

## **Análise da Política de Dividendos no Ambiente Simulado: um Estudo Aplicado com Jogos de Empresas**

*Jociara Rodrigues Campos, Graduada.*  
Universidade Federal Fluminense  
E-mail: jociararodrigues@gmail.com

*Murilo Alvarenga Oliveira, DSc.*  
Universidade Federal Fluminense  
E-mail: malvarenga@vm.uff.br

*Rodrigo Carlos Marques Pereira, MSc.*  
Universidade Federal Fluminense  
E-mail: rodrigocmp@gmail.com

### **Resumo**

O presente artigo buscou reforçar a teoria para demonstrar a importância do tema destacando a possibilidade de usar Ambientes Simulados como contexto de pesquisa aplicada à Administração. O objetivo teve como orientação identificar se padrões de políticas de dividendos está relacionado com a criação de valor em um jogo de empresas específico. O estudo descritivo realizado buscou uma maior fundamentação teórica sobre política de dividendos, valor econômico das empresas e a sua aplicação num jogo de empresas. A pesquisa caracteriza-se como qualitativa, pois estabeleceu-se a relação entre a Teoria da distribuição de dividendos e os padrões praticados pelas empresas num simulador organizacional denominado Exercício de Gestão Simulada - EGS, (SAUAIA,2008) e quantitativa, pois mediu estatisticamente essa relação. A amostra utilizada adotou turmas do quinto e sexto semestres de um curso de graduação em Administração de uma universidade federal do estado do Rio de Janeiro, ao todo foram trinta e uma equipes com setenta e seis períodos de tomada de decisão (observações) entre 2007 a 2009. Conclui-se que o valor econômico tem uma importante relevância na distribuição de dividendos adotada pelas empresas no ambiente simulado. Todavia, a falta de conhecimento adequado sobre as práticas de relações com investidores, em que uma delas seria a remuneração dos acionistas, fez com que os membros sentissem dificuldades para tomar decisões quanto ao tipo de política de dividendos mais adequada para ser aplicada nas empresas, demonstrando que o tema deve ser disseminado nas escolas de Administração.

**Palavras-chave:** Dividendos, Valor Econômico das Empresas, Aprendizagem vivencial e Jogo de Empresas.

## 1- Introdução

Há três anos, houve um grande crescimento nos pagamentos de dividendos, nos juros sobre o capital próprio e nos rendimentos. Os pagamentos destes proventos realizados pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) cresceram 30% em 2003, 51% em 2004 e mais 30% em 2005. Segundo dados da Bovespa, nestes anos foram repassados aos investidores R\$ 9,0 bilhões, R\$ 13,6 bilhões e R\$ 17,7 bilhões, respectivamente. Sendo um ganho adicional ocasionado pela expressiva valorização das ações nesse período, em que o Ibovespa saltou de 11.268 pontos para 33.455 pontos – uma alta expressiva de 196,9%. Até março deste ano, foram distribuídos pela CBLC mais R\$ 6,3 bilhões em dividendos e a Bolsa continuou crescendo. Em maio de 2006, o índice das ações mais negociadas na Bovespa continuava crescendo, próximo dos 42 mil pontos, com novos recordes históricos de alta e volume negociado. Com a governança corporativa em alta e a melhora dos resultados das companhias, as remunerações em dinheiro adicionam um considerável ganho à rentabilidade das ações e tendem a tornar mais atrativas as empresas abertas que pagam mais do que os 25% do lucro previsto na Lei das Sociedades Anônimas. Sendo assim, o montante de dividendos e juros sobre o capital distribuídos pelas companhias abertas ajuda a movimentar a economia. No Brasil, esses níveis de distribuição são atrativos em termos mundiais. Esses dividendos representam a parcela do lucro das empresas que será distribuída aos detentores das ações, ela deverá ser proporcional ao número de ações que cada acionista possui. A forma como eles serão distribuídos, depende da política de dividendos estabelecida pelo estatuto social de cada organização.

No estudo em questão, o simulador Organizacional adotado exige das empresas simuladas a decisão de distribuir dividendos. Pois, elas além de financiar as atividades da organização, também é responsável pela remuneração dos seus acionistas. Porém, no decorrer do jogo, não fica claro quais são os padrões de política de dividendos estabelecidos pelas empresas participantes e nem seus impactos nos índices de desempenho das mesmas.

Todavia, este artigo não pretende esgotar, nem muito menos definir como prerrogativas os achados relacionados à aplicabilidade da teoria da distribuição de dividendos em jogos de empresas, mas acima de tudo poder contribuir com um estudo sobre um tema ainda pouco explorado, principalmente entre os pesquisadores brasileiros.

## 2. Problema de Pesquisa e Objetivos

O dilema do estudo concentra-se na influência da distribuição de dividendos no Valor econômico das Empresas Simuladas. Isto reflete nas seguintes questões: Quais são os padrões de Política de distribuição de dividendos adotados pelas empresas do Ambiente Simulado? Eles existem?

