econômica, apenas Estados Unidos, China e Japão. Neste último, as IFRS são permitidas para companhias abertas domésticas, mas não são obrigatórias².

A Estrutura Conceitual da Contabilidade (*Conceptual Framework for Financial Reporting*) expedida pelo IASB em março de 2018 objetiva prover os fundamentos para o desenvolvimento de padrões que:

- a) contribuam para a transparência ao melhorar a comparabilidade e a qualidade da informação contábil internacional, permitindo aos investidores e outros participantes do mercado tomarem decisões econômicas embasadas;
- b) fortaleçam a *accountability* reduzindo a diferença de informação entre provedores de capital e as pessoas a quem eles confiaram seu dinheiro. Os padrões baseados na Estrutura Conceitual fornecem informações necessárias para responsabilizar a gestão. Como fonte de informação globalmente comparável, essas normas também são de vital importância para os reguladores em todo o mundo;
- c) contribuam para a eficiência econômica, ajudando os investidores a identificarem oportunidades e riscos em todo o mundo, melhorando assim a alocação de capital. Para as empresas, o uso de uma única linguagem contábil confiável derivada de

¹ <https://www.ifrs.org/>

² <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/#profiles>

padrões baseados na Estrutura Conceitual reduz o custo de capital e reduz os custos de relatórios internacionais.

Vale destacar que, nesta revisão da Estrutura Conceitual, o IASB passou a enfatizar explicitamente a eficiência da administração, por meio do papel da contabilidade em reduzir a assimetria de informação e fortalecer a *accountability*.

A Regulação EC n° 1606/2002, de 19.07.2002, da União Europeia, estabelece em seu art. 1° os objetivos da adoção das Normas Internacionais de Contabilidade na Comunidade Econômica Europeia, a saber:

“O presente regulamento tem como objetivo a adoção e a utilização das normas internacionais de contabilidade na Comunidade, com vista a harmonizar as informações financeiras apresentadas pelas sociedades referidas (...), por forma a assegurar um elevado grau de transparência e de comparabilidade das demonstrações financeiras e, deste modo, um funcionamento eficiente do mercado de capitais da Comunidade e do mercado interno.”

No Brasil, a IFRS tornaram-se obrigatórias para as sociedades por ações e empresas de grande porte a partir da Lei n° 11.638/2007, que inseriu o §5° do art. 177 da Lei 6.404/1976, que determinou que as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) devem ser elaboradas de acordo “com os padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários”. A norma, no §6° do mesmo artigo, facultou às companhias fechadas a observância às normas expedidas pela CVM.

Cabe ressaltar que o referido dispositivo tornou tais normas obrigatórias para as demonstrações individuais a partir de 2008, enquanto a Instrução CVM n° 457/2007 as tornou obrigatórias para as demonstrações financeiras consolidadas a partir do exercício findo em 2010, de forma análoga ao Comunicado BACEN n° 14.259/2006, que estabeleceu o mesmo para as instituições financeiras.

Cerca de dois anos antes dessa mudança legislativa, foi instituído o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), por meio da Resolução n° 1.055/2005, do Conselho Federal de Contabilidade, com o objetivo de promover o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos visando à convergência da contabilidade brasileira (BRGAAP) aos padrões internacionais.

A referida norma cita que “a crescente importância da internacionalização das normas contábeis vem levando inúmeros países a caminhar para um processo de convergência(...)”, cujas consequências esperadas são:

- redução dos riscos dos investimentos internacionais sob a forma de empréstimo financeiro, participações societárias, bem como de créditos comerciais;
- redução de riscos derivada de um melhor entendimento das demonstrações financeiras elaboradas pelos diversos países por parte de investidores, financiadores e fornecedores de crédito;
- maior facilidade de comunicação internacional no mundo dos negócios com o uso de uma linguagem contábil mais homogênea; e
- redução de custo de capital derivada dessa harmonização.

Ao se buscar um denominador comum, no que tange aos objetivos das Normas Internacionais de Contabilidade, desde os objetivos declarados pelos formuladores quanto dos entes governamentais/profissionais que instituíram sua adoção, observa-se que esses têm objetivos similares e convergentes no que tange aos efeitos esperados de sua adoção.

