

**ÁREA TEMÁTICA
FIN - FINANÇAS**

DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS VERSUS VALUATION DAS AÇÕES

Resumo

O presente artigo tem como objetivo analisar se existe uma relação negativa entre a distribuição de proventos e a relação de P/VP das empresas. Adicionalmente, os dados foram coletados do banco de dados Economática e foram analisados por meio de regressão múltipla com dados em painel. Os resultados mostram que houve relação negativa entre o preço das ações sobre o valor patrimonial das ações e a distribuição de seus proventos. Para estudos futuros, sugere-se a análise de outras bolsas de valores e diferentes variáveis e regressões que representam a distribuição de dividendos das empresas sob outras óticas.

Palavras-chave: *Valuation*; proventos; *dividend yield*

Abstract

This article aims to analyze whether there is a negative relationship between the distribution of earnings and the P/VP ratio of companies. Additionally, data were collected from the Economática database and analyzed using multiple regression with panel data. The results show that there was a negative relationship between the price of shares on the equity value of shares and the distribution of their earnings. For future studies, we suggest the analysis of other stock exchanges and different variables and regressions that represent the distribution of dividends of companies from other perspectives.

Keywords: *Valuation*; earnings; *dividend yield*

1. Introdução

A partir da década de 1950, com uso da tecnologia para análise de dados e informações visando melhores resultados financeiros das empresas surgiram estudos que estruturam a base para a denominada moderna teoria de finanças. Com isso, a política de dividendos ganhou destaque em diversos estudos teóricos de finanças corporativas e gestão, levando assim a uma reflexão sobre as tomadas de decisão econômico-financeiras e os efeitos delas sobre o valor das empresas, na qual tais considerações se estendem até hoje (ASSAF NETO, 2014, p. 45).

Duas teorias lançadas sobre a política de dividendos elevaram a produção científica sobre a temática na época, a primeira que relata haver relação direta entre a divisão dos lucros e o de valor mercado que ficou conhecida como a “teoria da relevância da política de dividendos” e a outra que contradiz a primeira teoria ao afirmar que a divisão dos lucros não está relacionada com o valor de mercado ficando conhecido como a “teoria da irrelevância da política de dividendos” (JUNIOR et al, 2017).

O primeiro estudo da teoria da relevância da política de dividendos foi publicado por Lintner (1956) que afirmou que os lucros atuais, o volume de vendas e os fluxos internos de fundos estão ligados ao investimento do período anterior, de maneira que as corporações podem pagar dividendos por períodos longos de tempos com planejamento, e à medida que a distribuição dos dividendos cresce, sinais positivos são enviados para o mercado nos períodos futuros.

Posteriormente, em 1959 o estudo de Gordon corroborou com a ideia de Lintner (1956), ao afirmar que a política de dividendos influencia positivamente no valor das ações, pois o investidor em situações de incerteza evita os riscos, e preferem receber dividendos com maior certeza no período presente do que ter expectativas em ganhos futuros. Assim, em mercados incertos e com informações assimétricas, os investidores preferem receber dividendos do que os lucros retidos, outra colocação é que com o aumento dos pagamentos a taxa de retorno será reduzida, o que implica em aumento do valor da empresa. Os autores ainda acrescentam, que se o objetivo do gestor é a maximização da riqueza para os acionistas, então eles devem se preocupar com essas particularidades que alteram os valores dos títulos das ações (GORDON, 1959).

Em oposição a teoria de Lintner (1956) e Gordon (1959), a teoria publicada por Miller e Modigliani (1961) afirma que se a tributação é o diferencial que torna o mercado imperfeito, portanto, se não há incidência de impostos, ou seja, em mercados perfeitos o preço da ação não sofre influência sobre política dos dividendos. Essa hipótese ficou conhecida como Teoria da Irrelevância da Política de Dividendos, na qual a decisão dos administradores em pagar dividendos não interfere no valor de mercado das empresas.

Estudo realizado por Silva e Dantas (2015) teve seu resultado explicado pela base teórica que defende a teoria da irrelevância da política de dividendos criada por Miller e Modigliani (1961), ao analisar instituições financeiras listadas na B3 na qual não encontrou relação entre a política de dividendos adotada pelas mesmas com o seu valor de mercado. Os autores explicaram que esse resultado pode ser justificado pois ao distribuir os proventos aos acionistas a instituição deixa de utilizar esse valor para investimentos e outras atividades, sendo que posteriormente terá que encontrar outras fontes de financiamento para seus projetos, e isso terá custos que influenciará nos resultados futuros. Outra explicação sobre o resultado pode estar relacionada que ao distribuir os lucros aos investidores isso sinaliza que a empresa não possui perspectivas de crescimento pois ao invés de realizar investimentos para crescimento, a mesma prefere distribuir esses recursos aos acionistas (SILVA; DANTAS, 2015).

