



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 11, n. 1, Jan./Jun, 2019

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 09.09.2018. Revisado por pares em: 28.09.2018. Reformulado em: 19.11.2018. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2019v11n1ID15509

Política de dividendos e criação de valor: um estudo no mercado brasileiro

Dividend policy and value creation: a study in the brazilian market

Política de dividendos y creación de valor: un estudio en el mercado brasileño

Autores:

José Erasmo Silva

Doutorando e Mestre em Administração pelo Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade Metodista de Piracicaba (UNIMEP). Endereço: Bloco 7 - *campus* Taquaral - Rodovia do Açúcar, km 156, nº 7000 - Caixa Postal 68 - 13423-170 - Piracicaba – SP. Telefone: (19) 3402-3913. Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8177776312492204>

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9075-3548>

E-mail: jose.erasmo@natelcontact.com.br

Levi Morgan

Doutorando em Administração pelo Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade Metodista de Piracicaba (UNIMEP). Professor do Centro Universitário Adventista de São Paulo (UNASP). Programa de Pós-Graduação em Administração - Bloco 7 - *campus* Taquaral. Rodovia do Açúcar, km 156, nº 7000 - Caixa Postal 68 - 13423-170 - Piracicaba – SP. Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9193242758682981>

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9483-6420>

Telefone: (19) 3124-1659

E-mail: levi.morgan@hotmail.com

Maria José de Camargo Machado

Professora na Universidade Metodista de Piracicaba (UNIMEP) e coordenadora do curso de MBA em Finanças e Controladoria dessa instituição. Professora dos cursos de MBA - PECEGE - ESALQ/USP e da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI). Programa de Pós-Graduação em Administração - Bloco 7 - *campus* Taquaral. Rodovia do Açúcar, km 156, nº 7000 - Caixa Postal 68 - 13423-170 - Piracicaba – SP. Telefone: (19) 3124-1659. Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/2255646543082114>

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8323-5934>

E-mail: mjczen@gmail.com

Maria Imaculada de Lima Montebelo

Professora da Universidade Metodista de Piracicaba (UNIMEP). Programa de Pós-Graduação em Administração - Bloco 7 - *Campus* Taquaral. Rodovia do Açúcar, km 156, nº 7000. Caixa Postal 68 - 13423-170 - Piracicaba – SP – Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/7631205843933802>

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8785-5911>

Telefone: (19) 3124-1659

E-mail: milmonte50@gmail.com

Resumo

Objetivo: O objetivo do estudo foi testar a relação entre a política de dividendos, representada pelos indicadores *payout*, *dividend yield* e dividendos a pagar, e a criação ou destruição de valor para o acionista, representada, nesse caso, pelo indicador *Economic Value Added* (EVA).

Metodologia: Trata-se de uma pesquisa teórico-empírica, na qual se buscou por meio de coleta de informações, cálculo de variáveis e testes econométricos atingir o objetivo proposto. A amostra compôs-se de 223 empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Levantou-se dados dessas empresas no período de 1º/1/1998 a 31/12/2016, os quais foram analisados por meio do *software* Stata utilizando dados em painel.

Resultados: No geral, os resultados mostraram que as empresas que retêm maior parcela do lucro criam mais valor para os acionistas, pois minimizam o custo em relação à busca de outras fontes externas de financiamento. Mostraram ainda que a maior parte das empresas analisadas não foram eficientes na criação de valor no período analisado, revalidando assim as hipóteses discutidas em trabalhos anteriores.

Contribuições do Estudo: O trabalho é relevante, pois relaciona uma das decisões mais importantes no contexto empresarial, que é a distribuição dos dividendos, com uma das mais difundidas métricas de verificação de criação de valor, o EVA. Além disso, contribui para o aprofundamento de estudos a respeito de política de dividendos e o EVA, que, mesmo separadamente, configuram um importante tema para as finanças corporativas. Por fim, o estudo permitiu verificar a criação ou destruição de valor durante um longo período de tempo: de 1998 a 2016.

Palavras-chave: Política de dividendos. Criação de Valor. Dados em painel.

Abstract

Purpose: The objective of the study was to test the relationship between the dividend policy, represented by the payout, dividend yield and dividend payable indicators, and the creation or destruction of shareholder value, represented in this case by the Economic Value Added indicator (EVA).

Methodology: This is a theoretical-empirical research, in which it was sought through the collection of information, calculation of variables and econometric tests to reach the proposed objective. The sample consisted of 223 public companies listed on BM&FBovespa. Data were collected from these companies in the period from 1/1/1998 to 12/31/2016, which were analyzed using Stata software using panel data.

Results: In general, the results showed that companies that retain a greater share of the profit create more value for the shareholders, since they minimize the cost in relation to the search for other external sources of financing. They also showed that most of the analyzed companies were not efficient in creating value in the analyzed period, thus revalidating the hypotheses discussed in previous studies.

Contributions of the Study: The work is relevant, as it relates one of the most important decisions in the business context, which is the distribution of dividends, with one of the most widespread value creation verification metrics, EVA. In addition, it contributes to the deepening of studies on dividend policy and EVA, which, even separately, are an important topic for corporate finance. Finally, the study allowed to verify the creation or destruction of value during a long period of time: from 1998 to 2016.

Keywords: Dividend policy. Value creation. Panel data.

Resumen

Objetivo: El objetivo del estudio ha sido verificar la relación entre la política de dividendos, representada por los indicadores *payout*, *dividend yield* y dividendos a pagar, y la creación o destrucción del valor para el accionista, representada, en ese caso, por el indicador *Economic Value Added* (EVA).

Metodología: Se trata de una investigación teórico-empírica, que por intermedio de recolecta de informaciones, cálculo de variables y testes econométricos se ha buscado alcanzar el objetivo propuesto. La muestra está compuesta de 223 empresas de capital abierto listadas en la *BM&FBovespa*. Han sido levantados los datos de esas empresas en el periodo de 1º/1/1998 a 31/12/2016, y han sido analizados por intermedio del *software* Stata utilizando datos en panel.

Resultados: En general, los resultados revelaron que las empresas que retienen mayor parcela del lucro crean más valor para los accionistas, pues minimizan el costo en relación a la busca de otras fuentes externas de financiamiento. Además, indicaron que la mayor parte de las empresas analizadas no han sido eficientes en la creación de valor en el periodo analizado, revalidando así las hipótesis discutidas en trabajos anteriores.

Contribuciones del Estudio: El trabajo es relevante, pues relaciona una de las decisiones más importantes en el contexto empresarial, que es la distribución de los dividendos, con una de las más difundidas métricas de verificación de creación de valor, el EVA. Igualmente, contribuye para la profundización de estudios sobre política de dividendos y el EVA, que, mismo separadamente, configuran un importante tema para las finanzas corporativas. Por fin, el estudio ha permitido verificar la creación o destrucción de valor durante un largo periodo de tiempo: de 1998 a 2016.

Palabras clave: Política de dividendos. Creación de Valor. Datos en panel.