A IFRS Foundation enfatiza a melhoria da transparência, *accountability* e eficiência dos mercados, enquanto a União Europeia enfatiza parte desses fatores e, ainda, a melhoria da comparabilidade proporcionada pelas IFRS, com ênfase nos benefícios para empresas, investidores e também macroeconômicos. No Brasil, confere-se maior ênfase ao investidor, salientando os benefícios da redução de riscos dos investimentos, melhoria da compreensibilidade da informação, bem como redução do custo de capital decorrente da convergência.

2.2 Efeitos econômicos da informação contábil

O conceito de efeitos ou consequências econômicas da informação contábil diz respeito ao impacto dos relatórios contábeis no comportamento dos tomadores de decisões de negócios, governos, associações, investidores e credores (ZEFF, 1978).

Escolhas contábeis têm consequências econômicas se alterações nas regras usadas para calcular números contábeis alteram a distribuição do fluxo de caixa da empresa, ou a riqueza de partes que utilizam tais números para contratações ou tomada de decisões (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983; WATTS; ZIMMERMAN, 1978).

Estudos têm sido empreendidos há décadas visando identificar as consequências da informação contábil sobre a tomada de decisões, abordando a capacidade dessa em prover informações que acabam por alterar as expectativas dos agentes econômicos em relação ao valor de ativos ou contratos estabelecidos.

No tocante às IFRS, Ball (2006) afirma que a essas apresentam potenciais vantagens diretas e indiretas. As vantagens diretas, de forma geral, estão representadas pelo aumento da comparabilidade e conseqüente redução do risco e do custo da informação para o investidor. As indiretas são a redução do custo de capital para a empresa, com conseqüente aumento do preço das ações; aumento da utilidade da informação contábil no estabelecimento de contratos, notadamente, entre a empresas e provedores de recursos e gestores; maior engajamento dos gestores em agir no interesse dos acionistas em razão do aumento da transparência, além de outros aspectos. O autor conjectura, ainda, que as potenciais vantagens indiretas, no longo prazo, podem exceder as diretas.

Em estudo sobre a heterogeneidade das conseqüências econômicas da adoção voluntária e obrigatória das IFRS, Daske *et al.* (2013) avaliaram os efeitos sobre a liquidez das ações e o custo de capital no nível da empresa. Os autores não identificaram alterações significativas em ambas variáveis entre as empresas que adotam voluntariamente as IFRS. Por outro lado, notaram significativo aumento da liquidez e redução do custo de capital entre empresas que, segundo a metodologia adotada, adotaram seriamente as IFRS, ou seja, o fizeram com verdadeiro compromisso de aumentar a transparência. Entre aquelas empresas que o fizeram de maneira meramente proforma, os autores não perceberam tais melhorias. Os autores alertam que se deve analisar com cautela os efeitos das IFRS sobre o mercado de capitais, pois esses refletem incentivos à evidenciação que podem ser diferentes entre as empresas.

2.3 Efeitos intencionais versus não intencionais da adoção das IFRS

Brüggemann *et al.* (2013) classificam as conseqüências econômicas da regulação contábil em duas categorias: Os autores denominam efeitos intencionais (ou efeitos principais) as conseqüências econômicas relacionadas aos objetivos estabelecidos pelo regulador, enquanto as demais conseqüências são denominadas efeitos não intencionais (ou efeitos colaterais) da adoção.

Os autores se concentraram nos efeitos econômicos da adoção obrigatória das IFRS, nos quais são declarados tanto efeitos sobre relatórios financeiros (transparência e comparabilidade) quanto macroeconômicos e sobre o mercado de capitais, como a melhoria da eficiência de mercado, crescimento e emprego, denominando tais efeitos como “conseqüências intencionais da adoção obrigatória das IFRS” e, por exclusão, definem todos os demais efeitos como “conseqüências não intencionais”.

Embora os formuladores do conceito não acreditem que a separação entre consequências intencionais e não intencionais possa, necessariamente, ser classificada em benefícios e custos, esses afirmam que as primeiras têm características principalmente benéficas, em razão de serem relacionadas ao crescimento do valor da empresa, melhoria da transparência e da comparabilidade, o que é especialmente útil na avaliação da efetividade da regulação das IFRS.

