

A irrelevância dos pagamentos de dividendos: um estudo econométrico das empresas listadas na B3

The irrelevance of dividend payments: an econometric study of the companies listed on B3

La irrelevância del pago de dividendos: un estudio econométrico de las empresas cotizadas en B3

DOI: 10.55905/ijsmtv10n3-015

Originals received: 04/17/2024

Acceptance for publication: 05/07/2024

Juarez Torino Belli

Doutor em Controladoria e Contabilidade

Instituição: Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (FEA/USP)

Endereço: Av. Professor Luciano Gualberto, 908, Cidade Universitária, São Paulo – SP, CEP: 05508-210

E-mail: juarezbelli@uol.com.br

Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-4113-799X>

Antonio Benedito Silva Oliveira

Doutor em Controladoria e Contabilidade

Instituição: Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (FEA/USP)

Endereço: Av. Professor Luciano Gualberto, 908, Cidade Universitária, São Paulo – SP, CEP: 05508-210

E-mail: absolive@gmail.com

Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-6000-5247>

Eduardo Cezar de Oliveira

Doutor em Administração

Instituição: Universidade Presbiteriana Mackenzie

Endereço: Rua da Consolação, 930, Consolação, São Paulo - SP, CEP: 01302-907

E-mail: eduardocez.ar.oliveira@bol.com.br

Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-9409-9520>

RESUMO

A política de distribuição de dividendos é um tema que tem sido discutido na academia ao longo dos anos. Determinar o valor de uma empresa que paga mais ou menos dividendos utilizando métodos econométricos tem sido um desafio uma vez que os investidores buscam empresas que seja lucrativa para obter sua parcela paga em dividendos, porém a teoria da clientela de Miller e Modigliani (1961) demonstra que os investidores acreditam ser irrelevantes a distribuição dos dividendos. O artigo apresenta

um estudo econométrico utilizando regressão logística utilizando variáveis explicativas como liquidez corrente, endividamento geral, giro do ativo e retorno sobre o ativo para determinar a relevância do pagamento de dividendos para a criação de valor das empresas. O resultado apresentou que não só o pagamento de dividendo é irrelevante como a importância do ROI como variável explicativa de criação de valor.

Palavras-chave: criação de valor, dividendo, payouts e econometria.

ABSTRACT

The policy of dividend distribution is a topic that has been discussed in academia over the years. Determining the value of a company that pays more or less dividends using econometric methods has been a challenge since investors are looking for profitable firms to get their share paid in dividends, but Miller and Modigliani's (1961) customer theory show that investors believe that the distribution of dividends is irrelevant. The paper presents an econometric study using logistic regression using explanatory variables such as current liquidity, general indebtedness, turnover of the asset and return on the asset to determine the relevance of the payment of dividends for the creation of corporate value. The result showed that not only the dividend payment is irrelevant but the importance of ROI as an explanatory variable of value creation.

Keywords: valuation, dividend, payouts and econometrics.

RESUMEN

La política de distribución de dividendos es un tema que se ha debatido en el mundo académico a lo largo de los años. Determinar el valor de una empresa que paga más o menos dividendos utilizando métodos econométricos ha sido un desafío ya que los inversionistas buscan empresas que sean rentables para obtener su parte pagada en dividendos, pero la teoría de la clientela de Miller y Modigliani (1961) demuestra que los inversionistas creen que la distribución de dividendos es irrelevante. El artículo presenta un estudio econométrico mediante regresión logística utilizando variables explicativas como liquidez corriente, deuda general, rotación de activos y rendimiento de los activos para determinar la relevancia del pago de dividendos para la creación de valor de las empresas. El resultado mostró que no sólo es irrelevante el pago de dividendos, sino también la importancia del ROI como variable explicativa de la creación de valor.

Palabras clave: creación de valor, dividendos, pagos y econometría.

1 INTRODUÇÃO

As razões pela qual as empresas que distribuem ou não os dividendos para seus acionistas podem ser diferentes, sendo: atrair mais investidores em busca de renda, manter o valor de mercado da empresa na bolsa de valores e apresentar para o mercado bem-estar

financeiro. Empresas que, ao longo de muitos anos distribuem dividendos tendem a ser afetadas caso haja mudança na política de dividendos.

