

ANÁLISE COMPARATIVA DO EBITDA DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO PAGADORAS E NÃO PAGADORAS DE DIVIDENDOS

Claudia Rosa Kurgonas - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - Fipecafi

Fernando Ataíde Silva Jorge - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - Fipecafi

Fabiana Lopes Da Silva - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - Fipecafi

Resumo

O objetivo geral deste trabalho foi avaliar se existe diferença entre o EBITDA de empresas brasileiras listadas na bolsa de valores e registradas na CVM, que realizam ou não realizam pagamento de dividendos aos seus acionistas. Para uma melhor medida de desempenho, escolheu-se a margem EBITDA sobre as Receitas de Vendas, com instrumento de avaliação e desempenho, que é bastante utilizado por analistas, acionistas e investidores do mercado financeiro. A amostra está composta por 452 empresas listadas na B3 dos setores de varejo e indústria, no período de dezembro de 2021 a junho de 2023, para a qual foram aplicados os testes estatísticos “t-test – independent”, para análise de normalidade dos dados selecionados, porém, como esta análise não se mostrou satisfatória, realizou-se o teste “Mann-Whitney U”. Os indicadores desse último teste suportam a hipótese de que não existe diferença entre as médias de EBITDA de empresas que pagam, daquelas que não pagam dividendos. Este estudo contribui com informações relevantes aos analistas que utilizam a ferramenta EBITDA como medida de desempenho e sugere possíveis limitações a serem estudadas em pesquisas futuras.

Palavras-chave: EBITDA; MARGEM EBITDA; DIVIDENDOS; MEDIDA DE DESEMPENHO

Abstract

The general objective of this work was to evaluate whether there is a difference between the EBITDA of Brazilian companies listed on the stock exchange and registered with the CVM, which do or do not pay dividends to their shareholders. For a better measure of performance, the EBITDA margin on Sales Revenue was chosen, as an evaluation and performance instrument, which is widely used by analysts, shareholders and investors in the financial market. The sample is made up of 452 companies listed on B3 in the retail and industrial sectors, from December 2021 to June 2023, for which the “t-test – independent” statistical tests were applied to analyze the normality of the data. selected, however, as this analysis was not satisfactory, the “Mann-Whitney U” test was performed. The indicators of this last test support the hypothesis that there is no difference between the average EBITDA of companies that pay dividends and those that do not pay dividends. This study contributes relevant information to analysts who use the EBITDA tool as a performance measure and suggests possible limitations to be studied in future research.

Keywords: Ebitda

ANÁLISE COMPARATIVA DO EBITDA DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO PAGADORAS E NÃO PAGADORAS DE DIVIDENDOS

1 INTRODUÇÃO

De acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 00 (R1), o objetivo das demonstrações contábeis é fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira da empresa, que sejam úteis aos usuários das demonstrações contábeis na avaliação das perspectivas para futuros fluxos de caixa e na avaliação da gestão de recursos da administração sobre os recursos econômicos da entidade.

A análise das demonstrações contábeis e do desempenho das empresas é fundamental para fornecer uma visão detalhada da saúde financeira e sustentabilidade a longo prazo, o que permite que investidores e gestores melhorem o seu processo de tomada de decisões.

O EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*) é uma métrica importante para avaliar o desempenho operacional de uma empresa, pois possibilita a compreensão do potencial de geração de caixa proveniente de ativos operacionais.

Segundo Zanolla e Lima (2011, p.120), o “EBITDA é um instrumento de avaliação e análise de desempenho de empresas, utilizado com bastante frequência por investidores e analistas de mercado”.

Nesse contexto, este estudo busca investigar a relação do EBITDA entre empresas que possuem prática de pagamento de dividendo em contraponto às empresas que não possuem prática de pagamento de dividendo.

A distribuição de dividendos é de grande importância para os investidores, pois representa a parcela dos lucros da empresa que é devolvida aos acionistas como recompensa pelo investimento.

Especificamente, o objetivo do estudo é verificar se há diferenças estatisticamente significativa no EBITDA das empresas que pagam dividendos com as empresas que não pagam dividendos. Para tanto, será aplicado teste de comparação de médias para investigar esses grupos.