Os mesmos autores desenvolveram estudo sobre as consequências intencionais e não intencionais da adoção obrigatória das IFRS na União Europeia, a partir de evidências empíricas publicadas em artigos publicados no período de 2008 a 2012, concluindo que tais estudos, no que tange aos efeitos intencionais, não foram tão eficazes em identificar aumento da comparabilidade e da transparência dos demonstrativos financeiros. Por outro lado, identificou-se uma “rica e quase unânime evidência de efeitos positivos no mercado de capitais e em nível macroeconômico”. Os autores também apontaram que a literatura sobre efeitos não intencionais da adoção das IFRS, ou seja, efeitos que não estão alinhados aos objetivos da adoção das referidas normas, ainda se encontra em estágio primário de desenvolvimento, ressaltando tratar-se de promissora vertente de pesquisa.

2.4 IFRS versus distribuição de dividendos

Os dividendos são distribuídos a partir do resultado contábil da empresas. No Brasil, esses têm como base o lucro líquido ajustado, nos termos do art. 202 da Lei nº 6.404/1976, que estabelece as adições e exclusões a partir do resultado do período. Dentre outros, são permitidas, por exemplo, a exclusão da base de cálculo da importância destinada à constituição da reserva legal, bem como do montante destinado a reservas de contingência ou, quando houver, sua reversão.

Se a base de cálculo dos dividendos é o resultado contábil, uma alteração nos critérios de mensuração de ativos e passivos irá afetar essa base de cálculo, bem como alterar os resultados da atual política de distribuição de dividendos e, por consequência, a riqueza distribuída aos acionistas.

Com o intuito de restaurar o equilíbrio dessa relação, os gestores e controladores podem se engajar em decisões de investimento e financiamento que gerem redução de valor para a empresa (HOLTHAUSEN; LEFTWICH, 1983). Assim, a adoção obrigatória das IFRS pode resultar em alterações na política de distribuição de dividendos, o que seria uma consequência não intencional da adoção das normas.

Em que pesem os dividendos serem calculados e distribuídos a partir de demonstrações financeiras não-consolidadas das companhias, com base nas regras contábeis domésticas, os resultados do grupo empresarial podem ser percebidos como a base para a distribuição de lucros pelos acionistas. Isso se dá em razão de esses observarem, primeiramente, os resultados do grupo empresarial em vez de as demonstrações financeiras da entidade legal controladora, o que pode levá-los a exigir parcela dos resultados do grupo sob a forma de dividendos. Isso ocorre, possivelmente, pelo fato de as demonstrações consolidadas indicarem melhor medida de desempenho que as não-consolidadas da controladora ou, eventualmente, até por desconhecimento de parte dos acionistas que a base de cálculo dos dividendos são as demonstrações não consolidadas. De uma forma ou de outra, a adoção das demonstrações financeiras consolidadas pelas IFRS influencia os investidores na exigência de dividendos, o que pode afetar a política de distribuição (BRÜGGEMANN et al., 2013).

Segundo Chen e Gavius (2016), existe uma vasta literatura que indica que as empresas procuram suavizar seus pagamentos de dividendos e manter relativamente estáveis sua política de distribuição, tendo em vista sua importância na comunicação de informações sobre a empresa ao mercado.

Estudo conduzido por Brav et al. (2005) indicou que os gestores consideram a manutenção da política de dividendos no mesmo nível das decisões de investimento, sendo capazes de alienar ativos, demitir empregados, angariar recursos externos ou mesmo abandonar bons projetos de investimentos visando evitar seu corte.

As razões iriam desde evitar reações negativas sobre preço das ações (NAVEEN et al., 2008 *apud* CHEN; GAVIOUS, 2016) até enviar sinalizações para o mercado e gerenciamento de tributos (GUTMANN et al, 2010; LAMBRECH; MYERS, 2012 *apud* CHEN; GAVIOUS, 2016).

Goncharov e van Triest (2011) analisaram ampla amostra de empresas para avaliar se ajustes a maior no valor justo de ativos financeiros implicavam aumento dos dividendos pagos, culminando com a distribuição de lucros não realizados. Ao contrário do esperado, as evidências indicaram redução dos pagamentos de dividendos. Os autores não conseguiram demonstrar empiricamente as razões para tal comportamento, mas aventaram algumas possibilidades: que os gestores podem se utilizar de um grande aumento nos ganhos para, de forma oportunista, reduzir dividendos; que o crescimento do lucro pode ser percebido como não sustentável e os dividendos são reduzidos para um certo percentual dos lucros recorrentes; ou que as altas expectativas de crescimento levam ao aumento dos investimentos que, por sua vez, reduzem o fluxo de caixa livre.