O objetivo geral desta pesquisa é analisar os padrões de política de dividendos dentro do ambiente simulado, verificando a sua relação com a criação de valor. Como objetivos específicos, motivam-se os seguintes:

- a) Apresentar o perfil das empresas participantes do EGS no período de 2007 a 2009, no que diz respeito à distribuição de dividendos e a sua relação com o índice de desempenho no jogo.
- b) Identificar se existe um padrão de política de dividendos nas empresas participantes do jogo.
- c) Comparar as diferentes políticas de dividendos adotadas pelas empresas no ambiente simulado.
- d) Analisar o crescimento do valor econômico das empresas, comparando o tipo de política de dividendos praticada.

Para nortear os objetivos da pesquisa o estudo visou trabalhar com duas suposições:

- a) Suposição 1: Não há relação de influência entre as políticas de distribuição de dividendos e o valor econômico agregado das empresas.
- b) Suposição 2: Há relação de influência entre as políticas de distribuição de dividendos e o valor econômico agregado das empresas.

### **3. Fundamentação Teórica**

#### **3.1. Dividendos**

Os dividendos representam uma fonte de fluxo de caixa para os acionistas e fornecem informações a respeito do desempenho atual e futuro da empresa. Como os lucros que não são distribuídos como dividendos representam uma forma de financiamento interno, a decisão de investimentos pode afetar significativamente as necessidades de financiamentos externos da empresa (Gitman, 2004, p.478). O termo dividendo refere-se ao pagamento de lucros em dinheiro. Porém, se um pagamento é realizado de maneira diferente dos lucros correntes ou dos lucros retidos acumulados, é mais utilizado o termo distribuição, e não *dividendo*. Todavia, é aceitável referir-se a uma distribuição de lucros como um dividendo e a uma distribuição de capital como um dividendo de liquidação. Sendo assim, de forma geral todo o pagamento direto realizado pela organização aos acionistas pode ser considerado um dividendo ou parte da política de dividendos (Jordan, 2008).

Muitos estudos e teorias sobre política de dividendos têm sido realizados em literatura de finanças. Mas, embora esses estudos façam levantamentos relevantes sobre o assunto, outros aspectos acabam sendo mais importantes como a tomada de decisão nas áreas de orçamento de capital e estrutura de capital (Gitman, 2004). A política de dividendos consiste na decisão de escolher entre distribuir os lucros ou retê-los. Ela é de grande importância na determinação do valor de uma empresa. Na visão dos acionistas, os dividendos são considerados como um sinal da capacidade da empresa em gerar lucros.

A seguir o estudo apresenta as teorias de distribuição de dividendos, onde a principal teoria discutida (a residual) diz que os dividendos devem ser pagos somente após realizar todas as necessidades de financiamento e investimento. A segunda (irrelevante) argumenta que os dividendos não afetam os preços das ações e a terceira (relevante) fala que os dividendos são importantes para a mensuração do valor da empresa.

##### **3.1.1. Teoria Residual dos dividendos**

Segundo Gitman (2004), nesta teoria o dividendo pago é igualado aos lucros realizados menos a quantia de lucros retidos necessária para financiar o orçamento de capital ótimo da empresa. De acordo com as seguintes etapas:

- 1) Ótimo de investimento: determinar o orçamento de capital ótimo, ou seja, a quantia de capital necessária para financiar aquele orçamento.
- 2) Meios líquidos para fornecer capital próprio: usar os lucros retidos para fornecer o capital próprio, na quantia possível.
- 3) Montante de dividendos pagos: distribuir dividendos somente se estiver disponível mais lucro do que os necessários para financiar o orçamento de capital ótimo.

Afirma que os dividendos pagos pela empresa sejam encarados como um *resíduo*, ou seja, o montante que tenha sobrado após terem sido empreendidas todas as oportunidades estratégicas de investimentos. Todavia, se as necessidades de capital excederem os lucros retidos, nenhum dividendo em dinheiro será pago.

### 3.1.2. Teoria da Irrelevância dos Dividendos

A outra visão é a de Modigliani e Miller, dizem que a política de dividendos de uma empresa é *irrelevante*. Em outras palavras, nada poderia ser feito, em termos de política de dividendos, para afetar o valor da ação, principalmente maximizá-lo, como é o objetivo norteador de toda a Administração Financeira.

Gitman (2004) descreve que para Modigliani e Miller essa independência entre dividendos e a taxa de retorno, existe porque para os investidores é indiferente receber dividendos ou ganhos de capital, pois tendem a reaplicar os dividendos recebidos em ações com riscos semelhantes. Concordam que os dividendos correntes têm menor incerteza do que os dividendos futuros, porém, comparando com os ganhos de capital, o recebimento de dividendos é desfavorecido pela incidência de tributação mais pesada. Pois, a alíquota de Imposto de Renda é maior.

Uma das discussões dessa teoria de M&M é que a política de dividendos não afeta a taxa de retorno exigida sobre o patrimônio líquido. Já para as idéias de Myron Gordon e John Lintner o retorno exigido diminui à medida que a distribuição de dividendos aumenta, porque os investidores estão menos certos de receberem os ganhos de capital supostamente resultante da retenção de lucros do que quanto a receber pagamentos de dividendos. Porém, M&M chamaram o argumento Gordon-Lintner de falácia do **pássaro na mão** porque, na opinião deles, a maioria dos investidores pretendem reinvestir seus dividendos em ações da mesma empresa ou de empresas similares e, de qualquer forma, o grau de risco dos fluxos de caixa da empresa para os investidores no longo prazo, é determinado pelo grau de risco dos fluxos de caixa operacionais e não da política de distribuição de dividendos (GITMAN, 2004).