No início das finanças corporativas, a política de dividendos referia à escolha da empresa de remunerar dividendos em dinheiro aos acionistas ou recolher lucros para recomprar ações. A política de dividendos é, portanto, uma parte importante da estratégia de financiamento de longo prazo da empresa. Porém na atualidade, mais consideração é dada a outras questões, como equilibrar as tendências dos investidores tributáveis e não tributáveis e como assegurar e melhorar os preços das ações no mercado (HUSSAINEY; MGBAME; CHIJOKE-MGBAME, 2011).

Desde então, diversos fatores foram incluídos na análise, com foco nos fatores que determinam a distribuição de dividendos, demonstrando que as

características da empresa se qualificam como uma importante motivação para a distribuição de resultados. (RODRIGUES *et al*, 2019).

Assim a política de dividendos avança com o tempo, e os gestores passam a ter mais opções de como utilizar o fluxo de caixa em excesso, não sendo mais somente para pagar dividendos, mas também para projetos, guardar o valor excedido para necessidades futuras inesperadas ou ainda para esperar o tempo apropriado de utilizar esse recurso com investimentos viáveis que terão como resultado a maximização do valor da empresa. Todas essas particularidades na política de dividendos influenciam na flexibilidade financeira, que tem por conceito a competência da empresa em reagir às mudanças eventuais e imprevistas que ocorrem nos seus fluxos de caixa. Desse modo, a flexibilidade financeira que responde às oscilações do mercado, pode ser também afetada pelo tipo de política de dividendos que os administradores aplicam (DENIS, 2011).

Além de todas as características da política de dividendos já elencadas, o Brasil é um país que possui uma legislação e tributação que se diferencia das demais nacionalidades, e essas diferenças se tornam relevantes nas decisões de investimentos brasileiros (SILVA; DANTAS, 2015), entretanto, tanto os investidores quanto os administradores estão desalinhados em qual política de dividendos proporciona melhores resultados no que se refere às taxações, justamente por essas diferenças que tornam o sistema tributário brasileiro mais complexo por não possuir uma tributação igual aos outros países e aos poucos estudos que referem sobre esse tema (MARTINS; FAMÁ, 2012).

Diante do exposto, este trabalho tem por objetivo identificar se há relação entre a distribuição de proventos das empresas listadas na B3 e a relação de preço sobre valor patrimonial por ação. A intenção é de contribuir para a produção científica nacional e avançar em relação aos estudos anteriores no que tange a temática, visto que ainda existe discordância em relação à relevância ou irrelevância da política de dividendos no Brasil.

Nesse contexto, o problema dessa pesquisa é: qual a relação entre os índices de distribuição de lucros e o preço das ações relativo ao seu patrimônio? Para isso, foram feitas estatísticas descritivas e elaborada uma regressão para analisar esse comportamento.

Esse trabalho se justifica, já que estudos com ênfase na distribuição de proventos e sua relação com o preço das ações são escassos no Brasil com ampla abrangência temporal.

Nas próximas seções são abordadas as bases teóricas para a pesquisa. Posteriormente, a metodologia é apresentada. Em seguida, a análise de resultados e ao final as considerações finais e as referências usadas para o trabalho.

2. Referencial Teórico

A política de distribuição de lucros é um dos pilares que sustenta a decisão de investimento por parte de empresários e acionistas (PIMENTA; BORSATO;

RIBEIRO, 2009). Para tornar o investimento atraente, a empresa poderá disponibilizar o pagamento aos acionistas por meio de dividendos, sempre com a preocupação de manter a sua capacidade produtiva e os interesses dos acionistas (PIMENTA; BORSATO; RIBEIRO, 2009).

De acordo com a literatura sobre flexibilidade financeira, as empresas que distribuem maiores volumes de dividendos são maiores, mais lucrativas e têm maiores oportunidades de crescimento; possuem maior liquidez, níveis mais baixos de dívida, e menor volatilidade dos investimentos (RODRIGUES *et al*, 2019).

O dividendo é um valor que o investidor recebe como forma de prêmio ao assumir o risco e investir seu capital em determinada empresa. Em consequência desse risco, a política de dividendos no Brasil obriga as companhias de capital aberto a distribuir parte de seus lucros aos acionistas (VANCIN; PROCIANOY, 2016).