Por outro lado, Chen e Gaviouis (2016) analisam mudanças na política de distribuição de dividendos de empresas a partir da adoção das IFRS. Baseado em amostra de empresas israelenses, as autoras identificaram significativo aumento de distribuição de dividendos decorrentes de resultados não realizados, especialmente decorrentes de reavaliação de ativos mensurados pelo valor justo, culminando com a distribuição de resultados não realizados quando comparados ao período pré-adoção das IFRS. A abordagem das autoras indica que a adoção do novo padrão contábil facilitaria o gerenciamento de resultados por meio de escolhas contábeis discricionárias envolvendo a mensuração a valor justo de ativos e passivos, especialmente em países em que não haveria restrições à distribuição de dividendos sobre resultados não realizados.

Assim, baseado nos estudos que indicam a relutância dos gestores em alterar as políticas de dividendos, acredita-se que pode haver ações dos gestores tendentes a manter essas estáveis, caso a mudança das normas contábeis (IFRS) tenha provocado alterações no equilíbrio dessas políticas.

3 METODOLOGIA

A partir dos objetivos estabelecidos, adotar-se-á o modelo de análise baseado Chen e Gaviouis (2016). O primeiro passo na construção da análise empírica é a obtenção do *payout* das empresas brasileiras, que representa o percentual de distribuição de dividendos (dividendos pagos/lucro realizado), no período pré-IFRS e pós-IFRS, de forma a se avaliar se houve alteração significativa na política de distribuição após a mudança normativa.

O segundo passo é verificar quais são os determinantes dos dividendos distribuídos e se houve distribuição desses sobre lucros não realizados no período pré-IFRS e pós-IFRS. A mensuração de ativos e passivos a valor justo pode proporcionar lucros não realizados, cujos resultados (a maior ou a menor) podem compor a base de cálculo dos dividendos. No Brasil, não há vedação legal para distribuição de lucros não realizados de parte dos ativos e passivos avaliados a valor justo.

3.1 Modelo

O modelo que se propõe é especificado com dados em painel baseado e visa avaliar os determinantes da distribuição de dividendos, bem como se houve alguma mudança decorrente da adoção das IFRS, a saber:

$$Div_{it} = \alpha + b_1 Porte_{it} + b_2 CR_{it} + b_3 RR_{it} + b_4 RNR_{it} + b_5 INV_CAP_{it} + b_6 Caixa_{it} + b_7 Alavancagem_{it} + b_8 GER_TRIB_{it} + b_9 IFRS_{it} + \varepsilon_t \quad (1)$$

onde: *Div* é a variável explanada representada pelo montante de dividendos pagos no exercício dividido pelo lucro realizado do mesmo período (*payout*); *Porte* é o logaritmo natural dos ativos totais; *CR* é o percentual de variação das vendas anuais; *RR* são os lucros realizados do período; *RNR* são os lucros não realizados do período. Tanto *RR* quanto *RNR* são divididos pelos ativos totais defasados; *Inv_Cap* são os dispêndios de capital (variação do imobilizado bruto) divididos pelos ativos totais defasados; *Caixa* é montante de Caixa e Equivalentes Caixa divididos pelos ativos totais; *Alavancagem* é o total obrigações de curto e longo prazos divididos pelos ativos totais; *Ger_Trib* é uma *proxy* de gerenciamento de resultados via tributos obtida a partir da diferença entre o lucro tributável e lucro contábil antes dos impostos dividido pelos ativos totais defasados; *IFRS* é uma variável *dummy* que visa separar o período pré e pós adoção completa das IFRS no Brasil, sendo 0 para o período de 2005 a 2009 e 1 para os períodos de 2010 a 2014; e ε é o termo de erro.

Adotou-se, neste estudo, o fluxo de caixa operacional (FCO) como *proxy* do resultado realizado, conforme Tucker e Zarowin (2006). Para cálculo da variável *RR*, dividiu-se o FCO pelos ativos totais defasados. Os lucros não realizados são representados pela diferença entre o fluxo de caixa operacional e o lucro líquido, descontados os impostos incidentes sobre essa parcela pela alíquota padrão de 34% (25% - Imposto de Renda e 9% de Contribuição social), resultado esse dividido pelos ativos totais defasados. Optou-se por essa metodologia em razão das dificuldades informacionais para a segregação dos lucros realizados e não realizados decorrentes da adoção das IFRS, notadamente dos ativos e passivos avaliados a valor justo, dada a falta de uniformidade na evidenciação entre as empresas.