Assim, busca-se em investigar o indicador do EBITDA de empresas listadas na bolsa de valores, durante os períodos de dezembro de 2021 até junho de 2023, segregando em dois grupos de empresas, sendo o primeiro grupo composto por empresas que efetuaram pagamento de pagamento de dividendos, ao menos uma vez durante o período analisado, e o segundo grupo relacionando as empresas que não realizaram quaisquer pagamentos de dividendo durante o período analisado. Posteriormente, serão comparadas as médias de margem de EBITDA apurados para estes dois grupos, para avaliar se haverá diferença significativa entre as médias deste índice entre empresas pagadoras e não pagadoras de dividendos.

A busca por modelos que solucionem os problemas no mundo corporativo acaba impulsionando o desenvolvimento das mais diversas áreas da contabilidade. Neste sentido, Iudícibus (2005, citado por Tavares 2016, p. 14) em estudo sobre a evolução da Contabilidade, afirma: “a urgência na procura de modelos que sirvam para a solução de problemas reais só pode acelerar o desenvolvimento da Contabilidade”.

A contabilidade e as normas, embora estejam diante de um processo de evolução, ainda sofrem influências culturais, econômicas, jurídicas e etc. (Martins, 2007).

Visando aprofundar-se no processo de identificação dos índices de EBITDA destes dois grupos de empresas, pagadoras e não pagadoras de dividendos, tem como expectativa de contribuição deste trabalho demonstrar se o pagamento de dividendos pode estar relacionado a um melhor ou pior desempenho das empresas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 EBITDA

Conforme Martins (2020), com a globalização dos mercados, medidas de desempenho econômico-financeiro, que tornam comparáveis os resultados em diferentes países se tornam cada vez mais necessárias. É esse o caso da medida financeira conhecida por EBITDA, cujo nome é uma sigla originada das iniciais dos termos *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*. Em português comumente traduzida por lucro antes dos juros, impostos sobre os lucros, depreciações/exaustões e amortizações. O EBITDA pode ser interpretado como “um indicador do potencial de geração de caixa proveniente de ativos operacionais”.

Conforme Mc Clure (2006), o EBITDA começou a ganhar destaque durante a década de 1980, quando os investidores e credores envolvidos em aquisições alavancadas, consideraram o EBITDA útil para estimar se as empresas-alvo tinham a rentabilidade necessária para pagar a dívida que se esperava que fosse incorrida na aquisição. Dado que uma aquisição implicaria provavelmente uma alteração na estrutura de capital e nas obrigações fiscais, fazia sentido excluir os juros e as despesas fiscais dos lucros. Como os custos não monetários, as despesas de depreciação e amortização não afetariam a capacidade da empresa de pagar a dívida, pelo menos no curto prazo. O termo EBITDA surgiu como uma métrica financeira para avaliar o desempenho operacional de uma empresa, isolando os efeitos de fatores financeiros e não operacionais. Embora não seja um conceito novo, de acordo com diferentes fontes de literatura o assunto surgiu em meados dos anos de 1960 nos Estados Unidos, o uso difundido do termo EBITDA na análise financeira começou a ganhar destaque nas décadas de 1980 e 1990, especialmente, no Brasil foi amplamente difundido no final dos anos 90.

De acordo com Vasconcelos (2017), a partir do ano 2000 o uso do EBITDA passou a ser largamente aceito e reconhecido no Brasil, sendo divulgado majoritariamente pelas grandes companhias brasileiras. Atualmente, a medida continua sendo um dos principais indicadores de desempenho, sendo um dos pilares para a apuração do valor das companhias, nos processos de combinação de negócios (fusões e aquisições).

Em 2022, por meio da Instrução Normativa nº 156, a Comissão de Valores Mobiliários divulgou a referida norma, a fim de proporcionar maior compreensibilidade e comparabilidade dos indicadores EBITDA e EBIT no Brasil, para que fossem observados os seguintes aspectos:

- a) O cálculo do EBITDA e EBIT deve ter como base os números apresentados nas demonstrações contábeis apresentadas segundo as normas contábeis aplicáveis, contidas no Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1) – Apresentação das Demonstrações Contábeis.
- b) Não podem compor o cálculo dos indicadores valores que não constem das demonstrações contábeis, em especial da demonstração do resultado do exercício.
- c) A divulgação do cálculo do EBITDA e EBIT deve ser acompanhada da conciliação dos valores constantes das demonstrações contábeis.
- d) Toda a divulgação relativa ao EBITDA e EBIT deve ser feita de forma consistente e comparável com a apresentação de períodos anteriores e, em caso de mudança, deve ser apresentada justificativa, bem como a descrição completa da mudança introduzida.
- e) A divulgação dos valores do EBITDA e EBIT deve ser feita fora do conjunto completo de demonstrações contábeis.
- f) A divulgação do cálculo do EBITDA e EBIT deve ser objeto de verificação por parte do auditor independente da companhia, cabendo a este verificar somente se o montante do ajuste é originado dos registros contábeis da companhia, não sendo

necessária a validação do julgamento da administração quanto aos ajustes incluídos no cálculo dos indicadores.