### 3.1.3. Teoria da Relevância dos Dividendos

Gordon e Lintner defendem a teoria de que a política de dividendo é *relevante* para o valor da ação. O principal argumento é o de que o custo do capital próprio cai à medida que aumenta o índice de “*payout*”, ou seja, o quociente entre dividendo por ação e lucro por ação. Ocorrendo devido ao aumento do dividendo esperado por ação, apesar da redução da taxa de crescimento.

Segundo Gitman (2004), estudiosos afirmam que os dividendos contam na determinação do valor de uma empresa, indicam que existem três razões principais para que os investidores prefiram os dividendos e para que o valor da empresa seja afetado pelos seus pagamentos. São elas:

1) **“pássaro na mão”**: os dividendos em dinheiro hoje valem mais do que o dinheiro futuro provenientes dos lucros retidos reinvestidos. Quando a empresa paga dividendos em dinheiro, ele reduz a incerteza do investidor. Isso torna o risco menor que, por sua vez, diminui a taxa de desconto.

2) **conteúdo informacional**: por meio do pagamento de dividendos, uma empresa sinaliza aos investidores que ela espera gerar lucros para pagar esses dividendos no futuro. Ao contrário, quando uma empresa para de pagar dividendos, está deixando os investidores saberem que alguma coisa está errada. Por isso, a empresa deve informar o porquê de mudanças na política de dividendo, caso estas ocorram.

3) **o efeito clientela**: implica que alguns investidores precisam, ou preferem, o lucro hoje, a tê-lo no futuro. Especialmente, aqueles investidores de baixa renda que estão mais interessados no recebimento da remuneração do capital mais cedo em detrimento de maiores retornos, que podem ser pagos em uma data futura. Esse tipo de investidor tende a investir em ações que pagam dividendos constantes e, de preferência, que ofereçam elevados

rendimentos. Procuram por ações que tenham retornos próximos aos dos outros ativos. Por isso, se a empresa reduz seus dividendos, eles tendem a ficar apreensivos e propensos a se desfazerem das ações, caso o valor das mesmas caia como consequência de tal decisão. Porém no Brasil, a figura dos investidores de baixa renda é rara, pois as pessoas com este nível de renda geralmente não possuem recursos livres para investir em ações.

### 3.1.4. Tipos de política de dividendos

Segundo (Gitman, 2004), a política de dividendos da empresa deve ser construída tomando como base dois objetivos básicos: proporcionar financiamento suficiente e maximizar a riqueza dos proprietários. Sendo assim, os tipos existentes são:

**Quadro 1: Tipos de Políticas de Dividendos**

Tipos	Tipos de Política de dividendos	Definição
1	Índice de <i>payout</i> constante (ou Dividendos com taxa estável)	O pagamento de dividendos é baseado numa percentagem prefixada do lucro por ação. Variam de acordo com o lucro, ou seja, se o lucro cair ou em caso de prejuízo, os dividendos serão baixos ou até inexistentes.
2	Dividendos regulares (ou Dividendos de valor estável)	O pagamento é anualmente um valor fixo por ação. Mas, pode ser modificado por meio de uma ação da empresa. Ex.: um lucro elevado por ação.
3	Dividendo regular-baixo-mais-extra	Pagamento de um dividendo regular baixo (estável), suplementado por um dividendo adicional, garantido pelos lucros obtidos.

Fonte: Adaptado de Gitman (2004, p.486-488)

## 3.2. Valor Econômico das Empresas

### 3.2.1. Criação de valor e Taxa Interna de Retorno (TIR)

Um investidor, ao direcionar os seus recursos para a constituição de uma empresa, abrindo mão de outras formas de investimentos está optando pelo que muitos autores chamam de custo de oportunidade. Todavia, essa aplicação exige um certo grau de retorno sobre o ativo total e o patrimônio líquido da empresa. Será o lucro residual da empresa que incrementa a riqueza dos proprietários.

Segundo (Gitman, 2004, p.344), a Taxa Interna de Retorno é uma técnica sofisticada de orçamento de capital muito utilizada pelas empresas. Ela representa a taxa de desconto que iguala o Valor Presente Líquido (VPL) de uma oportunidade de investimento à \$ 0. Pois, o valor presente das entradas de caixa iguala-se ao investimento inicial. Trata-se da taxa composta de retorno anual que a empresa obteria se o projeto fosse realizado e recebesse as entradas de caixa previstas. Utilizada na tomada de decisão para aprovar ou rejeitar um projeto, usando os seguintes critérios:

- Tendo uma TIR maior que o custo de capital, o projeto deve ser aceito.
- Tendo uma TIR menor que o custo de capital, o projeto deve ser rejeitado.

Isso significa que, usando esses critérios, a empresa está assegurando-se de que irá obter pelo menos o retorno exigido. Pois, esse resultado aumentará seu valor de mercado e, consequentemente, a riqueza de seus acionistas.