1 Introdução

O processo de gestão nas organizações inevitavelmente passa por três grandes decisões que podem contribuir para maior ou menor criação de valor para os acionistas: (1) decisão de investimento, em que são analisadas as melhores alternativas de investimento e quais fornecem a melhor relação entre risco e retornos; (2) decisão de financiamento, na qual são avaliadas as melhores opções de custo de capital e a melhor relação entre custo de capital próprio e custo de capital de terceiros, conseqüentemente se examina qual a melhor estrutura de capital; (3) decisão de distribuição de dividendos, em que são avaliadas as necessidades de capital da empresa e qual parcela dos lucros poderá ser distribuída entre os acionistas sem afetar essas necessidades (Ambrozini, 2011). Como pode ser visto, esta última decisão pode atingir diretamente as duas primeiras, e isso faz com que a empresa tenha maior ou menor capital disponível para seu autofinanciamento. O capital retido, se bem gerenciado e aplicado em bons projetos de investimento que remunerem o capital investido com um retorno maior que seu custo, pode promover maior criação de valor para o acionista.

Haque, Siddikee, Hossain, Chowdhury e Rahman (2013) afirmam que uma das questões cruciais a respeito dos lucros se refere a decidir quanto será distribuído entre os acionistas e quanto será retido para fins de financiamento dos projetos da empresa. Investir os lucros em projetos com a capacidade de gerar retornos maiores que o custo de oportunidade do acionista pode potencializar a criação de valor para ele. O autofinanciamento por meio dos lucros retidos minimiza o custo de capital e pode gerar benefícios futuros com maior distribuição de dividendos e valorização das ações da empresa, o que proporciona maiores ganhos aos acionistas.

Entretanto, essa questão sobre retenção de lucros e criação de valor sempre foi muito discutida e contestada, não havendo até os dias atuais um consenso sobre o que promove maior criação de valor para os acionistas. Segundo Miller e Modigliani (1961), a forma como a empresa distribui seus lucros não afeta o valor dela, ou seja, a criação de valor é independente da política de dividendos adotada pela empresa. Ainda para os autores, são o retorno e o risco dos ativos de uma empresa os determinantes de seu valor.

Gordon (1963) não vê a distribuição de dividendos sob esse prisma. Para ele, o pagamento de dividendos minimiza o risco da ação, considerando que, para o acionista, mais vale um pagamento imediato em forma de dividendos que o pagamento futuro, incerto, em forma de ganho de capital. De acordo com esse ponto de vista, a retenção de lucros, ou seja, a não distribuição de dividendos, pode gerar incerteza entre os acionistas, e, se isso ocorrer, as ações da empresa desvalorizarão.

Essa falta de consenso gerou muitos estudos com diferentes metodologias, os quais tinham como objetivo testar a relação entre política de dividendos e valorização da empresa ou criação de valor para os acionistas. Firmino, Gama, Bruni e Famá (2003), Reis (2006), Tanaka (2008), Schneider (2009), Ludwig (2010), Gomes (2012) e Silva (2016) concluíram que a política de dividendos tem o poder de influenciar o valor da empresa. Por outro lado, Silva (1999), Bueno (2000) e Silva e Dantas (2015) não conseguiram encontrar uma relação entre ambas. Os estudos de todos esses autores utilizaram como métrica da criação de valor o preço das ações das empresas no mercado, que cresce quando a empresa distribui os lucros, segundo Graham e Dodd (2009). Desse modo, não empregaram uma das metodologias mais difundidas para evidenciar a criação de valor: o *Economic Value Added* (EVA).

Nesse sentido, notou-se nesses trabalhos uma lacuna a ser explorada, uma vez que testaram a relação entre as políticas de dividendos com a criação de valor, porém nenhum deles utilizou o EVA como métrica, embora haja muitos artigos que relacionem outras coisas com

esse indicador no lugar da política de dividendos. Ademais, não foram localizados estudos nacionais que tenham verificado a relação entre política de dividendos e criação de valor utilizando o EVA. Sendo assim, elaborou-se a seguinte questão problema: **existe relação entre a política de dividendos e a criação de valor para o acionista sob a perspectiva do EVA?**

O objetivo do estudo é testar a relação entre a política de dividendos, representada pelos indicadores *payout*, *dividend yield* e dividendos a pagar, e a criação ou destruição de valor para o acionista, representada, nesse caso, pelo indicador EVA. Para isso, foram levantados os demonstrativos financeiros de todas empresas listadas na BMF&Bovespa, com exceção das empresas do setor financeiro, no período de 1998 a 2016. Os dados levantados são trabalhados utilizando modelos longitudinais de regressão para dados em painel.

O trabalho é relevante, pois relaciona uma das decisões mais importantes no contexto empresarial, que é a distribuição dos lucros, com uma das mais difundidas métricas de verificação da criação de valor, o EVA. Além disso, incrementa os estudos a respeito de política de dividendos e o EVA, que, mesmo separadamente, configuram um importante tema para as finanças corporativas. Por fim, o trabalho permitiu verificar a criação ou destruição de valor durante um longo período de tempo: de 1998 a 2016.

Além desta introdução, o trabalho encontra-se assim organizado: na segunda seção, aborda-se o referencial teórico que serviu de base para a pesquisa; na terceira seção, detalha-se a metodologia utilizada; na quarta seção, expõem-se os resultados obtidos; e finalmente, na quinta e última seção, apresentam-se as considerações finais.

2 Revisão da literatura

Desde o seminal trabalho de Miller e Modigliani (1961), que defende a irrelevância da política de dividendos para a criação de valor, bem como o de Gordon (1963), o qual argumenta que os acionistas preferem os dividendos no tempo presente, pois os ganhos futuros são incertos, muitos estudos foram realizados, e outras teorias surgiram para tentar explicar o processo de criação de valor para o acionista. Mesmo com a evolução dos estudos e com a modificação dos pressupostos irrealistas trabalhados inicialmente pelos autores, ainda não há nos dias atuais um consenso a respeito da criação de valor no contexto da distribuição dos lucros das organizações.

Com o intuito de dar suporte ao trabalho, apresenta-se no referencial teórico alguns estudos que abordaram temas similares, bem como os principais conceitos sobre política de dividendos e criação de valor.

2.1 Política de dividendos

Uma das principais decisões numa empresa consiste em definir o destino dos lucros. Empresas que vislumbram oportunidades de negócios podem reter a maior parte desses lucros, com o objetivo de investir nesses novos negócios. Já aquelas com poucas oportunidades de investimentos costumam distribuir a maior parte dos lucros.

Segundo Assaf, Ambrozini e Lima (2007), as questões pertinentes a quanto, quando e com que frequência serão distribuídos os dividendos constituem a política de dividendos da empresa, e as decisões mais acertadas nesse sentido podem promover maior criação de valor para os acionistas.