O grande mérito do EBITDA talvez esteja em sua proposta de se tornar um indicador financeiro globalizado. Pois em diferentes economias a comparabilidade dos resultados é prejudicada, principalmente, pelas variações da legislação tributária e políticas de depreciação adotadas. Como o índice é apurado antes da incidência desses elementos, tem-se um valor isento desses efeitos (Assaf Neto, 2015).

O EBITDA é útil para investidores, analistas e gestores financeiros porque fornece uma visão mais clara da capacidade de uma empresa de gerar lucro a partir de suas operações principais, independentemente da estrutura de capital, da carga tributária e dos custos de depreciação e amortização. Isso permite que as partes interessadas avaliem o desempenho operacional subjacente de uma empresa, facilitando a comparação de empresas de diferentes setores e estruturas de capital.

O objetivo do EBITDA é fornecer uma métrica financeira que isole o desempenho operacional de uma empresa, excluindo os efeitos de fatores financeiros e não operacionais. Isso ajuda a alcançar diversos objetivos:

- a) Avaliar o desempenho operacional: O EBITDA permite que investidores, analistas e gestores avaliem a eficiência de uma empresa que gera lucro a partir de suas atividades operacionais principais, independentemente da estrutura de capital, da carga tributária e dos custos de depreciação e amortização. Isso fornece uma visão mais clara do núcleo dos negócios da empresa.
- b) Facilitar comparações: O EBITDA é útil para comparar o desempenho de empresas em diferentes setores, regiões e tamanhos, pois elimina variações nas políticas de depreciação e tributação. Isso é, particularmente, importante em análises de fusões e aquisições, onde a comparabilidade é fundamental.
- c) Auxiliar em avaliações financeiras: O EBITDA é frequentemente usado em modelos financeiros para determinar o valor de uma empresa. Múltiplos EBITDA (como o EV/EBITDA) são usados para avaliar o preço de uma empresa em relação ao seu desempenho operacional.
- d) Apoiar análises de crédito: Bancos e instituições financeiras também podem usar o EBITDA para avaliar a capacidade de uma empresa de pagar dívidas e cumprir suas obrigações financeiras.
- e) Tomar decisões de investimento: O EBITDA pode ser usado para avaliar o desempenho de uma empresa ao considerar investimentos, como aquisições ou expansões. Ele ajuda a determinar se a empresa é capaz de gerar lucro suficiente para causar tais investimentos.

Embora o EBITDA seja uma métrica valiosa, Dias (2002) ressalta que é importante considerar suas limitações, como a falta de consideração de despesas de capital, despesas financeiras e impostos. Portanto, ele deve ser utilizado em conjunto com outras análises e finanças para obter uma compreensão completa da saúde financeira de uma empresa. Além disso, o EBITDA não é uma métrica padronizada, e diferentes empresas podem calcular de forma diferente, o que também deve ser considerado ao comparar empresas.

O uso do EBITDA, no entanto, não é isento de críticas. Alguns argumentos que ele pode ser enganado, uma vez que excluem elementos importantes, como investimentos em ativos de capital, despesas financeiras e impostos. Portanto, é importante usar o EBITDA em conjunto com outras métricas e análises financeiras para obter uma compreensão completa da saúde financeira de uma empresa (Carvalho, 2014).

De acordo com Alcade (2010), alguns autores contestam o conceito de que o EBITDA pode ser considerado como uma estimativa de fluxo de caixa operacional e alerta que se deve ter alguns cuidados em uso, pois ele não é uma medida direta de fluxo de caixa livre, embora possa ser usado como um indicativo aproximado do potencial de geração de fluxo de caixa de uma empresa. Vale lembrar que para calcular o fluxo de caixa livre, partimos do EBITDA, mas depois efetua-se ajustes para levar em consideração despesas de capital, despesas financeiras e mudanças no capital de giro. A diferença é que o fluxo de caixa livre é uma medida que reflete o dinheiro disponível após todas as despesas operacionais, incluindo investimentos em ativos de capital e pagamento de juros, foram exclusivos. Portanto, é uma métrica mais abrangente do que o EBITDA, que exclui despesas de depreciação e amortização, mas não considera investimentos em ativos de capital ou obrigações financeiras.