A capacidade da organização em conseguir implementar mudanças e realizar ações para atingir seus objetivos, refletindo sua eficácia na gestão e demonstrando sua real situação frente ao mercado é medido por meio do seu desempenho financeiro ao se usar indicadores (Parmenter, 1998; Fischmann; Zilber, 1999).

Em consequência destas medidas adotadas pela organização o desempenho financeiro reflete diretamente na política de dividendos da organização que representam os lucros distribuídos pela empresa. Fonteles *et al* (2012) entende a política de dividendos como uma análise que deve escolher entre reter lucros e investi-los em novos projetos ou distribuir os lucros através dos dividendos (Fonseca e Jucá, 2020; Mendes *et al*, 2020).

Com essa proposta de entender melhor a política de distribuição de dividendos, vários trabalhos foram desenvolvidos acerca desta temática, desenvolvendo as teorias dos dividendos: Teoria da Clientela (Miller; Modigliani, 1961), Teoria do Pássaro na Mão (Lintner, 1956; Gordon, 1963) e Teoria da Sinalização (Spence, 1973). Com base na teoria de Miller e Modigliani (1961) é possível que o pagamento de dividendos seja irrelevante para a criação de valor das empresas?

O objetivo do artigo é verificar se o pagamento de dividendos das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) é irrelevante para a criação de valor para o acionista. Sabe-se que nos Estados Unidos, o pagamento é irrelevante, uma vez que, empresas como a Microsoft ficaram anos sem distribuir dividendos e mesmo assim ganharam valor ao longo do tempo de maneira anormal. Será utilizado como variáveis independentes o Retorno sobre o Investimento (ROI), a Liquidez corrente (LC), Endividamento Geral (EG), o Giro do Ativo (GA) e Dividendo (DIV) como variáveis independentes para determinar se a empresa está criando valor ou destruindo valor quando distribui dividendos.

Além desta introdução o artigo é composto na segunda sessão pela revisão da literatura; a terceira sessão discute metodologia; a quarta sessão apresenta os resultados alcançados e a quinta sessão traz as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DIVIDENDOS

A existência das empresas de capital aberto surge com o intuito de gerar lucros aos donos e acionistas, desta forma, devemos levar em consideração as políticas de dividendos, que trazem consigo impactos internos e externos. Os Impactos Internos estão relacionados ao seu crescimento e desenvolvimento, já os externos, sua relação com os acionistas, buscando um melhor planejamento estratégico é que se faz necessário entendê-los melhor e realizar ações que os agradem. Sob o ponto de vista da empresa, tratamos a geração de lucro como fato gerador para o pagamento de dividendos, corroborando à redução de liquidez de caixa e limitando novos investimentos.

Para Loss e Sarlo Neto (2003) dividendos é a participação dos lucros pagos pelas empresas como forma de retribuir os acionistas pelo capital investimento, acrescendo o Capital Social das empresas, decorrente dos lucros apurados no final de cada período. A política de dividendos envolve fundamentalmente a decisão de quanto do lucro será distribuído e de quanto será retido pela firma (Brigham; Gapenski; Ehrhardt, 2001; Loss; Sarlo Neto, 2003).

Segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), deve haver um balanço entre os dividendos correntes e o crescimento futuro a fim de maximizar o preço das ações da empresa. Assim, a política de dividendos deve buscar a maximização da riqueza dos acionistas, e haver retenção dos dividendos apenas para investimentos em projetos que irão agregar maior valor à empresa e aos stakeholders, caso contrário os lucros devem ser distribuídos aos acionistas. Assaf Neto (2009) define a porcentagem do lucro líquido a ser distribuído aos acionistas através do índice payout de uma empresa.

A política de dividendos pode ser explicada a partir de diversas teorias que foram desenvolvidas através de estudos empíricos ao longos destes anos, algumas delas são: Teoria do Pássaro na Mão (Lintner, 1956; Gordon, 1963), Teoria da Irrelevância dos Dividendos (Miller, Modigliani, 1961) e a Teoria da Sinalização (Spence, 1973).