Assaf Neto e Lima (2018) mencionam que a política de dividendos se refere ao montante e à distribuição do pagamento de dividendos aos acionistas em todos os trimestres. A empresa pode restringir o pagamento corrente na expectativa de maiores distribuições no futuro; ao

contrário, pode decidir pagar alto *payout* hoje e adiar os investimentos para o futuro. O objetivo é definir uma política ótima de dividendos, isto é, aquela que promove a maximização do valor de mercado da ação.

Ainda para Assaf Neto e Lima (2018), a política de dividendos ideal é aquela que concilia a necessidade da empresa com as expectativas dos acionistas, ou seja, a empresa pode reter lucros para financiar projetos com retorno superior ao custo de capital próprio e, desse modo, criar valor para os acionistas. Isso deve estar alinhado com as expectativas deles, no sentido de adiarem o recebimento de dividendos para receber maiores benefícios futuros, por exemplo, mais dividendos e ganhos de capital.

Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb (2015) argumentam que uma empresa não pode em nenhuma hipótese distribuir os lucros se houver oportunidades de investimento com Valor Presente Líquido (VPL) positivo, ou seja, as empresas devem sempre priorizar os investimentos, desde que estes sejam rentáveis.

Damodaran (2004) cita que não existe um modelo perfeito de política de dividendos e que cada empresa deve formular suas políticas de acordo com suas necessidades, e estas variam conforme o estágio de desenvolvimento em que as empresas se encontram. As mais novas tendem a explorar mais oportunidades de crescimento e, sendo assim, a distribuir menos dividendos, pois utilizam os lucros como um meio de reduzir o custo de capital. Já as mais maduras propendem a ter menos oportunidades de crescimento e, por esse motivo, distribuem montantes maiores de dividendos.

Ehrhardt e Brigham (2012) defendem que empresas com poucas oportunidades de investimento distribuem mais lucros, visto que possuem caixa excedente. Já as empresas com muitas oportunidades de investimento encontram na retenção de dividendos uma forma de autofinanciamento. Há ainda as que distribuem lucros mesmo sem ter gerado caixa para isso. Desse modo, tentam sinalizar para o investidor que estão criando valor para este, quando, na verdade, estão destruindo valor para si mesmas e para ele. Atitudes que destroem valor estão fora do escopo da gestão baseada em valor, e os esforços dos envolvidos, desde o chão de fábrica até a cúpula da empresa, são direcionados na criação de valor para a organização e os acionistas.

Há vários estudos que, testando a hipótese da teoria da sinalização, buscaram verificar a existência de uma relação entre as políticas de dividendos e a criação de valor para o acionista, entre eles, destaca-se o estudo de Firmino, Gama, Bruni e Fama (2003). Os autores investigaram se o anúncio de pagamentos de dividendos provocaria um incremento no valor das ações. Os resultados mostraram um retorno anormal positivo para as empresas com *dividend yield* acima da média.

Reis (2006) trabalhou com a proposta de criação de carteiras de ações baseadas no alto *dividend yield* das empresas. As carteiras apresentaram retorno maior que o índice Bovespa, que é utilizado no Brasil por alguns autores como o indicador que melhor representa o comportamento médio do mercado acionário.

Tanaka (2008) também utilizou a estratégia do pagamento de dividendos para a criação de carteiras de investimento com empresas não financeiras de capital aberto. O estudo mostrou que formar carteiras com base no pagamento de dividendos pode render bons resultados.

Schneider (2009) testou o retorno de investimentos em ações que pagavam dividendos acima da média como uma forma de poupar para a aposentadoria. Os resultados dessas ações mostraram ser um bom investimento para a aposentadoria, pois os retornos em longo prazo superaram o índice Bovespa e também o Certificado de Depósito Interbancário (CDI).

Ludwig (2010), Gomes (2012) e Silva (2016) também fizeram trabalhos similares analisando a relação do pagamento de dividendos com a valorização das ações da empresa. Os

autores concluíram em seus estudos que a política de dividendos tem o poder de influenciar positivamente o valor da empresa.

Autores como por exemplo Silva (1999), Bueno (2000) e Silva e Dantas (2015) também tentaram encontrar essa relação, mas não conseguiram evidências de que o pagamento de dividendos possa influenciar o valor das empresas.

Nota-se nesses estudos que é comum verificar a criação de valor utilizando o preço das ações. Para Damodaran (2004), o preço da ação é a melhor medida de valor da empresa, medida essa que é constantemente atualizada pelo mercado. Entretanto, autores como Awan, Siddique e Sarwar (2014) defendem que o EVA é um dos indicadores mais eficientes na avaliação de real criação de valor das empresas.

Finalmente, Haque *et al.* (2013) estudaram a relação entre o *dividend payout* e o EVA de empresas do setor farmacêutico em Bangladesh. Utilizando o método estatístico de regressão simples, os autores verificaram que há um relacionamento inverso entre esses indicadores, isto é, com a diminuição do *dividend payout*, observa-se um aumento no EVA. Com esse resultado, pode-se interpretar que a distribuição de dividendos, a qual a princípio aparenta estar enriquecendo o acionista, está, na verdade, destruindo suas riquezas. Retendo esses lucros, a empresa pode se autofinanciar de forma menos onerosa, e isso cria valor para o acionista, mesmo que esse valor não seja distribuído por meio dos dividendos. O resultado encontrado pelos autores está de acordo com a teoria *pecking order* proposta por Myers (1984), a qual sugere que, antes de utilizar endividamento externo, a empresa deve utilizar seus recursos internos que, segundo o autor, são menos onerosos.

2.2 Criação de valor

A principal expectativa de um investidor quando compra ações de uma empresa é receber de volta um montante maior do que foi investido, assim ele espera que sua riqueza seja aumentada. Há vários estudos que mostram formas diferenciadas de medir se houve ou não ganho ou geração de valor em determinado investimento.

Para Assaf, Ambrozini e Lima (2007), o lucro genuíno, que remunera efetivamente o capital investido, é aquele que cobre todas as despesas incorridas no exercício, inclusive o custo de oportunidade dos acionistas. De acordo com os princípios contábeis predominantes, o lucro líquido dos acionistas é mensurado sem considerar esse custo, podendo inclusive se apresentar insuficiente.

Young e O'Byrne (2003) citam que a empresa só cria riqueza para os acionistas depois de cobrir todos os custos operacionais e o custo de capital. Esse conceito é conhecido como lucro econômico ou lucro residual.

Ehrbar (1999) conceitua o EVA como lucro operacional após o pagamento de impostos menos o encargo sobre o capital investido. O autor afirma que, embora o conceito de EVA e sua fórmula sejam simples, o cálculo é um tanto quanto complexo, pois são necessários inúmeros ajustes para que as variáveis utilizadas representem o valor correto.

Apesar da crescente utilização do EVA como indicador do desempenho econômico das empresas, ele apresenta vantagens e desvantagens, assim como outros indicadores. Segundo Saurin, Mussi e Cordioli (2000), a vantagem do EVA é ser um indicador econômico, o que não permite ser influenciado por eventuais manipulações nos dados contábeis. Outra vantagem é que ele pode ser aplicado a qualquer tipo de empresa, departamento ou projeto, com exceção de empresas financeiras. Como desvantagem, destaca-se a dificuldade de determinar o capital da empresa está sendo investido usando o EVA.