Ainda, segundo Alcade (2010), embora o EBITDA possa ser um indicativo útil do potencial de geração de caixa de uma empresa antes de considerar os elementos acima, ele não é equivalente ao fluxo de caixa livre, que é uma métrica mais abrangente e precisa para avaliar a disponibilidade de recursos financeiros para reinvestimentos ou distribuição aos acionistas. É importante usar o fluxo de caixa livre para tomar decisões financeiras importantes, como investimentos, empréstimos e distribuições de dividendos.

Em resumo, o EBITDA surgiu como uma métrica financeira que ajuda a isolar o desempenho operacional de uma empresa, excluindo fatores financeiros e não operacionais. Sua popularidade cresceu nas últimas décadas, tornando-se uma métrica amplamente utilizada na análise financeira e na avaliação de empresas.

Acrescenta ainda Martins (2020) que o cálculo do EBITDA por meio do valor absoluto pode dificultar a comparabilidade entre empresas ou mesmo entre unidades de negócios. Assim, uma alternativa é relativizá-lo, utilizando a margem EBITDA sobre as vendas, que representa o percentual das Receitas Líquidas de Vendas que a empresa gerou, sendo, portanto, comparável entre empresas de diferentes portes. E essa será a métrica utilizada no presente estudo.

2.2 Dividendos

Conforme Morck (2005), a primeira notícia histórica do termo “dividendo”, é datado de 1670, quando o Rei Charles II da Inglaterra, assinou um édito, garantindo à Rupert Palatyne e mais dezoito investidores, o monopólio da exploração de certas atividades comerciais. A companhia a qual Palatyne conseguiu seu monopólio foi denominada “*The Company of Adventures Trading Into Hudson’s Bay*”. Os lucros da companhia eram divididos, periodicamente, entre seus donos e o Soberano. Os pagamentos periódicos da exploração do monopólio, era denominado de “dividend”, muito diferente do que conhecemos como dividendos hodiernamente.

O primeiro dividendo distribuído, registrado pela Hudson’s Bay, ocorreu em 1685, que correspondia a 50% do *Book Value* da Hudson’s Bay company. Com o relato de escândalos corporativos da Sea Bubble Company e problemas relacionados à contabilidade, a empresa passou a distribuir dividendos em percentagem menor ano após ano. Os primeiros dividendos não eram pagos a todos os acionistas, mas apenas a alguns, obviamente, o Soberano estava entre os acionistas beneficiários. Assim como no caso da Hudson’s Bay, onde o Soberano participava como um acionista, o Estado moderno participa dos resultados positivos da empresa como se acionista fosse, através dos tributos. O Estado moderno participa dos resultados desde a apuração, declaração até o recolhimento dos lucros da atividade empresarial, como também no momento que a Pessoa Jurídica distribuí aos seus acionistas.

O dividendo, por definição, é a parcela destinada ao acionista/investidor que, no momento da divisão do lucro, se positivo, poderá exigir da companhia sua justa participação, conforme as ações detidas.

Os dividendos são a parcela do lucro líquido que uma empresa de capital aberto ou fechado distribui para seus acionistas. São chamados também de dividendos os rendimentos distribuídos periodicamente pelos fundos imobiliários aos seus cotistas.

Para Dultra (2022), dividendo é uma forma de remuneração que as empresas fazem aos seus acionistas de tempos em tempos.

Conforme Neto (2008), uma política de dividendos consiste na implementação de uma deliberação tomada pela administração da empresa com relação à parcela do lucro líquido a ser retida na empresa e, conseqüentemente, com relação à parcela a ser distribuída aos acionistas. Esse tipo de decisão impacta diretamente nas decisões estratégicas acerca de financiamento da empresa. Quando decide distribuir dividendos, a empresa está abrindo mão de investir esse recurso em seu próprio benefício, para dar maior retorno ao acionista.

A legislação que determina as regras para as sociedades anônimas, estabelece algumas regras para distribuição e pagamento de dividendos, e menciona no artigo nº 201: “A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital” (Lei n. 6.404, 1976).

