

**INFLUÊNCIA DO CICLO DE VIDA EMPRESARIAL NA RELAÇÃO DE
DIVIDENDOS E DESEMPENHO DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS LISTADAS
NA B3 S.A - BRASIL BOLSA BALCÃO (B3)***

**INFLUENCE OF THE FIRM LIFE CYCLE ON THE DIVIDEND AND
PERFORMANCE OF BRAZILIAN COMPANIES LISTED ON B3 S.A – BRASIL
BOLSA BALCAO (B3)**

Rodrigo Campos Magnus**
Márcia Bianchi***

RESUMO

O ciclo de vida empresarial compreende características comuns de companhias, divididas em fases, presentes desde sua origem até seu encerramento. Assim, o objetivo desse estudo é analisar influência do ciclo de vida empresarial na relação de dividendos e desempenho das companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2008 a 2017. Para tanto, realizou-se uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental, utilizando-se de regressão múltipla em painel, evidenciando como variáveis mais significativas o lucro por ação e a etapa de introdução. Observou-se que as variáveis de retorno sobre patrimônio líquido e o dividendo pago por ação estão negativamente correlacionadas. Quanto às etapas do ciclo de vida, a turbulência se mostrou diretamente proporcional aos dividendos por ação em maior grau em relação à maturidade. A etapa de maturidade não apresentou o desempenho mais significativo, diferentemente do esperado. Sendo assim, infere-se que, diferentemente da expectativa, a maior performance foi apresentada na turbulência, inclusive com maiores valores médios de dividendos por ação.

Palavras-chave: Ciclo de Vida. Desempenho. Dividendos.

ABSTRACT

The life cycle is characterized by the common characteristics of the companies, divided in phases, present from their origin to their closure. The objective of this work is to verify the influence of the firm life cycle on the dividend and performance relationship of the companies listed in B3 S/A – Brasil, Bolsa, Balcao (B3), between 2008 and 2017. For this purpose, a quantitative, descriptive and documentary research using regression to the panel, showing the variables most significant to earnings per share and introduction stage. The variables of return on equity and dividends are negatively correlated. Regarding to stages of the life cycle, the turbulence was directly proportional to the dividends per share in greater degree in relation to the maturity. The maturity phase didn't exhibit the most significant performance, different than expected. Thus, it is inferred that, unlike expectation, a higher performance was promoted in the turbulence, even with higher average dividend values per share.

Keywords: Life Cycle. Performance. Dividend.

* Trabalho de Conclusão de Curso apresentado, no segundo semestre de 2018, ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

** Orientando. Graduando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).(dreeego@hotmail.com).

*** Orientadora. Doutora em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Mestra em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS). Professora do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS e do PPGCONT-UFRGS. (marcia.bianchi@ufrgs.br).

1 INTRODUÇÃO

As empresas de capital aberto oportunizam aos seus acionistas, como forma de retorno do seu investimento, a distribuição de dividendos. Essa distribuição é uma maneira de remuneração do capital investido em ações aos acionistas, podendo ser em forma de dinheiro ou de títulos, com origem no lucro corrente ou lucro retido da companhia (STEPHEN *et al.*, 2013). A remuneração ao investidor por parte da empresa, mostra o seu comprometimento em relação aos acionistas. Entretanto, a decisão entre distribuir ou reter o lucro deve levar em consideração investimentos futuros que poderiam ser realizados com essa fonte de dinheiro (PROCIANOY; POLLY, 1993).