Como previsto na lei 10.303 de 31 de outubro de 2001, o dividendo deve ser distribuído aos acionistas no valor mínimo em 25% do lucro líquido do exercício (BRASIL, 2001).

Sendo a lei 10.303 uma alteração acrescentada da lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976, que oferece as diretrizes sobre a distribuição de lucros para as sociedades anônimas ou companhias, ao criar a Lei das Sociedades por Ações no Brasil (BRASIL, 1976).

Esta lei ainda insere no art. 202, que em caso de omissão do estatuto, a companhia tem a obrigação de pagar dividendos de no mínimo 50% do lucro líquido em cada exercício (BRASIL, 1976).

Os titulares de ações preferenciais, ao contrário dos titulares de ações ordinárias que têm direito a voto na assembleia, são considerados beneficiados às ações ordinárias se a empresa não tiver lucros suficientes para distribuir a todos os acionistas (JUNIOR *et al.*, 2017).

Por conseguinte, algumas empresas brasileiras pagam seus dividendos aos acionistas em um valor acima do estipulado pela lei, e determinam o dividendo mínimo através de um contrato pré-estabelecido, que é denominado como “contratual mínimo”, sendo a instituição que paga somente o previsto na lei como “legal mínimo”, consistindo tais atitudes por parte das instituições em uma obrigação. Se esse pagamento fosse optativo, provavelmente essas empresas não o faziam, pois preferem utilizar esse montante para financiamento de investimentos ao invés de perder essas oportunidades pagando dividendo, visto que existe baixa disponibilidade de recursos a longo prazo em empresas brasileiras. No entanto, há algumas empresas que decidem distribuir seus lucros em forma de dividendo em um valor acima do contratual mínimo e do legal mínimo. Sendo assim, a partir das decisões de cada empresa em relação ao valor que elas optaram em dividir seus lucros se iniciam várias pesquisas para compreender essa temática (VANCIN; PROCIANOY, 2016).

O Brasil a partir do ano de 1996 com a criação da lei n. 9.249, se diferenciou da maioria dos países pela isenção do imposto de renda na divisão de lucros para

os acionistas, onde os investidores recebem o valor integral que foi distribuído (BRASIL, 1995). Outra particularidade é a distribuição de lucros pelo JSCP (Juros sobre o capital próprio) que só existe no Brasil, com uma tributação de 15% de imposto de renda retido na fonte, podendo ser atribuído no valor dos dividendos obrigatórios (SILVA; DANTAS, 2015).

Entretanto nos países norte-americanos a alíquota média é de 35% para a distribuição de dividendos e para os ganhos de capital que em caso de lucro da companhia o acionista paga 15% no valor a ser distribuído. Mas a distribuição de lucros através do JSCP, a isenção do imposto de renda para dividendos, bem como o valor mínimo obrigatório a ser distribuído são particularidades que existem somente no Brasil (JUNIOR *et al*, 2017).

Com relação a tributação de dividendos em outros países que possuem porcentagens diferentes de taxação para dividendos e os ganhos de capital, os investidores irão preferir aplicações com menor porcentagem de dedução ou que agregam maior retorno após o desconto dos impostos. Com essa linha de pensamento surgiu o “efeito clientela”, onde o investidor terá preferências na política de dividendos da instituição que possui menos incidência de impostos ou que se encaixa melhor em sua faixa de tributação (MARTINS; FAMÁ, 2012).

O efeito clientela surgiu devido a algumas imperfeições do mercado que passaram a ser consideradas após a Teoria da Irrelevância criada por Miller e Modigliani (1961) que afirmava que a distribuição de dividendos não afetava o valor das ações, pois desconsiderava vários fatores no mercado de capitais, como os impostos e conflitos de agência, declarando que o mercado das ações era perfeito. Nesta nova teoria o investidor escolherá a instituição que mais vai lhe agradar usando como base a maneira que lhe é tributado, preferindo investimentos em que se paga menos impostos (SANTOS MARQUES; PERPÉTUO; ROCHA, 2021).

Teoria semelhante ao efeito clientela é a teoria da preferência tributária em que os investidores também preferem tributações menores. Porém, na teoria da preferência tributária, se o pagamento de impostos sobre o ganho de capital é menor do que o dos dividendos, os acionistas terão preferência por uma política de dividendos que haja menor distribuição possível. Contudo, se a tributação para os dividendos e ganhos de capital fossem os mesmos, haveria a vantagem do desembolso, e os investidores provavelmente optaram pelos dividendos pois são pagos no ato do seu recebimento, ao contrário do ganho de capital que só haverá o recebimento quando as ações forem vendidas realizando assim o lucro, porém esse cenário não se aplica para o Brasil, visto que os dividendos no país não são tributados (BUENO, 2000).