De acordo com Wolffenbüttel (2006), o termo dividendo, obviamente, deriva do verbo dividir. Ele dá nome à divisão dos lucros de uma empresa entre seus acionistas, após os descontos de imposto de renda e contribuição social. Quando uma companhia vai bem e obtém lucro, ela é obrigada, por lei, a entregar pelo menos 25% desse lucro aos acionistas. Normalmente isso acontece uma vez por ano, após o fechamento do balanço. Os donos de ações preferenciais têm direito a um percentual fixo do lucro e recebem primeiro o pagamento. Depois são pagos os dividendos aos portadores de ações ordinárias. Isso explica por que as ações são classificadas em preferenciais e ordinárias. Quase sempre esse valor é pago em dinheiro, diretamente na conta do acionista ou disponibilizado no caixa do banco da empresa, podendo ser retirado mediante a comprovação da posse das ações. Quando os dividendos ficam acumulados de um ano para o outro, são chamados de dividendos cumulativos. Há também outra modalidade, denominada dividendos pro rata, que se aplica à distribuição de lucros para os acionistas que adquiriram ações emitidas durante o ano. Como eles só foram acionistas da empresa por um período do ano, só têm direito a parte proporcional dos lucros. A Bolsa de Valores mantém em seu site avisos sobre as companhias que estão pagando dividendos. Além disso, as próprias empresas costumam publicar na imprensa como forma de provar sua saúde financeira e de fazer propaganda de suas ações.

3 METODOLOGIA

O trabalho foi realizado em duas etapas, sendo a primeira etapa quanto aos objetivos, que pode ser classificada como exploratória. De acordo com Sampieri (2013) a pesquisa exploratória é realizada quando o objetivo é examinar um tema sobre o qual temos dúvidas ou que não foi abordado antes. Ou seja, quando a revisão da literatura revela que existem questões ainda não pesquisadas, ou ainda, queremos pesquisar sobre temas e áreas a partir de novas perspectivas.

Posteriormente, foram realizados levantamentos de trabalhos acadêmicos desenvolvidos no Brasil sobre o tema que pudessem dar o embasamento à pesquisa.

Quanto aos procedimentos, a pesquisa é documental, pois visa selecionar, tratar e interpretar as informações contidas nas demonstrações contábeis que serão instrumentos do presente estudo.

Quanto à abordagem do problema, ela é de natureza descritiva e quantitativa. Para Silva (2005) a pesquisa descritiva visa descrever as características de determinado fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis. Envolve o uso de técnicas padronizadas de coleta de dados e assume, em geral, a forma de Levantamento. Define ainda, que a pesquisa quantitativa considera que tudo pode ser quantificável, o que significa traduzir em números

opiniões e informações para classificá-las e analisá-las. Requer o uso de recursos e de técnicas estatísticas (percentagem, média, moda, mediana, desvio-padrão, coeficiente de correlação, análise de regressão, etc.).

3.1 Amostra

A seleção da amostra para o presente estudo tem por base as companhias brasileiras, registradas na CVM – Comissão de Valores Mobiliários e listadas na B3, do setor de varejo e indústria. Não delimitamos as atividades preponderantes, vislumbrando uma maior amostra de empresas possível, com o intuito de eliminar qualquer viés em função da atividade operacional.

A amostra foi selecionada intencionalmente em função da exposição das empresas no mercado de ações e os dados foram coletados por meio das demonstrações financeiras extraídas da plataforma ECONOMÁTICA®, com o objetivo de identificar os valores do EBITDA e dividendos pagos, totalizando uma amostra inicial de 699 empresas, todavia, os dados analisados contemplaram as informações financeiras periódicas de dezembro de 2021, março de 2022, junho de 2022, setembro de 2022, dezembro de 2022, março de 2023 e junho de 2023, ou seja, foram analisadas 4.893 publicações trimestrais.

Da amostra inicial, 247 empresas (1.729 publicações trimestrais) foram excluídas em função de não haver informações referente ao EBITDA em ao menos um dos períodos estabelecidos, o que poderia prejudicar a análise. Desta forma, a análise ficou limitada em 452 companhias restantes e contemplou 3.164 publicações trimestrais.

3.2 Definição das Variáveis

Foi escolhida a margem EBITDA como a variável a ser analisada, pois esse índice elimina as discrepâncias entre os montantes de EBITDA das companhias e possibilita melhor comparabilidade, independentemente do setor ou do volume de receitas.

Acrescenta-se ainda o fato destas empresas estarem obrigadas a publicar suas demonstrações financeiras, estando, portanto, sujeitas a ter seus balanços analisados por grandes auditorias, resultando numa melhor qualidade das informações para atender às expectativas de seus usuários.