A relação entre o retorno do acionista e o desempenho das companhias é um tema ainda muito debatido, com respostas até então desconhecidas. Nossa, Nossa e Teixeira (2007) mencionam que as companhias que distribuem dividendos são mais eficientes do que aquelas que não distribuem. Por outro lado, Leite, Bambino e Hein (2017), ao verificar a relação entre política de dividendos e desempenho de companhias chilenas e brasileiras, evidenciaram que, geralmente, a política de dividendos se apresenta como um fator negativo em relação ao desempenho econômico financeiro dessas instituições. Um dos fatores que influencia essa relação é a etapa do ciclo de vida em que a companhia se encontra. Similarmente aos seres vivos, as empresas nascem, se desenvolvem, envelhecem e morrem (ADIZES, 2004). Essa característica existe porque as empresas são dinâmicas, à medida que se estabelecem, surgem diferentes oportunidades e problemas. Em concordância com a Teoria do Ciclo de Vida, as empresas jovens e pouco lucrativas não devem distribuir seus resultados, uma vez que os mesmos serão a base para o financiamento de suas atividades. Posteriormente, com a empresa em um período de maturidade, a distribuição dos resultados se justifica por não haver mais essa necessidade de financiar atividades e pela possibilidade de existir problemas de agência (STEPHEN *et al.*, 2013).

A etapa do ciclo de vida empresarial, no qual determinada empresa se encontra, pode ser identificada através de padrões de fluxo de caixa, conforme apresentado por Dickinson (2011), fato que proporciona um maior aparato ao investidor na sua decisão de investimento. O mercado refuta a informação fornecida pelo ciclo de vida, no que diz respeito ao retorno excedente que as empresas maduras geram no ano seguinte ao atingimento do referido estágio. Além disso há uma maior predisposição ao pagamento de dividendos pelo menor número de oportunidades que sejam compatíveis com o perfil de retorno de tal etapa (DICKINSON, 2011).

Atendendo ao propósito de aumentar a abrangência do estudo em relação às variáveis que afetam a relação entre a remuneração do investidor e o desempenho das empresas, essa pesquisa propõe-se a responder a seguinte questão: “*Qual a influência do ciclo de vida empresarial na relação de dividendos e desempenho das companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2008 a 2017?*”. Essa pesquisa tem como objetivo analisar a influência do ciclo de vida empresarial na relação de dividendos e desempenho das companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2008 a 2017.

Essa pesquisa se justifica pela relevância existente no mercado de capitais brasileiro sobre a remuneração ao investidor, sendo um dos fatores que influencia a escolha por determinada ação, sejam pelas pessoas físicas ou jurídicas, podendo ser comparadas ao mercado no qual as mesmas estão em operação (FERREIRA JUNIOR *et al.*, 2010). O mercado de capitais brasileiro é pouco aproveitado pela população, baseado nos dados da B3 (2018), a bolsa de valores brasileira contava com apenas 715.420 CPFs inscritos, dados de julho de 2018. Um dos motivos para tal situação, foi o desconhecimento sobre essa forma de investimento e dos fatores que o constituem, demonstrando a relevância do estudo para

mitigar esse tipo de situação e, assim, fortalecer o mercado pela presença de mais participantes.

Desta forma, essa pesquisa pretende contribuir para o conhecimento na área, tanto para investidores no meio profissional, quanto para a ciência no meio acadêmico, uma vez que carecem de estudos relacionados ao ciclo de vida no campo da contabilidade no Brasil. Pelo fato do ciclo de vida empresarial ser um fator identificável e previsível, a constatação da influência desse fator na relação de dividendos e desempenho contribui também para que os gestores tenham uma perspectiva mais abrangente de suas empresas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção aborda sobre as concepções a respeito de dividendos, ciclo de vida e desempenho empresarial, bem como às pesquisas relacionadas ao tema.

2.1 DIVIDENDOS

Os dividendos constituem a remuneração do investidor, sendo proporcional à quantidade de ações que ele possui. A política de dividendos é estabelecida pelo estatuto social da companhia, que caso seja omissivo sobre o tema, deverá obedecer ao que determina a Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, devendo ser a metade do lucro líquido apurado no exercício, podendo ser subtraído ou somado a constituição de reserva legal, reserva de contingência e sua reversão (BRASIL, 1976). No Brasil, os dividendos não sofrem incidência de imposto de renda na fonte, uma vez que o lucro apurado pela empresa já é deduzido de sua parcela de imposto, pois tal prática é considerada como bitributação.