Alguns acionistas têm predileção pela redução da tributação, preferindo utilizar os lucros para reinvestimentos na empresa. Em contrapartida, outros preferem receber dividendos como sinalização positiva das expectativas futuras da empresa, assim terão dinheiro imediato mesmo que sofra tributação maior do que os ganhos de capital (HUSSAINEY; MGBAME; CHIJOKE-MGBAME, 2011).

Deste modo, os acionistas que buscam valorização de capital, ou seja, procuram obtenção de lucros na forma de valorização dos preços das ações tem preferência por empresas que estão em estágio de crescimento pois elas pagam

dividendos menores, ao contrário de investidores que preferem renda imediata na forma de dividendos tendem a se aproximar de empresas mais maduras pois elas pagam dividendos maiores (AL-MALKAWI, 2007).

A teoria de Gordon (1963) que ficou conhecida como a teoria do pássaro na mão, na qual tem como premissa “mais vale um pássaro na mão, que simboliza o dividendo, do que dois voando, que simboliza o ganho de capital”, afirma que distribuir dividendos pode ser um sinal positivo para os acionistas, que ao serem minimizados os seus riscos, consequentemente os valores das ações elevam. (GORDON, 1963).

Um estudo que avaliou a relação entre a distribuição de dividendos e a volatilidade do valor das ações de empresas brasileiras listadas na B3, concluiu que empresas que possuem um maior valor de mercado, possuem a tendência e maior facilidade em acessar o mercado de capitais, realizar pagamentos, e obter maiores recursos e fundos para investimentos novos. Assim os investidores se interessam em realizar aplicações em empresas que distribuem mais dividendos, isso demonstra ao mercado que a empresa está gerando lucros e possui boas perspectivas para a organização futuramente (ROSA; ARAÚJO; ROGERS, 2021).

Outro estudo em temática semelhante apontou indícios de que a política de distribuição de lucros é relevante para explicar o valor de mercado, podendo-se esclarecer essa relação à luz da Teoria da Relevância dos Dividendos. Há evidências de que as empresas que distribuem elevados volumes de dividendos emitem sinais positivos para os investidores, os quais surtem um efeito significativo no mercado, porque aumentam a cotação das ações das empresas. Sendo assim, quando uma empresa apresenta alterações em suas políticas de distribuição de dividendos, a mesma está transmitindo informações ao mercado seja direta ou indiretamente, sendo ainda mais evidente em mercados com assimetria informacional (JUNIOR *et al.*, 2017).

Dessa forma, a empresa pode sinalizar as perspectivas futuras da instituição ao pagar dividendos aos acionistas prezando pela liquidez de seus investimentos, esse princípio ficou conhecido como teoria da hipótese de sinalização (AL-MALKAWI, 2007).

O estudo de Da Silva, Nardi e Tonana (2016) analisaram as demonstrações contábeis entre os anos de 2010 e 2012 no mercado de capitais, concluindo que o dividendo adicional proposto exerce influência no preço das ações. Tal achado confirma a hipótese da sinalização, que indica que ao aumentar a distribuição de dividendos sinalizadores positivos de informações são enviados pelas empresas demonstrando que maiores lucros serão realizados no futuro, essas informações demonstram favoráveis consequências econômicas para o mercado de capitais, já que as empresas possuem um aumento no valor de mercado quando distribuem dividendos adicionais.

A representação da companhia no mercado e as tomadas de decisões dos gestores são influenciados pela governança corporativa. Sendo que um alto nível de governança ao gerar mais influência na organização também aumenta no valor a ser distribuído. Isto se deve ao fato de que a transparência na prestação de contas e nas atividades consideradas mais importantes transmitem uma imagem de

segurança e confiança aos investidores. (SANTOS MARQUES; PERPÉTUO; ROCHA, 2021).

Os gestores possuem informações fidedignas em relação a certos dados da empresa, e para que investidores externos se sintam mais confiantes, essas informações confidenciais são transmitidas aos acionistas em forma de dividendos, porém apenas empresas consideradas boas conseguem fazer tal ação, pois investidores possuem mais credibilidade em informes de empresas que possuem títulos mais conhecidos no mercado e que possuem baixa assimetria de informação (AL-MALKAWI, 2007).