No entanto, alguns estudos argumentam que outras medidas podem demonstrar de forma mais adequada a geração de valor. Bastos, Nakamura, David e Rotta (2009) estudaram a relação entre os retornos das ações e as quatro métricas de desempenho – Lucro por Ação (LPA), Retorno sobre Investimento (ROI), EVA e Fluxo de Caixa Operacional (FCO) em companhias brasileiras de capital aberto. Após análise dos dados em painel, na qual foi utilizado o retorno das ações como variável dependente e as quatro métricas como variáveis explicativas, os autores encontraram o seguinte: o retorno das ações é mais bem explicado pelo FCO, em seguida pelo ROI, na sequência pelo LPA e, por fim, com o menor poder explicativo, pelo EVA.

Já outros estudos reforçam o indicador EVA como uma métrica adequada para verificar a geração de valor de um negócio/investimento. Pletsch, Reif e Silva (2015) analisaram a relação entre o EVA e indicadores de mercado de empresas brasileiras. Como amostra, foram utilizadas organizações pertencentes ao IBrX 100 entre os anos de 2008 e 2012. Os dados foram cruzados e analisados por meio do sistema SPSS, no qual os autores empregaram, como variável dependente, o EVA e, como variáveis independentes, os indicadores Preço/Lucro, Preço/Valor Patrimonial e Valor de Mercado. Diante dos resultados, os autores constataram que somente o Valor de Mercado da empresa exerce influência sobre o EVA.

Corrêa, Assaf e Lima (2013) investigaram se os indicadores financeiros tradicionais explicam a geração de valor para o acionista nas empresas brasileiras. Para isso, selecionaram 33 indicadores, os quais foram comparados ao EVA empregando testes estatísticos de correlação, regressão múltipla, regressão em painel e regressão logística. Baseando-se nos resultados encontrados, os autores notaram que dois terços desses indicadores não tinham relação com o EVA. Os indicadores relacionados com a criação de valor de forma significativa foram estes: Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE), Retorno sobre o Ativo (ROA), *spread* do acionista, margem bruta, margem líquida e giro do ativo.

Como o objetivo deste estudo é medir a relação da política de dividendos adotada com a geração de valor de uma empresa, achamos adequado utilizar o EVA como métrica dessa geração de valor.

Sendo assim, as seguintes hipóteses sobre política de dividendos são levantadas:

Hipótese 1 (H₁): quanto maior a distribuição dos lucros, maior a criação de valor. Entende-se que maior distribuição dos lucros está de acordo com a teoria do pássaro na mão, proposta por Gordon (1963), em que os acionistas preferem garantir o recebimento hoje dos dividendos a correr o risco de receber, ainda que um valor maior, futuramente. Desse modo, a distribuição dos lucros é benéfica para a empresa, pois contribui para a valorização de suas ações no mercado e minimiza o custo de capital. Outra teoria que suporta essa hipótese é proposta por Jensen e Meckling (1976). Para esses autores, os dividendos distribuídos fazem com que os recursos disponíveis para os administradores sejam mais escassos, o que leva esses administradores a serem mais eficientes dada a limitação de capital. Isso diminui os custos de agência e de capital, promovendo a criação de valor para os acionistas.

Hipótese 2 (H₂): quanto maior a retenção dos lucros, maior a criação de valor. Entende-se que as empresas que têm à sua disposição mais capital para investimentos dependem menos de endividamento com terceiros e conseqüentemente cria mais valor. De acordo com Myers (1984), priorizar a utilização dos lucros como fonte de autofinanciamento minimiza os custos da empresa e conseqüentemente se cria mais valor para os acionistas. Brigham e Gordon (1968) argumentam que a retenção de lucros diminui a alavancagem da empresa, e isso, por sua vez, reduz o custo de capital. Dessa forma, com um custo de capital menor, cria-se valor para o acionista.

3 Metodologia

Trata-se de uma pesquisa teórico-empírica, na qual se busca por meio de coleta de informações, cálculo das variáveis e testes econométricos atingir os objetivos propostos.

A metodologia utilizada no trabalho é semelhante à aplicada no estudo de Haque *et al.* (2013), que estudaram a relação entre o *dividend payout* e o EVA no contexto do setor farmacêutico em Bangladesh. No entanto, o presente estudo amplia o método estatístico utilizado de regressão simples para regressão múltipla com dados em painel.

Empregando o *software* estatístico Stata, são realizados neste estudo testes com três modelos de regressão para dados em painel: estimação *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), estimação por efeitos fixos e estimação por efeitos aleatórios, sendo todos eles com erros-padrão robustos com agrupamento ao nível da empresa.

Para Fávero e Belfiori (2017), após cada uma das três estimativas, as quais podem fornecer diferentes resultados, são aplicados outros dois testes, com o objetivo de validar qual dos modelos fornece o resultado mais consistente: LM de Breusch-Pagan e teste de Hausman, cujos valores são apresentados na análise dos resultados. Como foram utilizados modelos robustos, o teste F de Chow, que é empregado em alguns casos, não foi usado neste trabalho. Os resultados dos testes são apresentados na análise dos resultados, logo após as estimações.

A modelagem geral é dada por:

$$EVA_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 Payout_{it} + \beta_2 Div\ yield_{it} + \beta_3 Div\ Pagar_{it} + \beta_4 Ativo_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$EVAT1_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 Payout_{it} + \beta_2 Div\ yield_{it} + \beta_3 Div\ Pagar_{it} + \beta_4 Ativo_{it} + \varepsilon_{it}$$

Sendo:

EVA_{it} = Variável que mensura a criação de valor;

$EVAT1_{it}$ = Variável que mensura a criação de valor um ano à frente, ou seja, no ano posterior aos dados das variáveis independentes;

ε_{it} = Comportamento dos termos de erro;

β = Coeficientes angulares;

$Payout_{it}$ = Parcela do lucro líquido distribuída a seus acionistas sob a forma de dividendos. Valor apresentado em percentual, calculado com informações disponibilizadas na demonstração do resultado do exercício;

$Div\ yield_{it}$ = Razão do dividendo pago por ação dividida pelo preço da ação. É também conhecido como retorno de dividendos, segundo Assaf (2016). Valor apresentado em percentual, disponibilizado no sistema Econômica;

$Div\ Pagar_{it}$ = Montante a ser pago em dividendos referentes ao exercício. Valor disponibilizado no balanço patrimonial da empresa;

$Ativo_{it}$ = Variável que representa o tamanho da empresa e que frequentemente é inserida como variável de controle em trabalhos como este. Valor disponibilizado no balanço patrimonial da empresa (Santos, Tavares, Azevedo, & Freitas, 2017; Vilela, 2013).

3.1 Coleta de dados

Todos os dados foram coletados no sistema Economática; desse modo, trata-se de dados secundários. Foram coletados demonstrativos financeiros e indicadores de mercado do período de 1º/1/1998 a 31/12/2016 de todas as empresas ativas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em 10/6/2017, com exceção das empresas financeiras que, devido a algumas especificidades, como a alavancagem financeira, por exemplo, poderiam distorcer os resultados.