3.2 Amostra

A amostra é composta por companhias abertas do setor elétrico listadas na B3, no período analisado, para as quais foram obtidas as informações necessárias ao desenvolvimento do trabalho. Optou-se pela avaliação do setor elétrico por sua importância estratégica, relevância econômica, por se tratar de setor regulado do qual se espera maior rigor na elaboração de suas demonstrações financeiras, bem como por se tratar de setor com emprego intensivo de capital, o que pressupõe maior necessidade de financiamento de

projetos junto ao mercado e, por consequência, maior preocupação na adoção de políticas estáveis de distribuição de remuneração aos acionistas.

O horizonte temporal definido para a pesquisa é do ano de 2005 a 2014, sendo cinco anos do período pré-IFRS (2005-2009) e cinco anos do período pós-IFRS (2010-2014), tendo como referência a adoção completa das IFRS. O período definido visa isolar o momento de transição entre BRGAAP/IFRS. Todos os dados coletados são anuais, extraídos das demonstrações financeiras consolidadas das empresas da amostra, parte obtida por meio da base de dados Economatica e parte oriundas das demonstrações financeiras consolidadas publicadas.

Na próxima seção, são descritos e discutidos os resultados da pesquisa.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Nesta seção são analisados os dados e os resultados das regressões, desenvolvidas a partir de modelo de regressão em painel.

4.1 Análise dos dados

Inicialmente foram analisadas as características da amostra, por meio da análise descritiva das variáveis, conforme Tabela 1.

Nota-se, comparando-se os períodos pré_IFRS com o pós-IFRS, que houve elevação média do *payout*, saltando de 46,5% para 59,6% do resultado realizado, comportamento semelhante quando se analisa com base na mediana; ligeiro aumento do fator porte, crescimento de receitas e do endividamento das empresas no mesmo período; redução do volume médio de Caixa e Equivalentes Caixa; redução média dos resultados realizados e não realizados e redução significativa dos investimentos de capital no período.

Tabela 1 – Estatística Descritiva – Variáveis

	RNR	RR	Div	Caixa	Porte	CR	Inv_Cap	Alavanc	Ger Trib
Pré-IFRS									
. Média	-0.0278	0.1246	0.4654	0.0815	16.3496	0.0838	0.2207	0.2976	0.0143
. Mediana	-0.0294	0.1111	0.3905	0.0743	16.3300	0.0913	0.0628	0.3017	0.0158
. Desvio-Padrão	0.0341	0.0423	0.3069	0.0394	0.4399	0.0860	0.3417	0.0874	0.0114
Pós-IFRS									
. Média	-0.0198	0.0939	0.5959	0.0780	16.8391	0.1410	0.0231	0.3261	0.0129
. Mediana	-0.0189	0.0939	0.5696	0.0766	16.8141	0.1353	0.0294	0.2967	0.0107
. Desvio-Padrão	0.0176	0.0375	0.2651	0.0268	0.4228	0.1276	0.1441	0.1283	0.0161
Pooled									
. Média	-0.0238	0.1092	0.5306	0.0798	16.5944	0.1124	0.1219	0.3118	0.0136
. Mediana	-0.0243	0.1074	0.5189	0.0760	16.4613	0.1211	0.0478	0.2971	0.0142
. Desvio-Padrão	0.0271	0.0425	0.2914	0.0334	0.4934	0.1115	0.2781	0.1096	0.0138

Fonte: Elaborado pelos autores

Analisando-se a matriz de correlação das variáveis (Tabela 2), nota-se relação positiva entre os dividendos pagos (*payout*) e lucros realizados (RR) e não realizados (RNR), sendo que este último apresenta correlação mais forte que o primeiro, o que pode indicar maior força dos lucros não realizados na determinação dos dividendos pagos.