### 3.2.2. Valor Econômico Adicionado (EVA)

O Valor Econômico Adicionado (EVA) segundo (Gitman, 2004, p.14) é uma medida usada pelas empresas para determinar se um investimento proposto ou existente contribui positivamente para a riqueza dos acionistas. O EVA representa a parcela residual do lucro após o custo de capital da empresa, ou seja, é o lucro líquido menos o custo do capital próprio. De acordo com a Equação 2 abaixo:

$$\text{Equação 2: } \text{EVA} = \text{Lucro Líquido} - \text{Custo do Capital Próprio}$$

Isso quer dizer que, quando o custo de capital da empresa for superior ao lucro líquido, a empresa terá um resultado negativo do EVA, caracterizando uma ausência de lucro residual para o proprietário ou valor econômico adicionado. Todavia, se a empresa obtiver um EVA positivo, significa que a ela alcançou taxas de retornos superiores aos custos de capital, ocorrendo um aumento no valor da empresa perante o mercado, levando-o a reagir positivamente e aumenta a riqueza do acionista.

### 3.3. Aprendizagem vivencial e Jogo de Empresas

O Jogo de empresas é caracterizado como um método apoiado pela teoria da aprendizagem vivencial e apresenta diversos elementos que complementam as técnicas de ensino tradicional. O caráter lúdico dos jogos, somado ao ambiente fortemente participativo e voltado para os alunos, proporciona aos docentes uma possibilidade de aprendizagem satisfatória e efetiva. Para Gramigna (1993, p. 9), além do aperfeiçoamento de habilidades técnicas, o jogo proporciona o aprimoramento das relações sociais entre as pessoas. As situações oferecidas modelam a realidade social e todos têm a oportunidade de vivenciar seu modelo comportamental e atitudinal. Para atingir objetivos, os jogadores passam por um processo de comunicação intra e intergrupar, em que é exigido de todos usar diferentes habilidades. Segundo Sauaia (1995, p. 20-28), de forma simplificada, os teóricos do condicionamento estímulo-resposta consideram que a aprendizagem é um processo de mudança no comportamento, ocorrendo por meio de estímulos e respostas que se relacionam e obedecem aos princípios mecanicistas. Para os praticantes da teoria de campo-gestalt, a aprendizagem é um processo de aquisição ou mudança de *insights*, isto é, de perspectivas ou padrões de pensamento. Concluindo, que na aprendizagem vivencial, por meio de jogos de empresas o papel principal desloca-se para o participante da simulação, que passa a ser o centro do processo de aprendizagem, diferentemente do ensino tradicional. Facilitando um maior envolvimento, pelo desejo caracterizado pela busca de aprendizagem competitiva e cooperativa. O trabalho em grupo prevalece sobre a apresentação expositiva e individual do instrutor. O processo é baseado nos pensamentos estratégicos de cada participante, em um ambiente que desafia, ao mesmo tempo em que acolhe, combinando momentos de disputa e de união entre os educandos e entre eles e o educador.

O jogo de empresas é um método prático de ensino que remete a realidade do mercado das empresas participantes. Existem controvérsias sobre o seu surgimento, local, origem exata das simulações, pois segundo Sauaia (1995: 8) os primeiros usos de que se tem notícia dos jogos para educação e desenvolvimento de habilidades teriam ocorrido com os "Jogos de Guerra", na China, por volta de 3.000 anos A.C. com a simulação de guerra *Wei-Hai* e na Índia com o jogo *Chaturanga*. O mais elaborado dentre eles, o *New Kriegspiel*, teria sido criado por George Venturini, em *Schleswig*, já em 1978. Tais "Jogos de Guerra" evoluíram para versões de "Jogos Empresariais", tendo sido a primeira delas denominada *Top Management Decision Simulation*, desenvolvida para a *American Management Association*.

Porém, Segundo Gramigna (1993: 3), a utilização de jogos simulados como instrumento de aprendizagem teve seu incremento nos Estados Unidos, em 1950, com a finalidade de treinar executivos da área financeira.

O jogo de empresas tem como objetivos básicos, o treinamento, didáticos e pesquisa. Desenvolvem o treinamento de estudantes e executivos de empresas apresentando uma grande contribuição ao exercício da tomada de decisões e ao desenvolvimento de habilidades fundamentais à atividade eficaz de um executivo. Por isso, os jogos têm sido uma importante ferramenta de ensino nos cursos de Administração de Empresas.

#### **4. Procedimentos Metodológicos**

O estudo foi desenvolvido por meio de pesquisa descritiva, com o levantamento de dados primários, por meio de relatórios fornecidos pelo EGS para as empresas no ambiente simulado e a análise dos mesmos. Além da pesquisa bibliográfica, que serviu para apresentar definições sobre os principais conceitos relacionados ao tema: Dividendos, Valor econômico, Jogo de empresas, onde buscou-se literatura de autores de referência, além da utilização de revistas e sites especializados nos assuntos.

Como instrumento de coleta de dados, utilizou-se os dados primários gerados pelo simulador, representados pelos relatórios gerenciais disponibilizados a cada rodada. O levantamento de dados foi feito por meio de uma amostra de 76 trimestres simulados nas disciplinas que adotou o método de aprendizagem, o jogo de empresas, nos anos de 2007 a 2009, período em que o jogo foi aplicado com cinco turmas em uma Universidade Federal no estado do Rio de Janeiro.

Para analisar os dados, foi feita uma análise qualitativa que buscou relacionar a teoria da distribuição de dividendos com a prática apresenta no jogo de empresas. Por meio de um estudo quantitativo utilizou-se técnicas estatísticas descritivas como média e variação entre dados para fundamentar melhor o trabalho.