Após o filtro, o qual eliminou as organizações que não apresentavam todas as informações para cálculo dos indicadores, restaram 223 empresas, que geraram um total de 1.767 observações para o EVA do mesmo ano e 1.527 para o EVA do ano seguinte (EVAT1).

Tal como no trabalho de Bastos *et al.* (2009), os dados contábeis não foram ajustados para o cálculo do EVA. Assim, esse cálculo apresenta somente uma aproximação do indicador proposto por Stewart (2005).

Foi analisado o EVA do mesmo ano em que as informações sobre dividendos foram divulgadas e também o EVA do ano posterior à divulgação dos resultados. Ou seja, quando os dados divulgados sobre dividendos se referiam a 1996, por exemplo, foi verificada a influência dessas informações sobre o EVA de 1996 e de 1997.

3.2 Variável dependente

Como variável dependente, foi utilizado o EVA sem os ajustes contábeis, o qual foi calculado com a Fórmula 1:

$$EVA = NOPAT - (WACC * capital) \quad (1)$$

Sendo:

O *Net Operation Profit after Taxes* (NOPAT) é o lucro operacional líquido após o Imposto de Renda (IR), para o qual foi considerada a alíquota de 34%. Como o NOPAT não é disponibilizado diretamente no sistema Economática, ele foi calculado com base na Fórmula 2, apresentada a seguir.

$$NOPAT = EBIT(1 - TC) \quad (2)$$

Sendo:

Earning Before Interest and Taxes (EBIT) ou lucro antes dos juros e tributos, que foi coletado diretamente no sistema Economática.

TC = Alíquota de IR, que é de aproximadamente 34% no Brasil (Assaf, 2016).

O *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) é o custo médio ponderado de capital. Esse indicador foi calculado com base na Fórmula 3, apresentada a seguir.

O capital é o capital investido na empresa, obtido no sistema Economática e calculado de acordo com as Fórmulas 4 e 5.

O WACC foi calculado aplicando a Fórmula 3:

$$WACC = K_e \left(\frac{PL}{D + PL} \right) + K_d \left(\frac{D}{D + PL} \right) (1 - T_c) \quad (3)$$

Sendo:

K_e = Custo de capital próprio da empresa obtido por meio do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) ou modelo de precificação de ativos, calculado com a Fórmula 6;

PL = Patrimônio Líquido;

D = Valor das dívidas financeiras e debêntures da empresa (curto e longo prazo);

K_d = Custo do capital de terceiros, calculado com a Fórmula 7;

T_c = Alíquota do IR.

O capital investido é calculado de acordo com as Fórmulas 4 e 5:

$$\text{Capital investido} = AT - PC + TEFCP - AF - CEC \quad (4)$$

Caso o CEC seja nulo, deve-se utilizar a próxima fórmula.

$$\text{Capital investido} = AT - PC + TEFCP - DICP - AFCP \quad (5)$$

Sendo:

AT = Ativo Total;

PC = Passivo Circulante;

TEFCP = Total de empréstimos e financiamentos curto prazo (CP);

AF = Aplicações Financeiras;

CEC = Caixa e Equivalentes de Caixa;

DICP = Disponível e Investimentos CP;

AFCP = Aplicações financeiras (substituído por zero quando indisponível).

O custo de capital próprio foi calculado utilizando a fórmula do CAPM apresentada na sequência (Fórmula 6):

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (6)$$

Sendo:

R_f = Taxa livre de risco. Foi utilizada a taxa Selic de 252 dias. Optou-se por 252 dias como forma de representar a taxa média no exercício fechado de cada ano;

B = Beta da empresa obtido por meio do sistema Economatica;

$R_m - R_f$ = É o prêmio de risco do mercado. Segundo Damodaran (2004), o prêmio de risco para países emergentes é de 5,5%. Desse modo, esse foi o prêmio considerado nos cálculos.

O custo de capital de terceiros foi calculado aplicando a Fórmula 7:

$$K_d = \frac{\text{Despesa Financeira}}{\left(\frac{\text{Dívida Financeira Total}_t + \text{Dívida Financeira Total}_{t-1}}{2} \right)} \quad (7)$$

3.3 Variáveis independentes

As variáveis independentes utilizadas no trabalho foram estas: *payout*, *dividend yield* e dividendos a pagar.

O *payout* é o percentual do lucro líquido distribuído entre os acionistas em forma de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio. Ele é calculado aplicando a Fórmula 8 ou a Fórmula 9. Ambas fornecem o mesmo resultado:

$$payout = \frac{\text{dividendos}}{\text{lucro líquido}} \quad (8)$$

$$payout = \frac{\text{dividendos por ação}}{\text{lucro por ação}} \quad (9)$$

O *dividend yield* é a relação entre os dividendos distribuídos e o preço da ação. Alguns estudiosos, entre eles, Assaf, Ambrozini e Lima (2007), consideram-no como uma medida do retorno que o acionista recebeu em dividendos. Ele é calculado com a Fórmula 10:

$$dividend\ yield = \frac{\text{dividendos por ação}}{\text{preço da ação}} \quad (10)$$

Como o preço da ação, utilizado no cálculo do *dividend yield*, pode ser considerado o preço da ação no fim do ano, no início do ano ou uma média anual. No presente estudo, foi considerado o preço do último pregão do ano.

As variáveis independentes dividendos a pagar e ativo foram extraídas do balanço patrimonial das empresas via sistema Economática.

Na próxima seção, apresenta-se a análise dos resultados.

4 Análise dos resultados

A Tabela 1 mostra a matriz de correlações entre as variáveis utilizadas no presente estudo. O resultado mostra alta correlação entre as variáveis EVA e EVAT1 (0,81), o que já era esperado, visto que a variável EVAT1 é a variável EVA com defasagem de um ano. A variável independente que apresentou a maior correlação com as variáveis dependentes EVA e EVAT 1 foi a variável Div Pagar com valor negativo, sendo respectivamente -0,2745 e -0,2757. Isso sugere que a correlação de ambas é em sentido oposto, ou seja, maiores dividendos a pagar são seguidos de menores valores para EVA e EVAT 1. Observa-se ainda por meio das correlações que seus níveis não implicam problemas de multicolinearidade.

Tabela 1
Matriz de correlações

Variáveis	Eva	Evat1	<i>Payout</i>	<i>Div. yield</i>	Div. pagar	Ativo
EVA	1,0000					
EVAT1	0,8183	1,0000				
<i>Payout</i>	-0,0376	-0,0347	1,0000			
<i>Div. yield</i>	0,0025	-0,0093	0,0004	1,0000		
Div. pagar	-0,2745	-0,2757	0,0060	0,0703	1,0000	
Ativo	-0,0033	-0,0087	0,0798	-0,0487	-0,0159	1,0000

Fonte: Elaborada pelos autores, com base no *output* do Stata.