Tabela 2 – Matriz de Correlação

	RNR	RR	Div	Caixa	Porte	CR	Inv_Cap	Alavanc	Ger Trib
RNR	1	-0.5351	0.2965	-0.1967	0.2578	0.2362	-0.0511	-0.1572	0.1426
RR		1	0.0882	0.0932	-0.5084	-0.0935	0.1865	0.0663	0.2765
Div			1	-0.4203	0.1899	0.0935	-0.2348	0.3828	0.1071
Caixa				1	0.0547	-0.3221	0.0577	0.0197	0.0501
Porte					1	0.1347	-0.1678	0.4442	-0.2214
CR						1	0.1820	-0.0312	0.1794
Inv_Cap							1	-0.1381	0.2177
Alavanc								1	-0.1293
Ger Trib									1

Fonte: Elaborado pelo autores - Software Eviews

Outro aspecto que merece destaque é a correlação positiva entre alavancagem e os dividendos, fato que, combinado com a correlação negativa entre esta variável e a variável Caixa e Equivalentes Caixa, sinaliza a disposição das empresas em aumentar o endividamento para a manutenção do pagamento de dividendos, coerente com as teorias que afirmam que as empresas se esforçam para evitar redução dos dividendos distribuídos.

Adicionalmente, não se observam correlações significativamente fortes entre as variáveis a ponto de indicar possibilidade de multicolinearidade no modelo, bem como a presença de raízes unitárias nas séries utilizadas no estudo.

A seguir, são analisados os resultados das regressões em painel.

4.2 Resultados das Regressões

Primeiramente, foi realizado o teste de redundância de efeitos fixos, que indicou a adequação do modelo de regressões em painel *pooled*, por meio do qual foram desenvolvidas e analisadas três regressões do modelo descrito na eq. 1, separados em três períodos: 2005-2009, 2010-2014 e 2005-2014, quais sejam: período pré-IFRS, pós-IFRS e período completo, respectivamente. No último foi incluída a variável *dummy* IFRS visando capturar o efeito adoção das normas internacionais sobre a variável dependente Div, controladas pelas variáveis explanatórias, conforme modelo descrito na eq.1.

Na regressão que compreende o período pré-IFRS (2005-2009), descrita na Tabela 3, observou-se significância de todas as variáveis explanatórias, com exceção da *Alavancagem*, o que indica que as empresas não se valeram de aumento de endividamento para sustentar suas políticas de distribuição de dividendos no período. Verifica-se relação positiva e significativa entre o crescimento de receitas (*CR*), *Porte*, resultados realizados (*RR*) e resultados não realizados (*RNR*) com a distribuição de dividendos, enquanto a disponibilidade de caixa e equivalentes (*Caixa*) e investimentos de capital (*Inv_Cap*) apresentam relação negativa, comportamento coerente com os identificados em estudos anteriores. O R^2 ajustado da regressão foi 0,882, apresentando grau relativamente alto de explicação da variável explanada.

Tabela 3 – Resultado das Regressões em Painel - *Pooled*

Variável Dependente: <i>Div</i>			
Variáveis Independentes	Coeficiente (t-Stat)		
	Pré-IFRS	Pós-IFRS	2005-2014
Intercepto	-0.953 (-1.540)	-3.031 (-3.011)***	-1.341 (-2.112)**
Porte	0.102 (2.705)***	0.160 (2.697)***	0.087 (2.415)**
CR	0.487 (3.002)***	-0.885 (-6.881)***	-0.463 (-4.167)***
RR	4.973 (12.566)***	3.683 (5.688)***	3.745 (10.188)***
RNR	6.772 (15.075)***	9.024 (5.566)***	6.553 (11.814)***
Inv_Cap	-0.199 (-3.859)***	-0.461 (-4.185)***	-0.226 (-4.204)***
Caixa	-3.232 (-9.104)***	-3.572 (-5.313)***	-3.663 (-9.925)***
Alavancagem	0.266 (1.576)	0.950 (5.411)***	0.946 (8.150)***
Ger_Trib	-6.101 (-4.459)***	5.111 (4.281)***	2.202 (2.456)**
IFRS			0.155 (5.838)***
R ² Ajustado	0.882	0.643	0.700
Durbin-Watson stat	1.899	2.263	1.821
Nº observações (pool)	115	125	240

*** e ** denotam significância a 1% e 5%, respectivamente.

Pré-IFRS = 2005-2009; Pós_IFRS = 2010-2014

Porte: variável representativa do porte da empresa; CR: Variação de Contas a Receber; RR: Resultado Realizado; RNR: Resultado Não Realizado; Inv_Cap: Investimentos de Capital; Caixa: Caixa e Equivalentes Caixa; Ger_Trib: Proxy de gerenciamento de resultados via tributação; e IFRS: variável dummy representativa do momento de adoção completa das IFRS, sendo 0 para o período 2005-2009 e 1 para para os demais.