Somado ao exposto, um meio de reduzir os conflitos de agência e garantir o alinhamento entre os objetivos dos investidores e dos gestores é aplicar uma boa política de dividendos. Pois quando uma organização reter os lucros, há incerteza sobre como eles serão aplicados e se serão aplicados apropriadamente, pois os gestores possuem informações que os investidores não possuem. Conseqüentemente, a política de dividendos torna-se uma ferramenta para diminuir as dúvidas sobre lucros futuros. Outra ferramenta é não fazer grandes mudanças políticas de dividendos, a fim de reduzir a liberdade dos diretores e gerar mais segurança aos acionistas. (SANTOS MARQUES; PERPÉTUO; ROCHA, 2021).

Em contradição ao que já foi exposto sobre a relevância da política de dividendos, um estudo analisou as ações das companhias abertas negociadas na B3 no período de 1995 a 2008 e encontrou uma associação inversa com relação a distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio com o retorno das ações, o que foi concluído neste estudo é que quanto maior a distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio menor é o retorno com relação aos valores das ações (CORSO; KASSAI; LIMA, 2012).

Outro estudo que vai de encontro à teoria da irrelevância dos dividendos avaliou empresas que distribuíram dividendos no exercício social de 31 de dezembro de 2015 de ações das empresas negociadas na B3, confirmando que a distribuição de dividendos com o retorno das ações não possui associação. Foi também analisado a distribuição do dividendo adicional, que é considerado o valor em que as empresas decidem pagar acima do valor legal e do contratual mínimo, no entanto, a relação entre a distribuição dos dividendos adicionais se mostrou negativa em relação ao retorno das ações, demonstrando que ao pagar dividendos acima das imposições legais e dos contratuais essa atitude é irrelevante para agregar valor ao preço das ações (ALMEIDA, 2017).

Ao longo dos anos vários estudos foram realizados com a intenção de explorar a relação entre a política de dividendos e a volatilidade do preço das ações. Entretanto, a política de dividendos e suas implicações não são apenas pagar dividendos aos acionistas, mas sim em avaliar, projetar, e implementar estratégias de investimentos por meio da influência nos valores das ações (ROSA; ARAÚJO; ROGERS, 2021).

Deste modo, os debates sobre dividendos se tornam relevantes pois permitem um aprofundamento no tema. É levado em consideração os diversos fatores que o influenciam principalmente no contexto brasileiro, que vão desde sua importância para as instituições no sentido de precificação das ações até a

averiguação de qual método é mais favorável para ser utilizado para uma melhor distribuição. Ainda se requer um consenso na literatura sobre o assunto, apesar da gestão das corporações se referir a política de dividendos como um fator relevante (SILVA; DANTAS, 2015).

Com base nos estudos anteriores, espera-se haver uma relação negativa entre a distribuição de lucros das empresas e a relação de preço sobre valor patrimonial por ação, o que se constitui na principal hipótese desse estudo.

3. Metodologia

O tratamento e tabulação dos dados foram efetuados a fim de comparar o índice de distribuição de lucro das empresas com relação aos seus indicadores de P/VP e o software Stata 14 utilizado para a análise estatística.

Para tanto, foi criado um modelo que buscou verificar a relação entre o valor de mercado e os proventos distribuídos, utilizando-se as variáveis P/VPA (Market to Book - razão entre o valor de mercado por ação e o valor contábil da empresa por ação) e o *dividend yield*. Foram estimadas as estatísticas para verificar um possível impacto da distribuição de lucros no preço sobre valor patrimonial das empresas selecionadas.

Conforme abordado no referencial teórico, existe uma corrente de pesquisadores que entendem que a política de dividendos adotada não influencia a valoração das instituições, enquanto outra corrente que entende que a política de dividendos impacta o valor de mercado das empresas. Assim, foram formuladas as seguintes hipóteses:

H0: Não há relação entre o P/VP das empresas e a distribuição de dividendos aos acionistas (dividend yield).

H1: Há relação negativa entre o P/VP das empresas e a distribuição de dividendos aos acionistas (dividend yield).

O modelo baseado em Silva e Dantas (2015) foi utilizado para testar as hipóteses. Ele busca verificar se há relação entre a política de dividendos e o valor de mercado das empresas, com base na relação entre o valor de mercado e o valor contábil, o market to book (PVP), da seguinte forma:

$$DY_{it} = \beta_0 + \beta_1 + \beta_1 PVP_{it} + \beta_2 LPA_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 PL_{it} + \epsilon_{it}$$

em que:

DY_{it} : distribuição de proventos da empresa i no ano t , calculado pela soma dos proventos distribuídos pela empresa;

PVP_{it} : representa a razão entre o valor de mercado e o valor contábil, da empresa i , no final do período t ;

LPA_{it} : indica o lucro por ação, da empresa i , no período t ;

ROA_{it} : é o retorno sobre o ativo, da empresa i , no período t ;

PL_{it} : indica o preço da ação dividido pelo lucro por ação da empresa i , no período t ;

$e\epsilon_{it}$: é o termo de erro da regressão.