##### **4.1. Descrição da Pesquisa**

O Exercício de Gestão Simulada (EGS) é um simulador organizacional que segundo (Suaia, 2008), é uma ferramenta para uso didático formada por um conjunto de regras econômicas que devem ser praticadas para exercitar o aprendizado de teorias, conceitos e técnicas. O simulador pode ser utilizado de forma manual ou computadorizada, por meio de ciclos repetitivos e sequenciais, com base em um conjunto de valores atribuídos às variáveis de entrada, que processados chegam aos resultados de saída em um determinado ciclo. O EGS utilizado pelas empresas no estudo foi o simulador. Segundo (Suaia, 2007), as regras econômicas estão divididas em seis áreas funcionais: planejamento, marketing, produção, recursos humanos, finanças e presidência. Onde, ao final de cada área funcional encontram-se as variáveis de decisão do simulador. Cabe ressaltar, que todo simulador representa de forma simplificada a realidade e, portanto, propicia o estudo de problemas com poucas variáveis intervenientes.

Na empresa simulada as suas fontes de financiamento são dívidas em curto prazo e aporte de capital próprio (dividendos negativos). Os pagamentos de juros são automaticamente descontados e considerados uma despesa dedutível de imposto de renda. A parte contábil é realizada em regime de caixa, não havendo contas a pagar ou contas a receber (Suaia, 2008).

A área financeira no ambiente simulado tem por objetivo decidir sobre as seguintes variáveis: o quanto investir em equipamentos; quanto comprar de matéria-prima; o quanto distribuir de dividendos e o quanto vai gastar na aquisição de informações, consultorias,

boletins econômicos, etc. O capital de curto prazo (caixa negativo) é mais caro que o capital de longo prazo (aporte dos acionistas). Sendo assim, a grande responsabilidade da área de finanças no ambiente simulado é a de definir o correto saldo a manter em caixa. Porque o custo de oportunidade para manter um caixa muito elevado pode prejudicar os investimentos da empresa e conseqüentemente a rentabilidade do negócio.

Com base nas variáveis acima citadas, utiliza-se no EGS o cálculo do retorno financeiro para indicar o fluxo de caixa do investidor. Para o cálculo deste retorno no EGS é utilizado a Equação 3 abaixo:

$$\text{Equação 3: } PLE_o = \frac{D1}{(1+i)^1} + \frac{D2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{Dn + PLE_n}{(1+i)^n}$$

Em que:  $PLE_o$  = Patrimônio Líquido Econômico Inicial (trimestre zero)

$D1$  = Dividendos distribuídos no trimestre 1

$D2$  = Dividendos distribuídos no trimestre 2

$Dn$  = Dividendos distribuídos no trimestre n

$PLE_n$  = Patrimônio Líquido Econômico

$i$  = Taxa Interna de Retorno

Um resultado positivo indica que o investidor recebe o pagamento de dividendos, os dividendos acumulados aumentam o Patrimônio Líquido Econômico das empresas e aumenta a riqueza dos acionistas. Porém, o resultado negativo acontece quando ocorre aporte de capital adicional em chamadas de capital próprio.

## 5. Análise Descritiva dos Dados

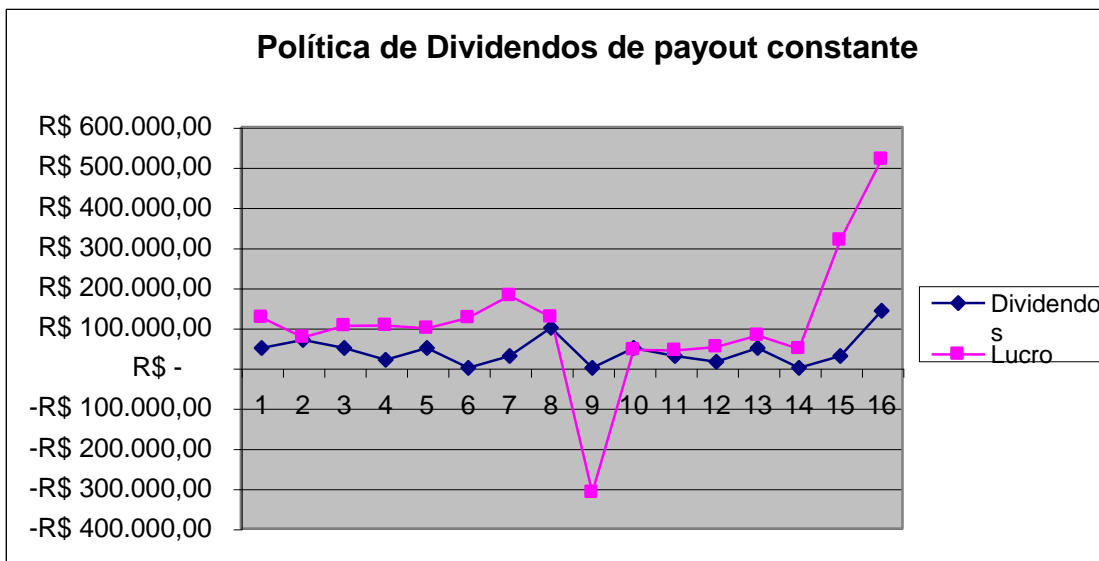
O estudo buscou comparar os dados coletados com as teorias de distribuição de dividendos apresentadas no referencial teórico. Porém, analisando as práticas de remuneração adotadas pelas empresas, observou-se que a teoria mais aplicada na simulação foi a Teoria da Relevância dos Dividendos: as empresas na maioria das vezes praticavam o pagamento dos dividendos nos trimestres. Com base nas políticas, foi feita uma análise qualitativa dos dados e foram criados gráficos das empresas do EGS no período de 2007 a 2009. Nos gráficos, observou-se que algumas empresas enquadraram-se nos tipos de política de dividendos propostos por (Gitman, 2004).