Fonte: Elaborado pelos autores - Software Eviews

Na especificação que abarca o período pós-IFRS (2010-2014), conforme Tabela 3, notou-se significância de todas as variáveis do modelo. Destaque-se que a influência dos *RNR* sobre a distribuição de dividendos se mostrou cerca de duas vezes e meia maior que dos *RR*, enquanto no período pré-IFRS não atingiu uma vez e meia. Logo, observa-se que os resultados não realizados mostraram-se mais significativos no período pós-IFRS. Esse comportamento mostra-se coerente com a relação positiva e significativa da *Alavancagem* com a distribuição de dividendos, indicando que, para sustentar a distribuição de dividendos sobre resultados não realizados, as empresas se valeram de aumento do endividamento. Essa constatação é compatível com a identificada no estudo de Chen e Gavius (2016).

Outro ponto interessante foi a relação positiva e significativa do gerenciamento de resultados via tributação (*Ger_Trib*) na distribuição de dividendos, indicando que, além do aumento do endividamento, as empresas também se valeram desse mecanismo para executar

suas políticas de distribuição. O R^2 ajustado da regressão alcançou 0,643, menor que os 0,882 observados no período pré-IFRS, indicando que existem outras variáveis relevantes, não capturadas no modelo proposto, que influenciaram na distribuição de dividendos no período pós-IFRS.

Quanto à regressão que contempla todo o período (2005-2014), descrita na Tabela 3, observa-se significância a 1% de todas as variáveis do modelo, com exceção do *Porte* e *Ger_Trib*, que se mostraram significativas a 5%. É interessante destacar que tanto os resultados realizados (*RR*) quanto não realizados (*RNR*) se mostraram positiva e significativamente relacionados com dividendos distribuídos, sendo que os últimos se mostraram mais fortes. Os investimentos de capital (*Inv_Cap*) e as disponibilidades de caixa e equivalentes (*Caixa*) mostraram-se negativamente relacionados com os dividendos distribuídos, comportamento esse coerente com o esperado. Outro ponto de destaque é que se identificou relação positiva e significativa entre alavancagem e dividendos distribuídos no período completo, o que indica a importância do aumento do nível de endividamento para garantir o pagamento de dividendos. Por fim, identificou-se relação positiva e significativa entre a variável *dummy IFRS* e dividendos distribuídos, indicando que a adoção das IFRS influenciou positivamente na distribuição de dividendos. O R^2 ajustado da regressão no período completo alcançou 0,700.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve por objetivo avaliar os determinantes da distribuição de dividendos nas companhias brasileiras de capital aberto do setor elétrico no período de 2005 a 2014, bem como se a adoção das Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil se refletiu na distribuição de dividendos das companhias.

Os resultados do estudo indicaram relação positiva e significativa entre dividendos pagos (*payout*) e lucros não realizados no período, com significativo aumento da proporção dos lucros não realizados na distribuição de dividendos no período pós-IFRS (2010-2014).

Constatou-se, também, influência positiva do gerenciamento de resultados por meio da tributação no período pós-IFRS, diferentemente do período pré-IFRS, em que essa relação se mostrou negativa.

No tocante ao endividamento, observou-se relação positiva e significativa com dividendos distribuídos no período pós-IFRS, o que sugere disposição das companhias em

aumentar dívidas para sustentar suas políticas de distribuição de dividendos. Esse comportamento se mostra coerente com a teoria e com os resultados de estudos anteriores.

Em relação à adoção das IFRS, observou-se relação positiva e significativa entre a adoção das normas e a distribuição de dividendos, indicando que o novo padrão normativo pode ter propiciado maiores condições para a distribuição de remuneração aos acionistas. É importante ressaltar que há que se investigar melhor as razões desse comportamento, bem como se a mensuração de ativos e passivos a valor justo, que confere maior poder discricionário em termos de escolhas contábeis, pode ter influência nesse processo.

Assim, rejeita-se a hipótese estabelecida de que “a adoção obrigatória das IFRS no Brasil não provocou reflexos na distribuição de dividendos das empresas de capital aberto do setor elétrico brasileiras”.