A Tabela 2 apresenta a quantidade, por ano, de empresas analisadas que criaram ou destruíram valor e respectivos percentuais. Entende-se que a empresa está criando valor quando seu EVA é positivo e está destruindo valor quando tem o EVA negativo.

Tabela 2
Quantidade de empresas analisadas por ano e percentual de criação ou destruição de valor

Ano	Criação	%	Destruição	%	Total de empresas analisadas
1998	1	2,1%	47	97,9%	48
1999	3	6,1%	46	93,9%	49
2000	4	8,2%	45	91,8%	49
2001	4	8,2%	45	91,8%	49
2002	0	0,0%	53	100,0%	53
2003	11	19,3%	46	80,7%	57
2004	8	11,8%	60	88,2%	68
2005	11	15,5%	60	84,5%	71
2006	19	25,0%	57	75,0%	76
2007	21	26,6%	58	73,4%	79
2008	14	16,3%	72	83,7%	86
2009	47	47,0%	53	53,0%	100
2010	22	19,6%	90	80,4%	112
2011	26	17,4%	123	82,6%	149
2012	36	20,6%	139	79,4%	175
2013	34	18,7%	148	81,3%	182
2014	26	14,0%	160	86,0%	186
2015	18	9,3%	175	90,7%	193

Fonte: Elaborada pelos autores, com base no *output* do Stata.

Observa-se, na Tabela 2, que a maioria das empresas destruiu valor no período analisado, o que confirma os achados de Bastos *et al.* (2009). O melhor ano foi 2009, pois 47% das empresas criaram valor, e o pior ano foi 2002, visto que nenhuma das 53 empresas analisadas criaram valor.

Verifica-se, ainda na Tabela 2, a quantidade de empresas analisadas para cada ano do período. A ilustração mostra os dados até 2015, porém a criação de valor calculada por meio do modelo EVA foi até o ano de 2016, pois foram analisadas a relação da política de dividendos com o EVA do mesmo ano e também do ano posterior. A intenção é entender se a política de

dividendos, devido à maior retenção ou distribuição dos lucros, influencia tanto o ano presente dos anúncios quanto o ano posterior.

Por meio das regressões apresentadas na Tabela 3, verificou-se a relação dos indicadores de dividendos com o EVA do mesmo ano. Utilizou-se a estimação POLS, estimação por efeitos fixos e estimação por efeitos. Em todos os casos, foram utilizados erros-padrão robustos com agrupamento ao nível de empresa.

O resultado mostra que os modelos POLS e efeitos aleatórios se mostraram significantes ao nível de 5%. A estimação por efeitos fixos não apresentou significância estatística.

Com relação ao poder explicativo dos modelos, tanto o modelo POLS quanto o modelo por efeitos aleatórios apresentaram R^2 muito parecido, sendo 11,86% para o primeiro e 11,85% para o segundo. Isso indica que mais de 11% da variação da variável dependente EVA é explicada pela variação das variáveis independentes inseridas no modelo.

No contexto da significância estatística das variáveis independentes tanto no modelo POLS quanto na estimação por efeitos aleatórios, a única variável com significância estatística foi a variável div. pagar, com seu coeficiente negativo. Isso significa que, quanto menor os dividendos distribuídos (maior retenção de lucros), maior será o EVA.

Desse modo, esse resultado está de acordo com o encontrado por Haque *et al.* (2013) e mostra que menor dividendo a pagar é relevante para maior criação de valor, diferente do proposto por Miller e Modigliani (1961). É possível afirmar que, no caso da amostra utilizada, as empresas administraram de forma eficiente os dividendos retidos, e isso gerou valor para o acionista.

Tabela 3

Modelos de regressão para dados em painel com variável dependente EVA

Variável	POLS com erros-padrão robustos clusterizados	Efeitos fixos com erros-padrão robustos clusterizados	Efeitos aleatórios com erros-padrão robustos clusterizados
<i>Payout</i>	-184536,7 (122139,3)	-128642,8 (69890,30)	-179895 (115029,3)
<i>Dividend yield</i>	4033304 (2096774)	3829886* (1693968)	3802154 (2002057)
Div pagar	-3,583881* (1389185)	1,33420 (2,08659)	-3,20422* (1,43135)
Ativo	0,0001027 (0,0005387)	0,001006 (0,0021418)	0,0001251 (0,0005097)
Constante	-634519,7* (232923,7)	-1323169* (289239,6)	-669341,9* (248615,6)
N	1767	1767	1767
R^2	0,1186		
R^2 (Geral)		0,0523	0,1185
R^2 (Between)		0,5178	0,6661
R^2 (Within)		0,0306	0,0079
F	12,38	1,88	
Sig. F	0,0000	0,1142	
Wald2			42,7
Sig.			0,0000

Obs: erros-padrão entre parênteses

*Sig. < 0,05

Fonte: Elaborada pelos autores, com base no *output* do Stata.

Mesmo descartando a estimação por efeitos fixos que não apresentou resultado estatisticamente significantes, ainda é necessário testar os modelos POLS e efeitos aleatórios para saber qual apresenta maior consistência no resultado. A escolha por um dos modelos é feita aplicando os testes LM de Breusch-Pagan e teste Robusto de Hausman, apresentados nas Tabelas 4 e 5.

O teste LM de Breusch-Pagan (Tabela 4), aplicado após a estimação por efeitos aleatórios, auxilia na rejeição da hipótese nula de que há adequação do modelo POLS em relação ao modelo de efeitos aleatórios, tendo em vista que $X^2 = 418,03$ (Sig. $X^2 = 0,0000$).

Tabela 4

Teste LM de Breuch e Pagan

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

eva[cod,t] = Xb + u[cod] + e[cod,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
eva	3.28e+13	5723880
e	1.73e+13	4164769
u	2.86e+11	534464.6

Test: Var(u) = 0
 chibar2(01) = 418.03
 Prob > chibar2 = 0.0000

Fonte: Elaborada pelos autores, com base no *output* do Stata.

Já o teste Robusto de Hausman, apresentado na Tabela 5, mostra que não é possível rejeitar a hipótese nula de que o modelo que utiliza a estimação por efeitos aleatórios é o mais adequado, ou seja, o modelo por efeitos aleatórios ofereceu estimacões mais consistentes, visto que $X^2 = 9,230$ (Sig. $X^2 = 0,0556$).

Tabela 5

Teste Robusto de Hausman

Test of overidentifying restrictions: fixed vs random effects

Cross-section time-series model: xtreg re robust cluster(cod)

Sargan-Hansen statistic 9.230 Chi-sq(4) P-value = 0.0556

Fonte: Elaborada pelos autores, com base no *output* do Stata.

Na sequência, utilizou-se novamente a estimação POLS, estimação por efeitos fixos e estimação por efeitos aleatórios. Assim, como testado no primeiro modelo apresentado na Tabela 3, esse outro modelo (Tabela 6) também utilizou erros-padrão robustos com agrupamento ao nível da empresa. Entretanto, nesse caso é testada a relação dos dividendos com o EVA do ano posterior ao anúncio dos dividendos, representada pela variável dependente EVAT1.