A seguir pode-se analisar um exemplo de empresa cuja distribuição de dividendos que mais aproximou-se de cada um dos três tipos de distribuição propostos, devido a relação do lucro com a distribuição dos dividendos.

### 5.1. Índice de *payout* constante (ou Dividendos com taxa estável)

O pagamento de dividendos é baseado numa percentagem prefixada do lucro por ação. Variam de acordo com o lucro, ou seja, se o lucro cair ou em caso de prejuízo, os dividendos serão baixos ou até inexistentes.



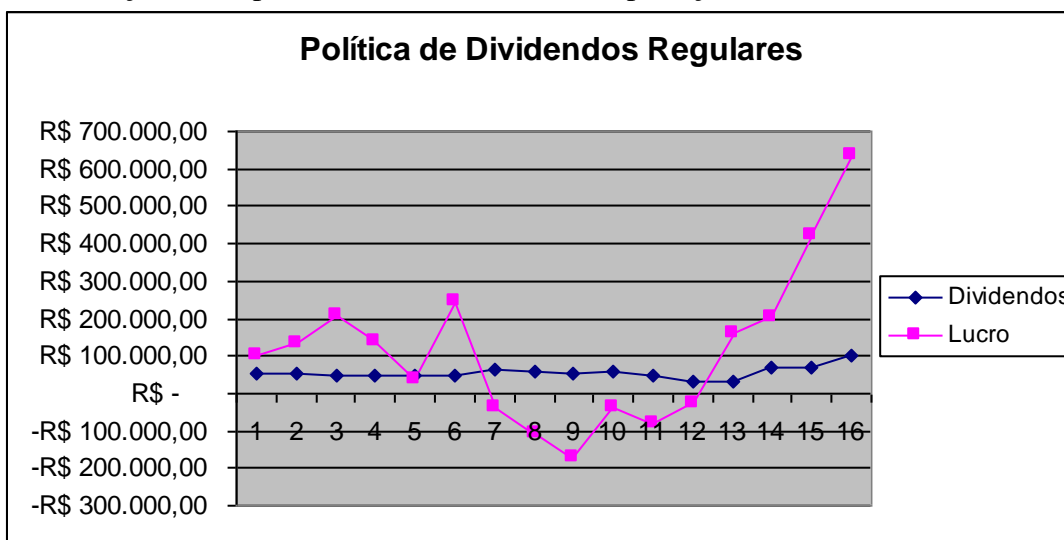


**Figura 1: Política de Dividendos de Payout Constante - Empresa X**

Analisando somente a evolução do gráfico acima, pode-se perceber que a empresa X em questão praticou a política de payout constante. Pois, na maioria dos trimestres os dividendos variavam de acordo com o lucro e no caso de prejuízo a empresa não distribuiu.

### 5.2. Dividendos regulares (ou Dividendos de valor estável)

O pagamento é anualmente um valor fixo por ação. Mas, pode ser modificado por meio de uma ação da empresa. Ex.: um lucro elevado por ação.



**Figura 2: Política de Dividendos Regulares – Empresa Y**

Analisando também somente o gráfico da empresa Y, nota-se que ela distribuiu em média um valor fixo de dividendos que foram modificados em poucos momentos. Mas, no geral a linha de dividendos no gráfico assume uma trajetória regular.

### 5.3. Dividendo regular-baixo-mais-extra

Pagamento de um dividendo regular baixo (estável), suplementado por um dividendo adicional, garantido pelos lucros obtidos.