Outra forma de distribuição de resultados aos acionistas são os juros sobre capital próprio, tratados como despesa, que são calculados com base nas contas do patrimônio líquido, sendo deduzidos para base de cálculo do imposto de renda pelo lucro real. Ainda cabe mencionar, como maneira de remunerar o investidor, a recompra de ações que gera um aumento no lucro por ação, que apesar de muito comum nos Estados Unidos, não é usual no Brasil. Sua explicação reside no fato de haver tributação nos dividendos no mercado norte-americano (STEPHEN *et al.*, 2013).

Os dividendos geram expectativa no mercado, exercendo um papel muito relevante na precificação de uma ação, enquanto alguns enxergam como sendo um dispêndio que poderia ser reinvestido, gerando mais riqueza aos acionistas, outros, com desejo por renda corrente, preferem que esse valor não seja retido, o que mostra o comprometimento da empresa com relação aos seus acionistas. Sua alteração de política quase sempre vem acompanhada de uma reação de valor de mercado, como no exemplo recente da empresa Smiles, que após o anúncio da redução do seu *payout* (parcela do lucro líquido distribuído em dividendos), gerou uma queda expressiva na cotação do papel (INFOMONEY, 2018). Uma vez estabelecido um nível de dividendo, reduções nos dividendos são difíceis de serem feitas sem afetar desfavoravelmente o preço da ação de uma empresa (STEPHEN *et al.*, 2013, p. 606).

Apesar de muitas pessoas se interessarem por empresas que distribuem dividendos elevados, tal situação pode se reverter, da mesma maneira que empresas que não distribuem muito dividendo, mas que podem vir a se tornar grandes pagadoras. “Há uma probabilidade maior de pagamento de dividendos por empresas maduras devido ao declínio do número de oportunidades de investimentos”¹ (DICKINSON, 2011, p. 12, tradução nossa). Tal situação ilustra a importância de entendermos como o estágio do ciclo de vida em que a empresa se

¹ *Dividends (DIVPAY) are more likely to be paid by mature firms due to decreased investment opportunities.*

apresenta afeta esse comportamento e possibilitar uma escolha mais apurada de acordo com o objetivo de cada investidor.

2.2 CICLO DE VIDA EMPRESARIAL

Como sugerido por Adizes (2004), qualquer sistema tem um ciclo de vida. Há seu surgimento, desenvolvimento, decadência e fim, seguindo um determinado padrão. Cada etapa tem seus problemas e suas vantagens, sendo que, às vezes, como no caso de uma fase com maiores dificuldades, é necessária alguma atitude para que a empresa consiga se manter, sendo o ciclo de vida uma ferramenta importante, que possibilita que medidas preventivas sejam tomadas, pois ele é capaz de gerar uma visão mais ampla da empresa. “A qualquer momento a empresa pode também ter que satisfazer um grupo mais amplo – geralmente envolvendo novos consumidores e/ou fornecedores, expandir canais, investidores externos e sindicatos”² (MOUNT; ZINGER; FORSYTH, 1993, p. 113, tradução nossa).