O resultado mostra que os três modelos são estatisticamente significantes ao nível de 5%. No contexto do poder explicativo dos modelos, tanto o modelo POLS quanto o modelo por efeitos aleatórios apresentaram o mesmo R^2 , sendo este 12,15%. Isso demonstra que mais de 12% da variação da variável dependente *evatl* é explicada pela variação das variáveis independentes inseridas no modelo. Comparando os resultados da Tabela 6 com as regressões da Tabela 3, observa-se que os dividendos explicam mais o EVA do ano posterior aos dados do que o ano presente. Já a estimação por efeitos fixos apresenta R^2 de 8,64%.

No que se refere à significância estatística das variáveis independentes tanto no modelo POLS quanto na estimação por efeitos aleatórios, a única variável com significância estatística é a variável div. pagar, com seu coeficiente negativo. Isso confirma que a retenção dos lucros influencia tanto o EVA do mesmo ano, como visto nas regressões anteriores, quanto o EVA do ano posterior.

Entretanto, observa-se que as informações geradas pelo modelo POLS são as mesmas geradas pelo modelo de efeitos aleatórios. Isso mostra que provavelmente o modelo por efeitos aleatórios não seja mais adequado do que o modelo POLS, possibilidade que é verificada a seguir com os testes LM de Breusch-Pagan e Robusto de Hausman.

Tabela 6

Modelos de regressão para dados em painel com variável dependente EVATI

Variável	POLS com erros-padrão robustos clusterizados	Efeitos fixos com erros-padrão robustos clusterizados	Efeitos aleatórios com erros-padrão robustos clusterizados
<i>Payout</i>	-187342,9 (117242,5)	-98126,04 (55472,26)	-187342,9 (117242,5)
<i>dividend yield</i>	2568594 (2199100)	2217249 (1398672)	2568594 (2199100)
div pagar	-3,63848* (1,463287)	1,92873 (2,06459)	-3,63848* (1,46329)
Ativo	-0,0001346 (0,0008865)	-0,0008313 (0,0007582)	-0,0001346 (0,0008865)
Constante	-600900,7* (197344,9)	-1413292* (260952,3)	-600900,7* (197344,9)
N	1527	1527	1527
R ²	0,1215		
R ² (Geral)		0,0864	0,1215
R ² (Between)		0,7281	0,7596
R ² (Within)		0,0434	0,0247
F	6,61	3,98	
Sig. F	0,0000	0,0039	
Wald2			26,42
Sig.			0,0000

Obs: erros-padrão entre parênteses

*Sig. < 0,05

Fonte: Elaborada pelos autores, com base no *output* do Stata.

Por meio do LM de Breusch-Pagan aplicado após a estimação por efeitos aleatórios, não foi possível rejeitar a hipótese nula de que há adequação do modelo POLS em relação ao modelo de efeitos aleatórios, considerando que $X^2 = 0,00$ (Sig. $X^2 = 1,0000$). Tendo em vista o resultado, entende-se como mais adequada a estimação POLS. Nesse caso, não é necessário utilizar o teste Robusto de Hausman.

Tabela 7
Teste LM de Breuch e Pagan

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{evat1}[\text{cod},t] = Xb + u[\text{cod}] + e[\text{cod},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
evat1	3.67e+13	6059339
e	1.92e+13	4377805
u	0	0

Test: $\text{Var}(u) = 0$

$$\text{chibar2}(01) = 0.00$$

$$\text{Prob} > \text{chibar2} = 1.0000$$

Fonte: Elaborada pelos autores, com base no *output* do Stata.

Os resultados deste trabalho estão em conformidade com os resultados encontrados por Haque *et al.* (2013), em que a política de dividendos, especificamente o dividendo distribuído, apresentou influência estatisticamente significativa e negativa na criação de valor para o acionista. Os autores constataram que, quanto menor o *payout*, maior o EVA, em outras palavras, quanto maior a retenção de lucros, maior o EVA.

O resultado está ainda de acordo com o que foi observado por Brigham e Gordon (1968), os quais argumentam que a retenção de lucros diminui a alavancagem da empresa, e essa diminuição, por sua vez, reduz o custo de capital. Desse modo, com um custo de capital menor, cria-se valor para o acionista.

Outra linha de pensamento encontrada nos resultados está inserida na teoria *pecking order*, a qual defende que, antes do endividamento, a empresa deve utilizar seus recursos internos. Estes, no caso a retenção de lucros, proporcionam uma fonte menos onerosa de capital, o que configura uma estrutura de capital benéfica e criadora de valor aos acionistas (Myers, 1984).

Entende-se que os lucros retidos são a principal fonte de financiamento da empresa e, se aplicados em projetos com valor presente líquido positivo, podem criar valor para os acionistas. Entretanto, é importante que substancial atenção seja dada ao comunicar aos acionistas a distribuição menor dos dividendos em função de projetos que promoverão maior criação de valor para o acionista no futuro. Caso haja falha na comunicação, o acionista pode se sentir prejudicado, e isso impacta o valor das ações no presente.

Assim, é possível validar a Hipótese 2 do presente estudo, ou seja, quanto maior a retenção dos lucros, maior a criação de valor. Diante disso, o estudo possibilita ainda afirmar que há relação entre a política de dividendos da empresa e a criação de valor para o acionista.

5 Considerações finais

O trabalho abordou duas questões fundamentais da administração financeira: a distribuição dos lucros da empresa e a criação de valor para o acionista.

Por meio da análise em painel não balanceado utilizando o *software* estatístico Stata, aplicou-se as estimações POLS, efeitos fixos e efeitos aleatórios, todas elas com erros-padrão robustos com agrupamento ao nível da empresa. Desse modo, analisou-se como as variáveis dependentes EVA e EVAT1, que são utilizadas como métrica para mensuração da criação de valor, se comportam diante das diferentes políticas de dividendos praticadas por distintas empresas ao longo do período analisado. Nesse caso, a política de dividendos foi representada

pelos indicadores *payout*, *dividend yield* e dividendos a pagar. Utilizou-se ainda como variável de controle o ativo total das empresas.

Para a variável dependente EVA, o modelo que se mostrou mais adequado e significativo ao nível de 5% foi a estimação por efeitos aleatórios, com R^2 de mais de 11%. A variável independente dividendos a pagar foi a única variável significativa ao nível de 5%, com coeficiente de -3,58. Como essa variável apresentou coeficiente negativo, isso quer dizer que, quanto maior for a variável dividendos a pagar, menor será a variável EVA, em outras palavras, o aumento de 1% nos dividendos a pagar promove uma redução de 3,58% no EVA.

Quanto à variável dependente EVAT1, o modelo que se apresentou mais adequado e significativo ao nível de 5% foi a estimação POLS, com R^2 de mais de 12%. A variável independente dividendos a pagar foi a única variável significativa ao nível de 5%, com coeficiente de -3,63. Pelo fato de essa variável ter apresentado coeficiente negativo, isso significa que, quanto maior for a variável dividendos a pagar, menor será a variável EVAT1, em outras palavras, o aumento de 1% nos dividendos a pagar promove uma redução de 3,63% no EVAT1.