3.3 Procedimento para Tratamento dos Dados

Após o processo de coleta dos dados, utilizou-se o software *SOFA Statistics*, para a análise de normalidade dos dados selecionados, para verificar se seria utilizado o teste t ou teste não paramétrico. Entretanto, como esta análise não se mostrou satisfatória pelo não atendimento da distribuição normal, realizou-se então a análise estatística “Mann-Whitney U”.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste tópico são apresentados os testes utilizados e seus respectivos resultados. Em uma primeira análise o teste aplicado buscou identificar a normalidade da distribuição das diferenças entre as médias dos EBITDAS dos dois grupos de empresas analisados, ou seja, do grupo que possui prática de pagamento de dividendos, e do grupo que não possui a prática de pagamento de dividendos, e em um segundo momento buscou-se verificar se existe diferenças significativas entre as médias dos EBITDAS dos dois grupos de empresas analisados (pagadoras e não pagadoras de dividendos).

4.1 Teste de Distribuição Normal

Para verificar a normalidade da variável EBITDA foi utilizado o Software SOFA. Além disso, caso haja o atendimento da normalidade, serão utilizados os resultados do teste t para amostras independentes.

Por este teste espera-se que as diferenças entre as distribuições de normalidade de uma amostra aleatória (N) sejam pequenas e estejam dentro dos limites de erros aceitáveis. A aplicação do teste de normalidade foi feita a um nível de confiança de 95% ($\alpha = 5\%$).

As hipóteses do teste são:

H0: a variável margem de EBITDA dos dois grupos de empresas (pagadoras e não pagadoras de dividendos) segue uma distribuição normal;

H1: a variável margem de EBITDA dos dois grupos de empresas (pagadoras e não pagadoras de dividendos) não segue uma distribuição normal.

Os resultados obtidos pelo teste de normalidade, bem como para o teste t para amostras independentes são apresentados na Tabela 1.

Tabela 1
Teste de normalidade

Período	Grupos	N	Média	Desvio padrão	Normal (p-valor)	Teste t (p-valor)
dez/21	Paga	209	29.465	61.446	< 0.001 (5.325e-23)	0.3885
	Não Paga	243	-203.197	3.895.383	< 0.001 (1.384e-87)	
mar/22	Paga	209	28.136	72.035	< 0.001 (6.674e-44)	0.3922
	Não Paga	243	-186.156	3.616.256	< 0.001 (1.384e-87)	
jun/22	Paga	209	26.13	65.365	< 0.001 (1.302e-30)	0.3272
	Não Paga	243	-468.621	7.290.824	< 0.001 (1.384e-87)	
set/22	Paga	209	29.142	107.644	< 0.001 (5.420e-73)	0.3604
	Não Paga	243	-412.367	6.969.843	< 0.001 (1.384e-87)	
dez/22	Paga	209	32.437	132.468	< 0.001 (3.654e-86)	0.3424
	Não Paga	243	-257.011	4.400.720	< 0.001 (1.384e-87)	
mar/23	Paga	209	32.532	147.803	< 0.001 (5.105e-80)	0.3435
	Não Paga	243	-249.217	4.292.285	< 0.001 (1.384e-87)	
jun/23	Paga	209	34.695	121.323	< 0.001 (1.384e-87)	0.3126
	Não Paga	243	-125.491	2.287.880	< 0.001 (1.384e-87)	

Analisando os resultados dos testes de normalidade para a variável EBITDA e adotando-se nível de significância de 5%, observa-se a rejeição da H0, a qual estabelece de que a variável “médias EBITDA” dos dois grupos de empresas (pagadoras e não pagadoras de dividendos)” segue uma distribuição normal. Assim, pode-se concluir pelo não atendimento da premissa de normalidade da variável de interesse, o que sugere a necessidade de aplicação do teste não paramétrico denominado Mann-Whitney.

4.2 Teste de Diferenças de Médias – “Mann-Whitney”

Em virtude da ausência da premissa de normalidade dos dados, procedeu-se a realização do teste de “Mann-Whitney U”. Para esse teste foram estabelecidas as seguintes hipóteses:

H0: a variável margem de EBITDA dos dois grupos de empresas (pagadoras e não pagadoras de dividendos) não apresentam diferenças significativas;

H1: a variável margem de EBITDA dos dois grupos de empresas (pagadoras e não pagadoras de dividendos) apresentam diferenças significativas.