Entre as variáveis utilizadas no modelo, DY é a variável de interesse para os testes das hipóteses da pesquisa.

As variáveis independentes LPA , ROA , LP e PVP , por sua vez, são variáveis de controle, incorporadas no modelo para capturar os efeitos da dimensão do lucro por ação, do retorno sobre o patrimônio líquido, do tamanho das instituições e do grau de alavancagem. Essas variáveis de controle funcionam como elementos de robustez dos achados em relação à variável de interesse – DY .

A fim de comparar o índice de distribuição de lucro das empresas listadas na B3, foi adotada a abordagem quantitativa. Os dados foram coletados do banco de dados Economatica, sendo consideradas as empresas brasileiras de capital aberto não financeiras. Para representar o índice de distribuição de lucro aos acionistas (proventos), foi utilizado o *dividend yield*, que corresponde a razão entre o dividendo por ação pago no ano e o preço da respectiva ação em 31 de Dezembro de cada ano. Essa passou a ser a variável dependente do estudo. O período de análise foi de 1995 a 2021, já que tivemos em 1995 a criação do Plano Real e tivemos a estabilização da economia, permitindo a elaboração completa de uma análise de dados em painel.

A amostra analisada na presente pesquisa foi composta por 347 (trezentas e quarenta e sete) empresas listadas na B3, já que foi identificado um total de 63 instituições do setor financeiro, das tais foram desconsideradas, pois seus procedimentos de mensuração contábil se diferenciam substancialmente das demais companhias, e isto, possivelmente, causaria problemas na aplicação do modelo utilizado. Sendo assim, para os dados analisados nesta pesquisa foi utilizado o modelo de dados em painel e erros padrão robustos.

4. Análise dos Resultados

A tabela 1 nos mostra dados relativos à estatística descritiva das variáveis do modelo para a amostra das empresas que compõem a B3 no intervalo de tempo analisado, nas quais consta o número de observações, média, desvio padrão, o menor e o maior valor de cada variável.

Tabela 1

Estatística descritiva das variáveis do modelo

Grupo	Observações	Média	Desvio padrão	Min	Max
DY	3854	3,5593	9,1024	0	339,52
PVP	3714	2,2726	9,7015	-47,9	362,2
PL	3694	11,6755	64,743	-808,1	999,3
LPA	5880	-239,494	11702,7	-810063,2	39356,3
ROA	5882	-4,4850	56,350	-980	407

Fonte: Os autores (2022)

Tabela 1

Estatística descritiva das variáveis do modelo

Grupo	Observações	Média	Desvio padrão	Min	Max
DY	3854	3,5593	9,1024	0	339,52
PVP	3714	2,2726	9,7015	-47,9	362,2
PL	3694	11,6755	64,743	-808,1	999,3
LPA	5880	-239,494	11702,7	-810063,2	39356,3
ROA	5882	-4,4850	56,350	-980	407

Fonte: Os autores (2022)

A análise das estatísticas descritivas mostra que o DY é, em média de 3,55% ao ano e que a relação de P/VP é de 2,27 vezes no período e a relação de P/L em média 11,6.

A Tabela 2 mostra que nenhuma variável do modelo tem alta correlação com as demais variáveis, com o uso do comando *pwcorr* nas variáveis de estudo no Stata 14.

Tabela 2

Correlação entre as variáveis do estudo

Correlação	DY	PVP	PL	LPA	ROA
DY	1,0000				
PVP	-0,0268	1,0000			
PL	-0,0021	0,0245	1,0000		
LPA	0,0139	0,0251	0,0233	1,0000	
ROA	0,1162	0,0275	0,0496	0,1475	1,0000

Fonte: Os autores (2022)

Assim, foi feita uma regressão múltipla com as variáveis do modelo usando o Stata 14, com os resultados mostrados a seguir na Tabela 3.

Tabela 3

Resultados da regressão

DY	Coefficiente	Erro padrão	z	P> z	Intervalo de confiança 95%	
PVP	-0,2014	0,0351	-5,74	0,000	-0,2702	-0,1326
PL	-0,0039	0,0024	-1,62	0,105	-0,0088	0,0008
LPA	0,0019	0,0053	0,37	0,715	-0,0084	0,0123
ROA	0,0549	0,0055	9,95	0,000	0,0441	0,0657
constante	3,2384	0,1380	23,45	0,000	2,9678	3,5090

Fonte: Os autores (2022)

O R^2 foi de 0,3177. Por meio da interpretação do coeficiente angular da equação, é possível observar que existe uma relação inversa entre a variável PVP e a variável DY, o que representa uma grande importância para este estudo, sendo significativa ao nível de 1%.