O estudo tem como limitação a não identificação dos elementos determinantes dos lucros não realizados, bem como se esses podem ter como causa preponderante lucros não realizados decorrentes de avaliação a valor justo de ativos e passivos. Sugere-se, ainda, aprofundamento deste aspecto em futuros estudos em empresas brasileiras, a ampliação da amostra para empresas pertencentes a outros setores econômicos da B3, bem como a identificação de outras variáveis explanatórias que aumentem o poder explicativo do modelo.

REFERÊNCIAS

BALL, R. **International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors.** Accounting and Business Research, Special Issue: International Accounting Policy Forum, p. 5-27, 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Comunicado N° 14.259**, de 10 de março de 2006. Comunica procedimentos para a convergência das normas de contabilidade e auditoria aplicáveis às instituições financeiras e às demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil com as normas internacionais promulgadas pelo International Accounting Standards Board (IASB) e pela International Federation of Accountants (IFAC). Disponível em: < <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=106064950>>. Acessado em: 01. jul.2018.

BRASIL. **Lei n° 11.638/2007**, de 28 dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm>. Acessado em: 11.jul.2018.

BRASIL. **Lei nº 6.404/1976**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acessado em: 11.jul.2018.

BRAV, A.; GRAHAN, J. R.; HARVEY, C. R. e MICHAELY, R. Payout policy in the 21st century. **Journal of Financial Economics**. V. 77, Issue 3, p. 483-527, 2005.

BRUGÜEMANN, U; HITZ, J.; SELLHORN, T. Intended and unintended consequences of mandatory IFRS adoption: A review of extant evidence and suggestions for future research. **European Accounting Review**. v. 22, Issue I, p. 1-37, 2013.

CHEN, E.; GAVIOUS, I. **Unrealized earnings, dividends and reporting aggressiveness: an examination of firm's behavior in the era of fair value accounting**. Accounting and Finance v. 56, p.217-250, 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução N° 457**, de 13 de julho de 2007. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras consolidadas, com base no padrão contábil internacional emitido pelo International Accounting Standards Board - IASB. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislação/instruções/anexos/400/inst457consolid.pdf>>. Acessado em: 01. jul.2018.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Resolução CFC nº 1.055/2005**, de 07 de outubro de 2005. Cria o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), e dá outras providências. Disponível em: http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sr.e.aspx?Codigo=2005/001055 Acessado em: 11.jul.2018.

DASKE, H., HAIL, L., LEUZ, C. e VERDI, R. Adopting a label: heterogeneity in the economic consequences around IAS/IFRS adoptions. **Journal of Accounting Research**, v. 51, Issue 3, 495-547, 2013.

EUROPEAN PARLIAMENT e EUROPEAN COUNCIL. **Regulation (EC) No 1606/2002** of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002. Disponível em:<<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32002R1606&rid=1>>. Acessado em 01.05.2018.

GONCHAROV, I.; VAN TRIEST, S. **Do fair value adjustments influence dividend policy?** Accounting and Business Research, v. 41, n. 1, p. 51-68, 2011.

HOLTHAUSEN, R. W.; LEFTWICH, R.W. The economic consequences of accounting choice: Implications of costly contracting and monitoring. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 77-117, 1983.

TUCKER, J.W.; ZAROWIN, P. A. **Does income smoothing improve earnings informativeness?** The Accounting Review. v. 81, n. 1, p. 251-270, 2006.

WATTS, R.L; ZIMMERMAN, J.L. **Towards a positive theory of the determination of accounting standards**. The Accounting Review. v. 53, n. 1, p. 112-134, 1978.

ZEFF, S.A. The rise of economic consequences. **The Journal of Accountancy**. 1978. p. 56-63.

Como Referenciar este Artigo, conforme ABNT:

QUINTEIRO, L. G. L; NIVAMA, J. K. Efeitos da Adoção das IFRS Sobre A Distribuição de Dividendos de Companhias Abertas Brasileiras do Setor Elétrico. **Rev. FSA**, Teresina, v.16, n. 6, art. 6, p. 101-120, nov./dez. 2019.

Contribuição dos Autores	L. G. L. Quinteiro	J. K. Nivama
1) concepção e planejamento.	X	X
2) análise e interpretação dos dados.	X	X
3) elaboração do rascunho ou na revisão crítica do conteúdo.	X	X
4) participação na aprovação da versão final do manuscrito.	X	X