Nota-se ainda, de acordo com os resultados, que os dividendos explicam mais o EVA do ano posterior (R^2 12,15%) do que o EVA do ano presente (R^2 11,85%).

Assim, é possível afirmar, conforme o período e amostra utilizados, que a política de dividendos, em especial os dividendos distribuídos, exercem influência negativa sobre a criação de valor para o acionista. Entende-se que, quanto maior for a retenção de lucros, maior será o valor criado para o acionista. Desse modo, os resultados corroboram a Hipótese 2 do trabalho, segundo a qual, quanto maior a retenção dos lucros, maior a criação de valor.

No presente estudo, a política de dividendos foi investigada sob diferentes óticas e, para isso, utilizou-se diferentes variáveis, sendo elas o EVA, como métrica da criação de valor, o *payout*, que mensura o percentual dos lucros distribuídos, o *dividend yield*, o qual representa o retorno em dividendos em relação ao preço da ação e, por fim, a variável dividendos a pagar, que é o montante de dividendos distribuído pela empresa e que está registrado no balanço patrimonial (passivo).

O trabalho alcançou seu objetivo ao mostrar por meio das regressões que a política de dividendos é relevante e tem influência na criação de valor para o acionista. No geral, pode-se afirmar que as empresas que retêm maior parcela do lucro, com políticas de dividendos menos agressivas, criam mais valor para os acionistas, pois minimizam o custo da busca de outras fontes de financiamento.

Os achados contrariam a teoria da irrelevância dos dividendos, mostrando que estes influenciam na criação de valor. Desse modo, é possível afirmar que os resultados estão de acordo com a teoria *pecking order*, segundo a qual a empresa prioriza os lucros como fonte de autofinanciamento.

O estudo mostrou ainda que grande parte das empresas analisadas não foi eficiente na criação de valor no período analisado, o que revalida as hipóteses discutidas em trabalhos anteriores.

A principal limitação do estudo foi utilizar o indicador EVA sem os ajustes contábeis propostos por seus desenvolvedores. Assim, para trabalhos futuros, sugere-se a utilização desses ajustes e de outros indicadores de geração de valor além do EVA.

Referências

- Ambrozini, M. A. (2011). *Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão* (Tese de doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil.
- Assaf, A., Neto (2016). *Finanças corporativas e valor* (7a ed.). São Paulo: Atlas.
- Assaf, A., Neto, Ambrozini, M. A., & Lima, F. G. (2007). *Dividendos: teoria e prática*. Ribeirão Preto: Inside Books.
- Assaf, A., Neto, & Lima, F. G. (2018). *Fundamentos de administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- Awan, A. G., Siddique, K., & Sarwar, G. (2014). The effect of Economic Value Added on stock return: evidence from selected companies of Karachi stock exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(23), 140-153.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., David, M., & Rotta, U. A. S. (2009, julho-setembro). A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. *Revista de Gestão USP*, 16(3), 65-79.
- Brigham, E. F., & Gordon, M. J. (1968). Leverage, dividend policy, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 23(1), 85-103.
- Bueno, A. F. (2000). *Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras* (Dissertação de mestrado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Corrêa, A. C. C., Assaf, A., Neto, & Lima, F. G. (2013). Os indicadores financeiros tradicionais explicam a geração de valor no Brasil? Um estudo empírico com empresas não financeiras de capital aberto. *Práticas em Contabilidade e Gestão*, 1(1), 9-19.
- Damodaran, A. (2004). *Finanças corporativas: teoria e prática* (2a ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Ehrbar, A. (1999). *EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação da riqueza*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2012). *Administração financeira: teoria e prática*. São Paulo: Cengage Learning.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel, SPSS e Stata*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Firmino, A., Gama, A., Bruni, A., & Famá, R. (2003). O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre o preço das ações. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 3. (v. 3, 1-20).

- Gomes, R. K. (2012). *Relação entre dividendos e perda de capital durante a crise do subprime: um estudo sobre o papel defensivo das empresas que pagam bons dividendos* (Trabalho de conclusão de curso de graduação). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Graham, B., & Dodd D., L. (2009). *Security analysis: principles and technique* (6a ed.). New York: McGraw Hill.
- Haque, R., Siddiquee, J. A., Hossain, S., Chowdhury, S. P., & Rahman, M. (2013, may). Relationship between dividend payout and economic value added: a case of square pharmaceuticals limited, Bangladesh. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 3(1), 98-104.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Ludwig, M. F. (2010). *Relação entre pagamentos de proventos em dinheiro e ganhos de capital* (Trabalho de conclusão de curso de graduação). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Pletsch, C. S., Reif, E., & Silva, T. P. da (2015). Análise da relação entre o valor econômico agregado (EVA) e os indicadores do mercado de empresas brasileiras. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 23(1), 157-173.
- Reis, C. R. F. (2006). *Empresas boas pagadoras de dividendos têm melhor performance? Evidências do mercado de ações brasileiro* (Dissertação de mestrado). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Ross, S. A., Westerfield, R.W., Jaffe, J., & Lamb, R. (2015). *Administração financeira: versão brasileira de corporate finance*. Porto Alegre: AMGH.
- Santos, J. V. J., Tavares, A. L., Azevedo, Y. G. P., & Freitas, R. M., Neto (2017). Relação entre o retorno das ações e o Economic Value Added (EVA): Evidências Empíricas em Companhias Abertas no Brasil. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 6(1), 119-131.
- Saurin, V., Mussi, C. C., & Cordioli, L. A. (2000). Estudo do desempenho econômico das empresas estatais privatizadas com base no MVA e no EVA. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 1(11), 18-26.

Silva, A. O., & Dantas, J. A. (2015). Impacto da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Instituições Financeiras no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(4), 43.

Silva, A. L. C. (1999). *Análise do desempenho da estratégia Dogs of The Dow Jones no mercado de capitais brasileiro* (Dissertação de mestrado). Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

Silva, J. E. (2016). *O dividend yield como base para a construção de carteiras de ações. Um estudo no mercado brasileiro entre 1996 e 2015* (Dissertação de mestrado). Universidade Metodista de Piracicaba, Piracicaba, SP, Brasil.

Schneider, C. S. S. (2009). Avaliação do desempenho de carteiras de ações baseadas em dividendos para composição de poupança para aposentadoria (Trabalho de conclusão de curso de graduação). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.

Stewart, G. B., III (2005). *Em busca do valor: o guia de EVA para estrategistas*. Porto Alegre: Bookman.

Tanaka, A. F. (2008). Construção de carteiras com diferentes estratégias: um estudo com ações brasileiras no período de 1996 a 2007 (Dissertação de mestrado). Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.

Young, S. D., & O'Byrne, S. F. (2003). *EVA e gestão baseada em valor*. Porto Alegre: Bookman.