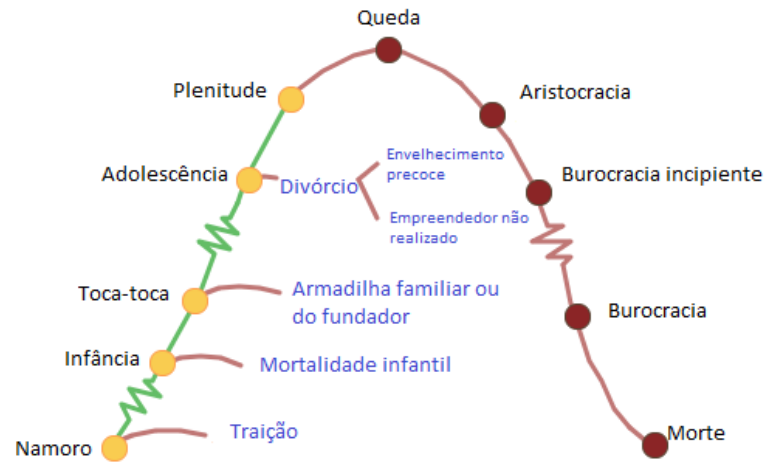
Ainda para Adizes (2004), o ciclo de vida empresarial é dividido nas seguintes fases: namoro, infância, toca-toca, adolescência, plenitude, queda, aristocracia, burocracia incipiente, burocracia e morte. A fase do namoro é aquela em que a empresa ainda não existe no mundo real, habitando apenas o imaginário de seu fundador, podendo sofrer do mal da traição, definida pelo autor como entusiasmo pela criação da companhia sem comprometimento. Em seguida vem a fase da infância, que é quando a empresa passa a existir, sendo guiada basicamente por oportunidade e resultado, que podem levar a empresa a uma morte logo em seu início.

O estágio do toca-toca é quando a empresa passa sua infância e tende a esquecer-se de seu difícil começo, há um aumento expressivo nas vendas, geração de caixa, atrai investidores e tem um acréscimo de pedidos dos seus clientes. Nessa etapa a empresa pode cair na armadilha de depender demais das habilidades do seu fundador, podendo não ser capaz de se manter sem ele. Em seguida, há a fase da adolescência, em que há a necessidade de a empresa se reinventar, se desgarrando apenas da habilidade de seu dono, se tornando independente dele, assim como ocorre com os seres humanos, sendo uma espécie de segundo nascimento.

Já na fase de plenitude, há um equilíbrio entre controle e flexibilidade, não estando exatamente um ponto único na curva, mas sim representa um segmento que pode estar durante a fase de crescimento ou de envelhecimento. A etapa de queda não representa uma queda nos seus indicadores financeiros, mas sim na sua vitalidade, seguida da Aristocracia, que resultam de inflexibilidades surgidas na fase de plenitude, onde a empresa foca em investimentos seguros de curto prazo, abrindo mão de boas oportunidades de maior risco de longo prazo. Em seguida vem a etapa de recriminação, onde há uma busca por encontrar culpados pelos resultados negativos da fase aristocrática, que são punidos por qualquer um que venha a causar problemas na empresa, não havendo foco na solução das adversidades da companhia. A fase de burocracia é quando a empresa, que já deveria ter acabado, pois já não consegue se sustentar, sendo mantida por alguém, que quando a deixa, ocorre a fase da morte (Figura 1).

² *At any time the firm may also have to satisfy a wider constituency-often involving new customers and/or suppliers, expanded channels, outside investors and trade unions.*

Figura 1 – Estágios do ciclo de vida empresarial



Fonte: Adaptada de Adizes (2004).

Outros autores têm diferentes abordagens sobre o tema, variando os nomes e a quantidade de etapas, além de considerar diferentes características como as mais relevantes (GORT; KLEPPER, 1982). Adizes (1979) tem uma abordagem muito mais administrativa, enquanto autores como Gort e Klepper (1982) trataram do ciclo de vida com relação à perspectiva do produto. Já Scott e Bruce (1987) dividiram o ciclo de vida em cinco fases, finalizando com a maturidade, a qual corresponde à terceira fase de Gort e Klepper (1982). Ainda, Mount, Zinger e Forsyth (1993) abordaram o ciclo de vida de pequenas empresas em uma perspectiva de transição gerencial. O Quadro 1 mostra as fases para alguns autores sobre ciclo de vida de empresas.