Por meio da utilização da correção de White (regressão robusta), eventuais problemas de heterocedasticidade foram corrigidos, dessa forma fornecendo estimadores mais consistentes e não viesados. Adicionalmente, o teste de Hausman indicou a regressão com dados em painel com efeitos aleatórios.

Dessa forma, os resultados desse trabalho encontraram uma relação negativa entre MTB e DY, o que não corrobora os estudos de Forti, Peixoto e Alves (2015), de Corso, Kassi e Lima (2012) e de Zanon e De Araújo (2017).

Adicionalmente, os resultados da Tabela 3 também mostram que existe uma relação positiva entre o *dividend yield* e o ROA, indicando que empresas que distribuem mais proventos têm um retorno maior sobre os ativos.

5. Considerações finais

A proposta deste trabalho foi analisar a relação entre o valuation de empresas medido pela relação de market to book (P/VP) e a distribuição de proventos aos acionistas sob a ótica dos custos de agência, que emergiu na década de 1970, tendo Jensen e Meckling (1976) como um de seus principais precursores.

De maneira geral, os resultados obtidos revelaram a ocorrência de uma relação negativa entre o *market to book* e a distribuição de proventos das empresas aos acionistas, levando, com isso, a não rejeição da hipótese testada, na qual afirmou-se que a relação entre o P/VP e o DY é negativa nas companhias listadas na [B]3. Dessa forma, foi revelada concordância com o que fundamenta a teoria da relevância dos dividendos, definida por Lintner (1956) e Gordon (1959), no qual os autores defendem os dividendos como forma de decisão por parte dos investidores, além de diminuir os custos de agência.

Nesse sentido, os resultados desse estudo vão de encontro ao proposto por Ross (2010), já que foi identificado que a política de dividendos elevados atua na redução dos custos de agência entre acionistas e administradores, acabando com a incerteza do recebimento no futuro e satisfazendo a preferência dos investidores por dividendos correntes, corroborando de forma análoga com a teoria da relevância dos dividendos.

Diante do exposto, entende-se que é vantajoso para o investidor usar como critério o indicador P/VP em seus estudos de companhias de capital aberto a fim de identificar empresas que usam seus recursos em pagamentos de dividendos e juros sobre capital próprios (proventos). No desenvolvimento deste trabalho foram identificadas algumas as limitações, por isso sugere-se para futuros estudos a análise de outras bolsas de valores, com o intuito de comparar a realidade externa com a do nosso país, já que ainda temos um contexto peculiar de isenção de impostos sobre dividendos ao investidor, como também a utilização de diferentes variáveis e regressões que representam a distribuição de dividendos das empresas sob outras óticas.

REFERÊNCIAS

AL-MALKAWI, Husam-Aldin Nizar. Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model. **Journal of Economic and Administrative Sciences**, Vol. 23, pp. 44-70, 2007

ALMEIDA, Rayanne Ferreira Rodrigues. A relação entre a distribuição de dividendos e o retorno das ações no Brasil. 2017.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

ARRUDA, M. P; VIEIRA, C. A. M; LIMA, R. J. V. S; ARAÚJO, A. O. Custos Ambientais de acordo com o potencial impacto poluidor listado pela Lei Nº 10.165/2000. **Revista em Agronegócio e Meio Ambiente (RAMA)**, Vol. 2, n. 3, p. 695-717, 2016.

BORSATO, R. B.; MOIZINHO, L. C. S.; RIBEIRO, K. C. de S. Relação entre o Custo de Capital Próprio e o Índice de Sustentabilidade Empresarial: Um estudo de empresas brasileiras de capital aberto. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS 20, 2013, Uberlândia. **Anais ... Uberlândia, Encontro da ANPAD**, 2013.

BUENO, Artur Franco. Análise empírica do Dividend Yield das ações brasileiras. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. 2000.

BRASIL. Presidência da República. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm >. Acesso em: 28 jun. 2022.

BRASIL. Presidência da República. 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, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores mobiliários. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm >. Acesso em: 28 jun. 2022.

BRASIL. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9249.htm. Acesso em: 01 jul. 2022.

CANELA, R; MARIETTO, M. L. Impacto das Estratégias de Sustentabilidade Empresarial no Custo de Capital Próprio das Empresas Brasileiras. **Revista Administração em Diálogo**, v. 20, n. 1, p. 82-102, Brasil, 2018.