Para Assaf Neto (2009) apesar de diversas formulações de teorias tentando explicar a política de dividendos, nenhuma delas consegue ter mais destaque em relação

a outra, nenhuma delas consegue maior destaque em relação as demais. Nesta pesquisa a teoria da clientela de Miller e Modigliani (1961) é eleita sendo o tema principal o de que os dividendos são irrelevantes para os acionistas, sendo que a empresa deve criar valor ao longo prazo.

2.2 TEORIA DA CLIENTELA

A teoria efeito clientela diz respeito as empresas que buscam um equilíbrio na sua política de distribuições de dividendos para atender os interesses de seus acionistas. Sua proposta é de atender às preferências do seu grupo de acionistas, com uma política de distribuição de dividendos que vá de encontro aos seus interesses, seja ela alta ou baixa.

A hipótese de clientela foi inicialmente apontada por Miller e Modigliani (1961), os quais, após demonstrarem a irrelevância da política de dividendos em um mercado perfeito, introduziram algumas imperfeições do mercado na sua análise. Apontaram, então, a existência de um efeito clientela, que consistiria na preferência dos investidores por determinadas ações com o nível de pagamento de dividendo mais adequado a sua faixa de tributação

Aqueles investidores que preferem uma política de dividendos altos, são acionistas de menor poder aquisitivo e que procuram altos ganhos de capital no valor presente e, encontram-se em uma faixa de tributação menor. Conforme Assaf (2009) afirma, no Brasil deve-se evidenciar que os ganhos de capital são mais tributados, gerando mais impostos aos investidores e, por sua vez, os dividendos não são o que explicado o fato de preferirem este ao ganho de capital, considerado um investimento mais arriscado.

Mas, de forma contrária, os investidores de maior poder aquisitivo costumam preferir ações que pagam pouco ou nenhum dividendo, desde que a taxa de reinvestimento seja mais atrativa aproveitando o máximo de oportunidades disponíveis para investimento e, o que gera um maior risco por parte dos investidores.

2.3 ESTUDOS EMPÍRICOS

Considerando o arcabouço teórico exposto no capítulo anterior, muitos estudos

empíricos com o tema dos determinantes das políticas de dividendos têm-se desenvolvido, para Toit e Wet (2007) analisam o impacto do desenvolvimento financeiro no enriquecimento dos acionistas, por meio de pagamento de dividendos e na valorização das ações. Utilizando uma regressão de dados linear ano a ano, foi constatado que os retornos obtidos pelos acionistas tiveram relação com desempenho econômico financeiro das empresas (Toit e Wet, 2007).

Ferreira Junior, Nakamura, Martin e Bastos (2010) realizaram uma pesquisa com 108 empresas listadas na B3 no período de 1997 a 2004 sobre os principais fatores da política de distribuição de dividendos. Os resultados encontrados foram associados às escolas da relevância dos dividendos, sendo a mesma aderentes a Teoria da clientela.

Para Martins e Famá (2012) o resultado de uma amostra de 39 trabalhos realizados no período de 1990 a 2010 demonstraram que a política de dividendos no Brasil foi observada como um assunto relevante, que gerou classificação dos modelos adotados em: teoria da agência; assimetria de informação; hipótese da clientela; influência dos tributos e determinantes da política de dividendos.

Os resultados da pesquisa dos autores mostram que no mercado de capitais brasileiro há ocorrência de conflitos entre acionistas proprietários e acionistas minoritários, evidenciando a teoria de agência (Martins e Famá, 2012).

Para Vancin e Procianoy (2016), os índices de retorno sobre a estrutura, liquidez, tamanho, investimento, instabilidade da receita e estabilidade da política de dividendos foram significativos em uma amostra de empresas listadas na B3 no período de 2007 a 2013.

Leite, Bambino e Hein (2017), buscaram analisar a relação entre política de dividendos e desempenho financeiro em empresa de capital aberto, brasileiras e chilenas. Sendo que, a abordagem do artigo foi embasada na análise quantitativa utilizando o modelo estatístico de correlação canônica. Concluiu-se que a política de dividendos tem influência negativa sobre o desempenho financeiro das organizações analisadas, sendo as brasileiras com relação mais significativa.