Os resultados obtidos por esse teste são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2
Teste estatístico (Mann-Whitney U)

Período	Grupos	N	Mediana	Rank Médio	Z	p-valor
dez/21	Paga	209	23.739	227.493	0.15	0.8809
	Não Paga	243	24.310	225.646		
mar/22	Paga	209	23.908	226.335	0.25	0.9801
	Não Paga	243	23.792	226.642		
jun/22	Paga	209	22.972	224.459	0.308	0.7581
	Não Paga	243	23.445	228.255		
set/22	Paga	209	21.523	225.689	0.122	0.9026
	Não Paga	243	22.724	227.198		
dez/22	Paga	209	22.561	224.593	0.288	0.7735
	Não Paga	243	22.780	228.140		
mar/23	Paga	209	20.627	219.483	1.059	0.2895
	Não Paga	243	24.823	232.535		
jun/23	Paga	209	21.792	218.593	1.193	0.2327
	Não Paga	243	25.472	233.300		

Os resultados obtidos neste teste para todos os períodos analisados foram satisfatórios, ou seja, não se pode rejeitar a hipótese nula (H0) ao nível de significância de 5%, deste modo é possível afirmar que as médias da margem EBITDA das empresas que pagam e não pagam dividendos não possuem diferenças significativas, ao nível de significância de 5%.

Resultado semelhante foi encontrado por Rabelo, Júnior e Domingos (2017), em estudo sobre a relação entre a distribuição de dividendos e o desempenho futuro das empresas listadas na BM&F Bovespa. Analisando o EBITDA de empresas que distribuem mais dividendos em comparação com aquelas que distribuem menos, os coeficientes calculados foram positivos, mas não significativos. Isso indica que a distribuição de dividendos não impacta o desempenho das companhias.

Miller e Modigliani (1961) também propuseram que, em um mercado perfeito, a política de dividendos de uma empresa é irrelevante para seu valor. Seus resultados indicam que, independentemente da distribuição de dividendos, o valor da empresa e seu desempenho operacional (como EBITDA) não são significativamente impactados.

Fama e Babiak (1968) em estudo sobre a política de dividendos de empresas, constataram que não havia uma relação significativa entre a distribuição de dividendos e o desempenho financeiro subsequente das empresas. Os autores concluíram que outros fatores, além da política de dividendos, desempenham um papel mais crucial no desempenho financeiro das empresas.

5 CONCLUSÃO

O intuito deste estudo foi evidenciar se existem diferenças significativas entre o índice de margem de EBITDA entre empresas pagadoras e não pagadoras de dividendos, e nisto procedeu-se a análise exploratória de documentos contábeis de 452 empresas de capital aberto

listadas na bolsa de valores, obtendo publicações destas empresas do período de dezembro de 2021, março de 2022, junho de 2022, setembro de 2022, dezembro de 2022, março de 2023 e junho de 2023. A conclusão da análise destes documentos demonstrou que não existe diferença significativa do índice margem EBITDA entre empresas pagadoras e não pagadoras de dividendos ao nível de significância de 5% para todos os períodos analisados.

Embora existam diversos estudos que abordaram a temática de análise de desempenho por meio do EBITDA (Cohen, 2010; Pereira et. al, 2021; Reis, Ritta e Fabris, 2015), bem como da importância de empresas pagadoras e não pagamento de dividendos, a contribuição do presente trabalho é significativa ao explorar conjuntamente esses pontos para dados empíricos.

Estudos anteriores focaram suas análises no contexto de "política" de dividendos, que envolve as estratégias e diretrizes definidas pelas empresas para o pagamento de dividendos aos acionistas. Em contraste, o presente artigo adota uma abordagem distinta ao se concentrar também na "prática" de pagamento de dividendos, ou seja, na execução efetiva dessas políticas e na frequência e montantes dos dividendos distribuídos.

De todo modo, para futuras pesquisas sugere-se que estudos relacionados a este tema contemplem mais variáveis, como práticas de remuneração de administradores, plano de participação em resultados, e demais matérias que estimulem a performance de resultado das empresas, assim como , a ampliação da análise para demais segmentos de mercado, pois a amostra foi delimitada para os setores de varejo e indústria. E também, com o objetivo de avaliar outros determinantes que fazem com que as companhias decidam pagar ou não dividendos, em função da cultura orgnizacional, contexto históricos, dentre outros.