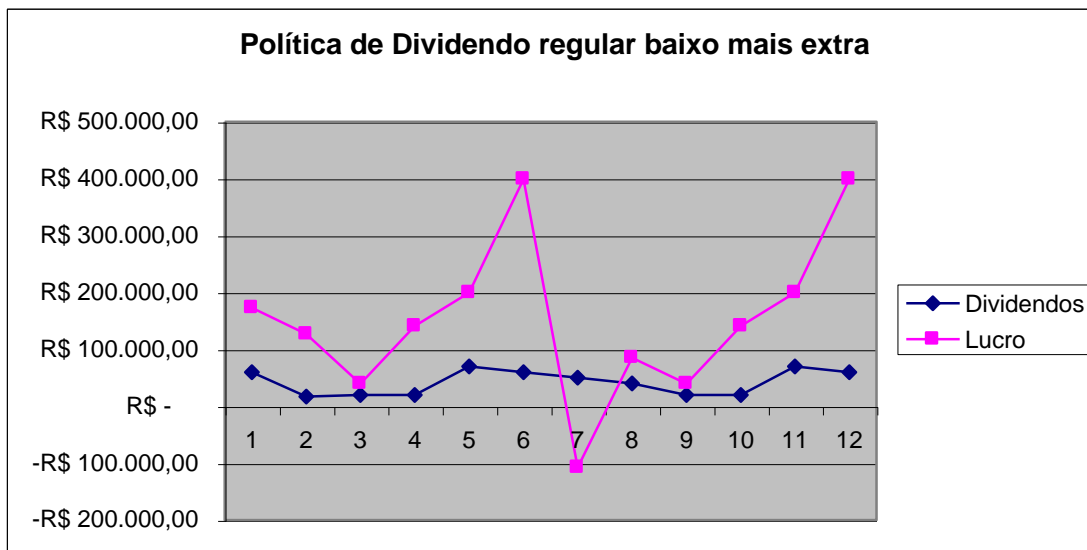


Figura 3: Política de Dividendo regular baixo mais extra – Empresa Z

Observando somente a evolução do gráfico da empresa Z, nota-se que a empresa distribuiu dividendos regulares baixos do trimestre 3 ao 5 e dividendos extra do trimestre 8 ao 14. Enquadrando-se assim, nesse tipo de política de distribuição.

Analisando os padrões de políticas de dividendos de todas as empresas participantes do EGS, chegou-se ao Quadro abaixo:

Quadro 2: Políticas de dividendos do EGS

Tipo de política	Empresas	%	Grupos das Empresas
Dividendos constantes	13	42	1,2,5,14,15,17,20,22,27,28,29,30,31
Dividendos regulares	9	29	6,9,10,13,16,18,21,24,26
Dividendos regulares/ constantes	4	13	3,4,7,23
Dividendos baixo-mais-extra	3	10	12,19,25
Dividendos regulares/ baixo-mais-extra	1	3	8
Dividendos constantes/ baixo-mais-extra	1	3	11
<b>Total</b>	<b>31</b>	<b>100</b>	<b>31</b>

No Quadro 2, pode-se notar quais foram as três políticas mais frequentes praticada no EGS. A primeira foi a de dividendos constantes, representada por 42% das empresas. Em segundo com 29% das empresas ficou a política de dividendos regulares e em terceiro lugar com 13% dos resultados ficaram as empresas que oscilaram entre duas práticas de distribuição a política de dividendos regulares e constantes.

**Quadro 3: Distribuição do Valor Econômico das Empresas Simulada**

Quartil	Grupos das Empresas	Média do Valor Econômico Grupo	Variação em relação à média amostral	Frequência (%) de Políticas de Dividendos
1°	1, 2,3, 6,10,11,17, 18,20,24,25,26 ,28,30,31	R\$ 11.613.593,13	-6%	7% Dividendos baixo-mais-extra 7 % Regular / Constante 7% Constante / baixo-mais-extra 33% Regular 47% Constante
2°	4,5,7,8,19, 21,27,29	R\$ 12.426.306,38	1%	12% Dividendos baixo-mais-extra 12% Regular / baixo-mais-extra 12% Regular 25 % Regular / Constante 38% Constante
3°	12,13,14,15, 16,22,23	R\$ 13.372.915,00	9%	14% Dividendos baixo-mais-extra 14 % Regular / Constante 28% Regular 43% Constante
4°	9	R\$ 13.820.718,00	12%	100% Dividendos Regulares
<b>Total</b>	<b>31</b>	<b>Média amostral:</b>	<b>R\$ 12.291.789,39</b>	

Analisando o Quadro 3 acima notou-se que o grupo de empresas localizado no primeiro quartil, foi de empresas que apresentaram um valor econômico abaixo da média amostral e também maiores oscilações nos tipos de políticas de dividendos.

As empresas inseridas no segundo quartil, foi o grupo de empresas que estavam com valor econômico na média amostral. Nesse grupo pode-se observar que as empresas continuaram oscilando nas suas políticas de distribuição, porém com uma maior frequência entre elas, ou seja, os valores não estavam mais tão dispersos.

O grupo do terceiro quartil é formado por empresas que estão com valor econômico acima da média amostral. São empresas que estão com a saúde financeira mais definida e com isso praticam políticas de dividendos mais sólidas. Tendo 85% das empresas praticando política constante, regular ou uma variação entre ambas, o mesmo ocorrendo com a empresa ocupante do quarto quartil.

## 6 – Considerações Finais

Com o presente estudo, buscou avaliar se existem padrões de política de dividendos nas empresas do Ambiente Simulado. No decorrer da pesquisa, notou-se que algumas empresas inseridas no EGS não possuem uma política de dividendos pré-estabelecida. Porém, em alguns casos, os resultados apresentados demonstram que a evolução dos lucros e dos dividendos distribuídos está relacionada tecnicamente com a teoria. Neste sentido, a análise qualitativa pôde demonstrar que mesmo sem ter uma política de dividendos concreta algumas empresas enquadram-se nos tipos de distribuição propostos por Gitman.