CARLOS, M. da G. de O. O Corporate Social Performance do Setor Bancário Brasileiro: Relação entre os fatores Socioambientais e de Governança e o Valor Adicionado. In: EnANPAD, 42, 2018, Curitiba/PR. **Anais ... Curitiba/PR, Encontro da ANPAD**, 2018.

CORSO, Renato Marques; KASSAI, José Roberto; LIMA, Gerlando Augusto Franco Sampaio. Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio versus retorno das ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 6, n. 2, 2012.

DA SILVA, Ricardo Luiz Menezes; NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; TONANI, Rafaella. Relevância do dividendo adicional proposto. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 13, n. 29, pág. 179-202, 2016.

DENIS, David J. Financial flexibility and corporate liquidity. *Journal of corporate finance*, v. 17, n. 3, p. 667-674, 2011.

DERLUKIEWICZ, N. et al. How do Clusters Foster Sustainable Development? An analysis of EU policies. Polônia. **Sustainability**, v. 12, n. 1297, 2020.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; ALVES, Denis Lima. Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, p. 167-180, 2015.

GORDON, Myron J. Dividends, earnings, and stock prices. **The review of economics and statistics**, p. 99-105, 1959.

GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of Finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, 1963.

GUIMARÃES, V. A. S.; NOSSA, V. CUE-194, Custo de Capital e Índice de Sustentabilidade Empresarial: Relação entre as empresas brasileiras de Capital Aberto. In: CONGRESSO ANPCONT, 12, 2018, João Pessoa. **Anais...** João Pessoa. 2018.

GUJARATI, D. *Econometria Básica*. 5. ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011

HUSSAINEY, K; MGBAME, C. O; CHIJOKE-MGBAME, A. M. Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *The Journal of risk finance*, v. 12, n.1, p. 57-68, 2011.

JUNIOR, Dante Baiardo Cavalcante Viana et al. A Influência da Política de Dividendos sobre o Valor de Mercado: Evidências em Empresas Brasileiras. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 20, n. 2, p. 175-194, 2017.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.

MADALENO, M.; VIEIRA, E. Corporate performance and sustainability: Evidence from listed firms in Portugal and Spain. **Energy Reports**, v. 6, p. 141–147, 2020.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.

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

MIRALLES-QUIROZ, M. M; MIRALLES-QUIROZ, J. L.; GONÇALVES, L. M. V. The Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Performance: The Brazilian Case. Espanha. **Sustainability**, v. 10, n. 3, 2018.

MOURA, J. T. M. et al. Atributos do Conselho de Administração e Disclosure de Informações sobre Responsabilidade Social Corporativa: Uma evidência nas empresas dos setores de Consumo Cíclico e não Cíclico da B3. São Paulo. In CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 18, 2021. São Paulo. **Anais...** São Paulo. Fipecafi, 2021.

PIMENTA, D. P.; BORSATO, J. M. S.; RIBEIRO, K.C.S. Análise do lucro passível de distribuição na Cia. Vale do Rio Doce: um estudo descritivo. **Revista Brasileira de Contabilidade**, v. 1 p. 1-13, 2009.

RODRIGUES, Debora Rosa et al. Determinantes da distribuição de dividendos no Brasil: uma análise entre flexibilidade financeira e política de distribuição de resultados. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 30, n. 2, p. 84-112, 2019.

ROSA, Arthur Antônio Silva.; ARAÚJO, Flávia Barbosa de Brito.; ROGERS, Pablo. Dividend policy and volatility of the share price of brazilian publicly traded companies. **Research, Society and Development**, v. 10, n. 4, p. e42910414210, 2021.

SANTOS MARQUES, B; PERPÉTUO, A. A. G; ROCHA, D. M. Análise bibliométrica sobre os estudos de dividendos no Brasil. **Research, Society and Development**, vol. 9, n. 8, e463985658-e463985658, 2020.

SILVA, L. S. A.; QUELHAS, O. L. G. Sustentabilidade empresarial e o impacto no custo de capital próprio das empresas de capital aberto. São Carlos. **Gestão de Produção**, v. 13, n. 3, 2006.

TSVETKOVA, D; BENGTSSON, E.; DURST, S. Maintaining Sustainable Practices in SMEs: Insights from Sweden. **Sustainability**, v.12, 10242. 2020.

VANCIN, D. F; PROCIANOY, J. L. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 1, p. 89–123, 2016.

ZANON, André Ricardo Moncaio; DE ARAÚJO, Clésio Gomes; NUNES, André. Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 326-339, 2017.