O artigo de Kanwal e Hameed (2017) procura examinar a parceria entre a relação de pagamentos de dividendos e o desenvolvimento financeiro da empresa. A conclusão obtida afirma que os pagamentos de dividendos têm um impacto positivo em empresas

com potencial desenvolvimento financeiro.

O estudo de Galvão, Santos e Araújo (2019), recentemente demonstra que no período de 2002 a 2013, empresas listadas na B3 que distribuíram dividendos são as que apresentaram maior rentabilidade, maior proporção de caixa e melhor governança corporativa, dentro de uma amostra de 287 empresas. O trabalho também apresentou o pagamento de dividendos incremental como uma maneira de mitigar possíveis conflitos de agência.

3 METODOLOGIA

O presente artigo classifica-se como uma pesquisa quantitativa ao avaliar sua natureza, uma vez que utiliza técnicas estatísticas e econométricas para a análise dos dados amostrais e hipóteses de pesquisa. A pesquisa também é classificada como uma pesquisa descritiva, tendo em vista que para relacionar a irrelevância dos dividendos das empresas listadas na B3 irá utilizar indicadores econômico-financeiros como proxies estabelecendo relação com os dividendos pagos pelas empresas (Martins e Theóphilo, 2007).

A análise utilizando o modelo de regressão logística utiliza-se de variáveis dummy (0 ou 1) conforme define Gujarati (2006), “Para modelar regressões em que a variável de escolha é dicotômica, assumindo valores entre 0 e 1, utiliza-se modelo de regressão logit”. Observar se as empresas pertencem a um conjunto determinado em função do comportamento das variáveis dependentes é aplicável para realizar uma análise da criação ou destruição de valor das empresas ao distribuir os dividendos.

O modelo de regressão logística é baseado na função de probabilidade logística acumulada conforme a fórmula abaixo:

$$P_i = F(z_i) = \frac{1}{1+e^{-z_i}} \quad (1)$$

Na fórmula acima, P_i é a probabilidade de ocorrência de um evento em determinada data conforme a ocorrência de X na observação i , onde $1 < i < k$, sendo k o

número de observações existentes e o β é o coeficiente da variável independente assim como Z_i um índice contínuo teórico para as variáveis explicativas.

Scarpel (2001) utilizou o modelo econométrico logit para determinar solvências e insolvências das empresas, neste artigo o mesmo modelo será utilizado para verificar a criação de valor. Neste artigo a variável ROI será a variável que definirá valor, uma vez que representa o nível de reinvestimento dos lucros da empresa e as variáveis LC, EG e GA indicam níveis de endividamento da empresa assim como a variável DIV que indica o pagamento de dividendos efetuado pelas empresas, o que pode caracterizar a destruição de valor das empresas listadas na B3.

3.1 AMOSTRA

Para fins de padronização das informações contábeis, considera-se uma amostra final de 228 companhias listadas na B3 entre 2010 e 2018, após a harmonização completa das políticas contábeis brasileiras ao International Financial Reporting Standards (IFRS) – vide tabela 1. Seus dados são obtidos a partir da base da Capital IQ e o software estatístico utilizado foi o Stata® versão 13.

Tabela 1 – Evolução da amostra final

Descrição	Quantidade de companhias
Amostra inicial	322
(-) Companhias financeiras	(41)
(-) Companhias com patrimônio líquido negativo	(28)
(-) Companhias com dados indisponíveis	(25)
(=) Amostra final	228

Fonte: autor

A hipótese de que empresas que distribuem dividendos cria valor ao longo prazo (H_0) ou o pagamento de dividendo é irrelevante para a criação de valor das empresas (H_1) é verificada por meio de estatística descritiva, análise de correlação e regressão logística.

Adotou-se critério para diferenciação entre empresas que criam valor e empresas que destroem valor, ou seja, empresas que criam valor são aquelas que possuem market-to-book maior que 1, uma vez que, essa empresa tem maior valor de mercado em relação ao valor contábil.

3.2 ESCOLHA DOS ÍNDICES FINANCEIROS

Uma estrutura de capital ótima depende de ferramentas e políticas internas diversas dentro do contexto de uma empresa, onde para atingir os objetivos propostos, selecionou-se como proxie de criação de valor o market-to-book como variável dependente para medir-se o desempenho financeiro das empresas.