REFERÊNCIAS

- Alcade, A. (2010). *Efeitos hierárquicos na margem EBITDA: influências do tempo, firma e setor*. (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm
- BRASIL. Instrução Normativa CVM 156 de 2022. Dispõe sobre a divulgação voluntária pelas companhias abertas de informações do EBITDA e EBIT. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol156.html>
- Carvalho, V. J. R. D. (2015). *Das razões da utilização do EBITDA por profissionais de mercado: uma contribuição prática*. (Dissertação de Pós-Graduação). Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo – Brasil.
- Cohen, G. (2010). *Uso do EBITDA como indicador de desempenho no setor imobiliário brasileiro*. (Dissertação de Pós-Graduação). Universidade Mackenzie. São Paulo – Brasil.
- CPC 00 (R1) - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, 2011.
- Diaz, F. P. (2002). *EBITDA: uma visão crítica*. (Dissertação de mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo – Brasil.
- Dultra, G. (2022, Novembro 07). O que são dividendos e como ganhar dinheiro com eles. *Infomoney*. <https://www.infomoney.com.br/guias/dividendos/>
- Fama, E. F.; Babiak, H. Dividend policy: an empirical analysis. *Journal of the American Statistical Association*, v. 63, n. 324, p. 1132-1161, 1968.
- Mc Clure, B. (2006). *A Clear Look at EBITDA*. Disponível em: <http://www.investopedia.com/articles/06/EBITDA.asp>
- Martins, E; Martins, V.; Martins É. A. (2007). Normatização Contábil: ensaio sobre sua evolução e o papel do CPC. *Revista de Informação Contábil*, v. 1 (1), 7-30.

- Martins, E. (2020). Análise Didática das Demonstrações Contábeis (2ª ed.). Grupo GE. *Índices de Rentabilidade: EBITDA* (Cap. 9, pp.184-186). <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788597025439>.
- Miller, M. H.; Modigliani, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- Morck, R.; Yeung, B. (2005). Dividend taxation and corporate governance. *Journal of Economic Perspectives*, v. 19 (3), 163-180.
- Neto, A. (2017). Fatores determinantes do pagamento de dividendos de empresas listadas na BM&FBOVESPA, *Revista de Contabilidade da UFBA, Salvador-Bahia*. V. 11(2), 123-139.
- Pereira, E. C. S., Pinheiro, P. V. L., Grecco, M. C. P., & da Silva, F. L. (2021). Análise comparativa do ebitda e do fluxo de caixa das operações em momentos de crise econômica. *Revista Liceu On-Line*, 11(2), 68-88.
- Rabelo, G. B., Ponte, V. M. R., Júnior, D. B. C. V., & Domingos, S. R. M. (2017). A distribuição de dividendos como ferramenta sinalizadora de desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 162-182.
- Reis, L. G., Ritta, C. D. O., & Fabris, T. R. (2015). Relação entre os Indicadores de Estrutura de Capital e o EBITDA das Empresas Brasileiras Listadas na BM&FBOVESPA. *XII Congresso USP-Fipecafi*.
- Salotti, Bruno. (2020). *Análise de Índices baseados em Medidas de Fluxos de Caixa: Análise do EBITDA*. Vídeo 13. Disponível em: <https://eaulas.usp.br/portal/embed-video?autostart=false&idItem=13214>
- Sampieri, RH, Collado, CF e Lúcio, MDPB (2013). Metodologia de pesquisa (5ª ed.). Grupo A. *Definição do alcance da pesquisa a ser realizada: exploratória, descritiva, correlacional ou explicativa* (Cap. 5, p. 99). <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788565848367>.
- Tavares, T. N. (2016). *A implementação da IFRS 15 no Brasil: análise das mudanças nos processos e controles internos para reconhecimento da receita nos contratos de construção*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Presbiteriana Mackenzie de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Vasconcelos, G. S. (2017). *IFRS e a divulgação das medidas de desempenho não-GAAP "EBITDA" e "EBITDA Ajustado" no cenário corporativo brasileiro*. (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Wolffenbüttel, A. (2006, dezembro 11). O que é? Dividendo. *IPEA - A revista de informações e debates do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*. https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2121:catid=28&Itemid=23
- Zanolla, E., & Lima, A. V. (2011). Fluxos de recursos operacionais: estudo comparativo entre métodos, aplicado em amostra de empresas industriais brasileiras. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 16(2), 116-132.