Em relação ao objetivo principal do trabalho em verificar a relação da evolução do valor econômico com as políticas de distribuição de dividendos adotados pelas empresas, observou-se que o perfil das empresas participantes do EGS no período de 2007 a 2009, foi de incertezas quanto à função da distribuição de dividendos no jogo e que a maioria dos

membros das empresas não sabiam como essa política interferiria no desempenho da empresa no decorrer da simulação. Porém, ao final da pesquisa, foi possível identificar quais foram as diferentes políticas de dividendos que as empresas mais aproximaram-se em suas práticas de distribuição no ambiente simulado. Onde, as predominantes foram duas; a política de distribuição de dividendos constantes e política de distribuição de dividendos regulares.

O estudo concluiu que o Valor Econômico das empresas é um fator determinante para que as empresas possam adotar políticas de distribuição de dividendos. Porque, empresas com um histórico de Valor Econômico acima da média, são empresas com uma saúde financeira mais estável e por isso podem adotar políticas de dividendos mais sólidas.

A suposição mais frequente na pesquisa foi a de que não há relação de influência entre as políticas de distribuição de dividendos e o valor econômico agregado das empresas e sim o valor econômico que vai sinalizar qual política de distribuição que a empresa vai adotar.

Porque, com base no cálculo da TIR utilizado no EGS, as empresas que distribuem dividendos estarão aumentando o Patrimônio Líquido Econômico das empresas, criando valor e aumentando a riqueza dos seus acionistas.

Concluindo, o estudo pode comprovar que a distribuição de dividendos é um fator de decisão importante para as empresas no ambiente simulado. Porém, em virtude da falta de conhecimento dos gestores acerca das práticas de relações com investidores, em que uma delas seria a remuneração dos acionistas, atualmente explorada pela área da Governança Corporativa. Os membros, não estavam preparados para escolher qual seria a melhor forma de remuneração para os seus acionistas, porque os gestores não tinham conhecimento do que os acionistas representavam para as empresas e o que o pagamento de dividendos poderia trazer de benefícios para as empresas. Porém, mesmo sem o conhecimento prévio todas as empresas acreditavam que era relevante a distribuição de dividendos e na maioria dos trimestres simulados elas realizavam esse tipo de remuneração.

## 8 - Referências

BRASIL. Lei nº 11638, de 28 de dezembro 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. **Diário Oficial {da} República Federativa do Brasil**. Brasília DF, 28 dez. 2007. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm)> Acessado em 08 de dezembro 2009.

BRASIL. Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Diário Oficial {da} República Federativa do Brasil**. Brasília DF, 31 out. 2001. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/LEIS\\_2001/L10303.htm#art2](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm#art2)> Acessado em: 10 de dezembro 2009.

BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial {da} República Federativa do Brasil**. Brasília DF, 15 dez. 1976. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)> Acessado em: 10 de dezembro 2009.

DONALDSON, G., “The Corporate Restructuring of the 1980s – and its import for the 1990s”, em: Chew Jr. D.H., **The New Corporate Finance**, McGraw Hill Inc., segunda edição, 1999.

GAMEZ, M., Revista Bovespa: **Dividendos**, 2006. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/98/Dividendos.shtml> Acessado em: 26 de julho 2010.

GITMAN, L.J. **Princípios de administração financeira**. 10.ed. São Paulo: Pearson, 2004.

GORDON, M. J. **Optimal investment and financing policy**. Journal of Finance, v. 28, n.2, p.264-272, 1963,

GRAMIGNA, Maria Rita Miranda, **Jogos de Empresa**, São Paulo, Makron Books, 1993.

JORDAN, R.W. **Administração financeira**. 8.ed. São Paulo: Mc Graw Hill, 2008.

KALLÁS, D. **A utilização de jogos de empresas no ensino da administração**, Universidade de São Paulo - USP. Disponível em <<http://br.monografias.com/trabalhos/Utilizacao-jogos-empresas-ensino-administracao/Utilizacao-jogos-empresas-ensino-administracao.shtml>> Acessado em : 09 de dezembro 2009.

LAROSA, Marco Antonio; AYRES, Fernando Arduini. **Como produzir uma monografia**. 6.ed. Rio de Janeiro : Wak Editora, 2005.

LINTNER, J. **Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations**. Review of Economics and Statistics, v. 44, p. 243-269, August. 1962.

LOCATELLI, A.A. Artigo: **Valor Econômico Agregado e Valor da Empresa**, 2009. Disponível em <<http://www.artigonal.com/Investimentos-Artigos/valor-economico-agregado-e-valor-da-empresa-959440.html>> Acessado em: 10 de dezembro 2009.

MODIGLIANI, F. MILLER, M. **Dividend policy, growth and the valuation of shares**. **Journal of Business**. v. 34, n.4, p. 411-433, October 1961.

MYERS, S.C., “**Determinants of Corporate Borrowings**”, *The Journal of Financial Economics*, Volume 5, n.2, 1977, p. 147-175.

PROCIANOY, J.L. E VERDI, R.S. Artigo: **O Efeito Clientela no Mercado Brasileiro: Será que os Investidores São Irracionais?**, 2003. Disponível em <<http://virtualbib.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/1129/334>> Acessado em: 30 de junho 2010.

SAUAIA, Antonio Carlos Aidar. **Laboratório de gestão**. Edição: 2008. Editora: Manole

SAUAIA, Antonio C. A., **Satisfação e Aprendizagem em Jogos de Empresas: Contribuições para a Educação Gerencial**, São Paulo, FEA-USP, Tese de Doutorado, 1995.