Para testar a hipótese, a irrelevância do pagamento dos dividendos sugere que diversas variáveis afetam o comportamento de financiamento das empresas, como por exemplo, tamanho da empresa, lucratividade, oportunidades de crescimento, volatilidade, grau alavancagem operacional, proteção fiscal não endividada, liquidez e propriedade.

O índice de “liquidez corrente” (LC) relaciona-se de forma inversamente proporcional ao risco de curto prazo da empresa. Quanto à análise de atividade escolheu-se o “Giro do Ativo” (GA) que relaciona sua eficiência na utilização do seu ativo na geração de receita. No que diz respeito ao endividamento, utilizou-se o “endividamento geral” (EG) que mede a proporção dos ativos totais da empresa financiada por credores, sendo que estes 3 indicadores podem contribuir para a destruição de valor da empresa à longo prazo. Para os indicadores de criação de valor utilizou-se o “Retorno sobre Investimento” (ROI) que analisa a taxa de retorno dos lucros que são reinvestidos na própria empresa como índice de lucratividade assim como, o Dividendo Pago (DIV), que demonstra os dividendos pagos caso a empresa tenha tido lucro naquele período.

Tabela 2 – Descrição das variáveis

Variáveis	Sigla	Nome	Fórmula	Componentes
Dependentes	Y	Dummy (market-to-book)	0 ou 1	Se $MKT < 1 = 0$ Se $MKT > 1 = 1$
	DY	Dividendos	DY	DY = Dividendos pagos
	GA	Giro do Ativo	$GA = V/AT$	V = Receita (ou Vendas) Total AT = Ativo Total
Independentes	LC	Liquidez Corrente	AC/PC	AC = Ativo Circulante PC = Passivo Circulante
	EG	Endividamento Geral	ET/AT	ET = Exigível Total AT = Ativo Total
	ROI	Retorno sobre Investimentos	LL / AT	LL = Lucro Líquido AT = Ativo Total

Fonte: autor

No entanto, neste estudo, será utilizado liquidez corrente (LC) e endividamento geral (EG) como variáveis independentes para análise dos determinantes da estrutura de capital das empresas e o poder explicativo do modelo econométrico de Scarpel (2001). Além disso, proxies diferentes como variáveis de controle como o retorno sobre o ativo, retorno sobre a estrutura, dividendos pagos, crescimento de vendas e o tamanho da empresa são considerados no processo de estimativa conforme demonstra Tabela 2.

3.3 ESTIMAÇÃO DOS PARÂMETROS DO MODELO

A partir das demonstrações financeiras das empresas obtidas através da extração na base de dados da Capital IQ, calculou-se os índices financeiros conforme tabela 2. Estes índices são variáveis explicativas do modelo adotado enquanto a variável explicada é binária, “Y” será 1 quando a empresa cria valor e 0 quando destrói valor. A variável dummy Y foi elaborada com o cálculo do market-to-book, sendo 0 quando a empresa apresentou market-to-book menor que 1 e 0 quando o market-to-book apresentou resultado maior que 1.

Fez-se inicialmente a estimação dos parâmetros do modelo utilizando os dados no software Stata® pelo método da verossimilhança conforme demonstra a tabela 3 abaixo:

Tabela 3 – Estimativa dos parâmetros do modelo

Logistic regression		Number of obs		=	2052	
		Wald chi2(5)		=	417.97	
Log likelihood = -541.42565		Prob > chi2		=	0.0000	
y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	95% Conf. Interval]	
ga	.2385216	.1587246	1.50	0.133	-.072573	.5496162
lc	.0294356	.0209256	1.41	0.160	-.0115777	.070449
eg	-1.585521	.3758387	-4.22	0.000	-2.322151	-.8488902
roi	3.108879	.7606329	4.09	0.000	1.618066	4.599692
div	1.259072	.0679589	18.53	0.000	1.125875	1.392269
_cons	-.671532	.1800242	-3.73	0.000	-1.024373	-.318691

Fonte: software Stata®

As variáveis LC e GA não se mostraram significativas uma vez que nenhuma das duas variáveis passou em um teste de hipótese de 5% de significância ($P > z$), indicando a possibilidade de multicolinearidade nessas duas variáveis explicativas do modelo. Neste caso para verificar esta multicolinearidade aplica-se a matriz de correlação conforme tabela 4:

Tabela 4 – Correlação entre as variáveis

	y	ga	lc	eg	roi	div
y	1.0000					
ga	0.0780	1.0000				
lc	0.0676	-0.1225	1.0000			
eg	-0.1236	-0.0364	-0.0616	1.0000		
roi	0.0442	0.0314	0.0144	-0.0126	1.0000	
div	0.6766	0.0564	-0.0363	-0.0798	0.0315	1.0000

Fonte: software Stata®

É possível notar na tabela 4 que a correlação entre as variáveis LC e GA é maior que a correlação entre a variável Y/LC e Y/GA indicando multicolinearidade entre estas duas variáveis. Para eliminar este problema será necessário retirar as variáveis LC e GA que apresentara maior valor de P. O modelo sem estas variáveis é apresentado na tabela 5:

Tabela 5 – Estimativa do modelo sem LC e GA.

Logistic regression		Number of obs		=	2052	
		Wald chi2(3)		=	414.30	
Log likelihood = -543.41405		Prob > chi2		=	0.0000	
y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
eg	-1.635494	.3631059	-4.50	0.000	-2.347169	-.9238198
roi	3.296162	.7577879	4.35	0.000	1.810925	4.781399
div	1.260716	.0681302	18.50	0.000	1.127183	1.394249
_cons	-.4390756	.1352927	-3.25	0.001	-.7042445	-.1739068

Fonte: software Stata®

Nota-se (tabela 5) que agora as estimativas dos parâmetros obtidas são estatisticamente significantes ao nível de 5%. Assim temos:

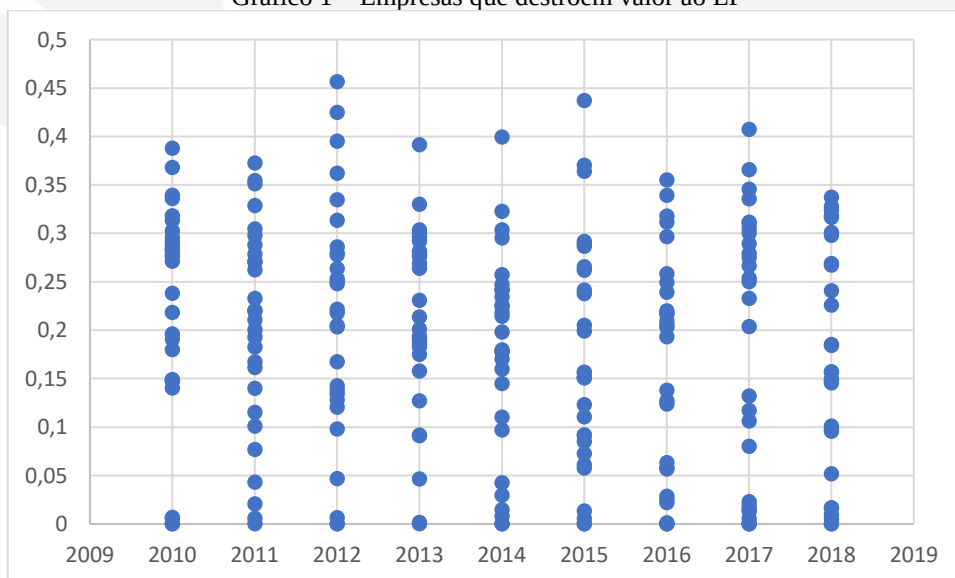
$$Pi = \frac{1}{1+EXP(-(-0,4390756-1,635494EGi+3,296162ROIi+1,260713DIVi))} \quad (2)$$

Com a equação temos que Pi é a probabilidade da empresa criar valor sendo suas variáveis o coeficiente de intersecção α , EG o β_2 , ROI o β_3 e o DIV o β_4 . A partir do valor de Pi que foi estimado pelo modelo de regressão logística será considerado empresa que destroi valor as empresas que obtiveram $Pi < 0,5$ e empresas que criam valor empresas com $Pi > 0,5$.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Após realizar a estruturação do modelo econométrico foi possível obter os dados do software Stata® e utilizando o excel realizar o cálculo do Pi de cada empresa conforme fórmula 2 separando as empresas com valor maior que 0,5 em relação ao Pi e as empresa com valor menor que 0,5 em relação ao Pi conforme demonstra o gráfico 1 abaixo:

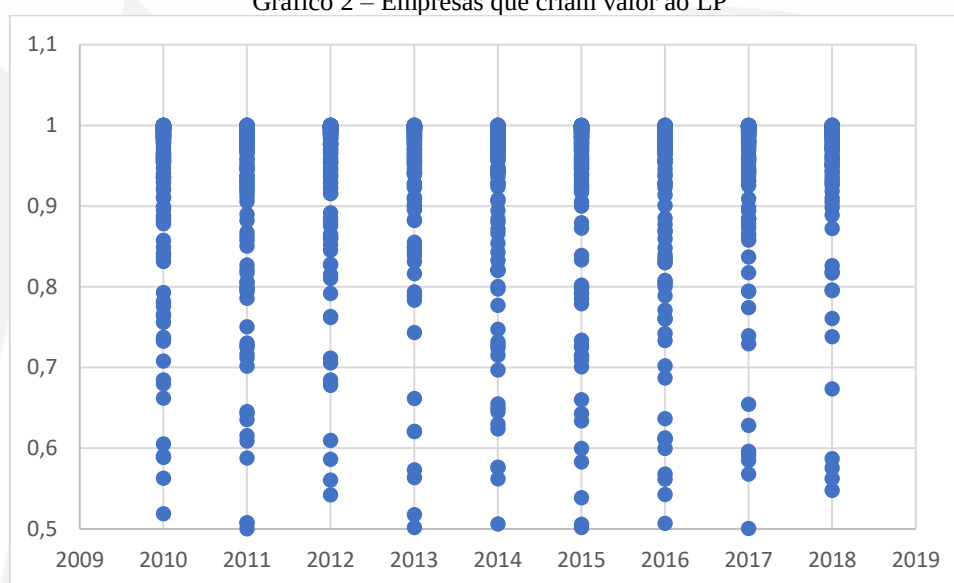
Gráfico 1 – Empresas que destroem valor ao LP



Fonte: Elaborado pelos autores

Foram contabilizadas 28 empresas da amostra de empresas listadas na B3 que destroem valor no longo prazo conforme demonstra gráfico 1, considerando o período de 2010 a 2018. E o ponto que importante é que nestas empresas o ROI é negativo ou nulo apontando que as empresas não estão aplicando o lucro líquido em relação ao seu ativo total diferente das empresas que criam valor no mesmo período.

Gráfico 2 – Empresas que criam valor ao LP



Fonte: Elaborado pelos autores

Da amostra total, 200 empresas apresentaram dados que criam valor através de seu reinvestimento em ativos. Conforme determina a teoria de Miller e Modigliani (1961), para os grandes acionistas, o pagamento de dividendos é irrelevante uma vez que este modelo de investidor está preocupado com a criação de valor à longo prazo da empresa, porém através desta pesquisa é possível verificar que o pagamento de dividendos e o retorno sobre o investimento influencia na criação de valor da empresa, refutando a teoria de Miller e Modigliani.

5 CONCLUSÃO

O presente artigo procurou investigar a relação entre a criação de valor e o pagamento de dividendos das companhias listadas na B3 durante o período de 2010 a

2018, utilizando-se cinco indicadores de desempenho financeiro, para a análise estatística utilizou-se a estatística descritiva, matriz de correlações e modelo de regressão logística.

Como sugerido por Miller e Modigliani (1961) os investidores estão buscando a criação de valor para empresa independente de pagamento de dividendos, porém a amostra de 28 empresas que destroem valor apresentou o pagamento nulo de dividendos não por opção e sim por não apresentarem lucros, o que pode ser um reflexo da taxa de reinvestimento dos lucros representada pelo ROI. A teoria de Spence (1963) apresentada como a teoria do pássaro na mão, menciona o fato dos investidores querem apenas o dividendo, não se preocupando com o futuro das empresas que são acionistas, o que demonstra que as empresas que criam valor conseguem obter mais lucros no longo prazo e podem pagar dividendos aos seus acionistas.

Com a pesquisa é possível verificar que tanto o pagamento de dividendos quanto o retorno sobre o investimento influenciam na criação de valor para a empresa, separando as empresas que criam valor das empresas que destroem valor ao longo do período. Validar se as empresas que apresentaram valor ao longo do período possuem esse reflexo em seu preço de mercado é uma continuação sugerida deste artigo.

Uma das limitações deste artigo é o período da amostra, mas isso se deve ao fato de antes da harmonização dos relatórios financeiros não serem tão confiáveis uma vez que as empresas poderiam informar dados sem um padrão. Realizar um estudo com as empresas da América Latina também poderia contribuir com o aumento da amostra, uma vez que só existe uma bolsa de valores no Brasil.

Como sugestão para trabalhos futuros, sugere-se utilizar adicionar mais variáveis de determinação de valor como o Retorno sobre a estrutura (ROE), o Retorno sobre o ativo (ROA) e o Z-score de Altman para medir a sobrevivência das empresas no longo prazo.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. Atlas, 2009.
- BRIGHAM, E. F., GAPENSKI, L. C. e EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. Tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.
- FERREIRA JUNIOR, W. O. ; NAKAMURA, W. T. ; MARTIN, D. M. L. ; BASTOS, D. D. . **Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na BOVESPA**. FACEF Pesquisa, v. 13, p. 190-203, 2010.
- FISCHMANN, A. A.; ZILBER, M. A. **Utilização de Indicadores de Desempenho para a Tomada de Decisões Estratégicas: Um Sistema de Controle**. Revista de Administração da Mackenzie, ano 1, n. 1, p. 9 – 25, 1999.
- FONSECA., P.V.; JUCÁ., M.N. **The influence of Taxes on Foreign Direct Investment: Systematic Literature Review and Bibliometric Analysis**. European Research Studies Journal. V.23, n. 2, p.55-77, 2020.
- FONTELES, I. V. PEIXOTO JÚNIOR, C. A.; VASCONCELOS, A.C.; DE LUCA, M. M. M. **Política de dividendos das empresas participantes do Índice de Dividendos da BM&FBovespa**. Revista Contabilidade Vista & Revista, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 23, n. 3, p. 173 -204, jul./set. 2012.
- GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 4 ed. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2006.
- GALVÃO, K. da S; DOS SANTOS, J, F; DE ARAÚJO, J, M. **Política de Distribuição de Dividendos: uma análise dos fatores relacionados ao pagamento de dividendos e do payout incremental pelas empresas brasileiras**. ENFOQUE: REFLEXÃO CONTÁBIL (IMPRESSO), v. 38, p. 57-75, 2019
- LOSS, L; SARLO NETO, A. **Política de dividendos, na prática, é importante?** Revista de Contabilidade e Finanças, Edição Comemorativa, p. 39-53, 2003.
- LINTNER, J. **Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations**. The Review Economics and Statistics, v. 44, n. 3, p. 243-269, 1962.
- GORDON, M. J. **Optimal investment and financing policy**. Journal of Finance. v. 28, n. 2, p. 264-272, 1963.
- MARTINS, G. De A; THEÓPHILO, C. R. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2007,

MENDES., J.S.; RABELO., O.S.; NAKAMURA., W.T.; SAMPAIO., J.O. **Relação entre IFRS mandatório e a criação de valor.** Revista Contabilidade Vista & Revista. V.31, n-1, p.58-84. 2020.

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

PARMENTER, D. **Key performance indicators: how to introduce quality reporting procedures to your business.** Chatered Accountants Journal of New Zeland. 1998.

SCARPEL, R. A; MILIONI, A. Z. **APLICAÇÃO DE MODELAGEM ECONOMETRICA À ANÁLISE FINANCEIRA DE EMPRESAS.** Revista de Administração. São Paulo, v.36, n-2, p.80-88, 2001.

SPENCE, M. **Job market signaling.** The Quarterly Journal of Economics, v. 87, n. 3, p. 355-374, 1973.

VANCIN, D. F.; PROCIANOY, J. L. . **Índices Contábeis e a Decisão do Pagamento de Dividendos.** Revista Contemporânea de Contabilidade (UFSC), v. 13, p. 57-80, 2016.