Quadro 1 – Modelos de ciclo de vida empresarial

Autor	Fases
Adizes (1979)	1. Namoro; 2. Infância; 3. Toca-toca; 4. Adolescência; 5. Plenitude; 6. Queda; 7. Aristocracia; 8. Burocracia incipiente; 9. Burocracia; e 10. Morte.
Gort e Klepper (1982)	1. Introdução; 2. Crescimento; 3. Maturidade; 4. Turbulência; e 5. Declínio.
Scott e Bruce (1987)	1. Início; 2. Sobrevivência; 3. Crescimento; 4. Expansão; e 5. Maturidade.
Mount, Zinger e Forsyth (1993)	1. Organização conduzida pelo dono; 2. Transição para uma organização gerida pelo dono; 3. Organização gerida pelo dono; 4. Transição para um gerenciamento funcional emergente; e 5. Gerenciamento funcional emergente.

Fonte: Elaborado a partir de Adizes (1979), Gort e Klepper (1982), Scott e Bruce (1987), Mount, Zinger e Forsyth (1993).

De acordo com Gort e Klepper (1982), que analisaram o ciclo de vida de produtos, estipulando cinco fases: um estágio inicial, onde existe uma inovação, seguido de um estágio de crescimento, onde há um aumento significativo da produção, depois vem um estágio de maturidade, onde a quantidade de produtos atinge seu número máximo, posteriormente, há um processo de turbulência, onde o número de produtos decai, e finalmente, um o estágio de declínio, onde as entradas líquidas são iguais a zero.

Dickinson (2011) propôs que os padrões de fluxo de caixa poderiam servir de parâmetro para a determinação da etapa do ciclo de vida empresarial, vinculando-a com a teoria econômica. As oito diferentes combinações dos sinais das atividades do fluxo de caixa foram agrupadas em fases, de acordo com o Quadro 2, conforme estabelecido por Gort e Klepper (1982).

Quadro 2 – Fases do ciclo de vida empresarial de acordo com o modelo de Dickinson

Padrão de sinais	Fases	Fluxo de caixa de atividades		
		operacionais	de investimento	de financiamento
1	Introdução	-	-	+
2	Crescimento	+	-	+
3	Maturidade	+	-	-
4	Turbulência	-	-	-
5		+	+	+
6		+	+	-
7	Declínio	-	+	+
8		-	+	-

Fonte: Elaborado a partir de Gort e Klepper (1982) e Dickinson (2011).

O modelo apresenta em seu estágio de início o fluxo de caixa das atividades operacionais negativo, pois a empresa ainda está angariando espaço no mercado, motivo pelo qual o fluxo de caixa das atividades de investimento também é negativo, existe ainda a falta de experiência com a atividade, que gera custos maiores. De acordo com Scott e Bruce (1987), a principal ênfase do negócio depende das habilidades do dono, como por exemplo, se ele for um electricista, a ênfase da empresa será muito mais operacional, podendo deixar a atividade administrativa em segundo plano. O fluxo de caixa das atividades de financiamento é positivo, é o momento em que investidores colocam seu capital na empresa vislumbrando uma boa oportunidade de rentabilidade futura.

Na fase de crescimento, a empresa passa a dominar melhor suas atividades, consegue reduzir custos, passa a ganhar mercado e conseqüentemente seu fluxo de caixa operacional passa a ser positivo. Entretanto, esses ganhos são consumidos pelas demandas de capital da empresa (SCOTT; BRUCE, 1987). Como ainda há espaço para crescimento, os investimentos continuam a ser aportados e os investidores financiam esse investimento.

Durante a maturidade, a empresa encontra seu ápice operacional, seu fluxo de caixa de investimento ainda é negativo pela obsolescência dos equipamentos antigos e pela busca de novos investimentos. Já os investidores começam a colher os frutos de seus investimentos, pois a empresa passa a distribuir dividendos à medida que as oportunidades de investimento diminuem. Em seguida, na fase de turbulência, a empresa passa a se deteriorar operacionalmente, pois começa a perder competitividade devido à falta de flexibilidade.

Finalmente, em seu declínio, os preços de seus produtos começam a cair, à medida que seu desempenho operacional diminui, investimentos são vendidos para pagamento de dívidas e seu financiamento passa a ser focado no pagamento de captação de recursos e refinanciamentos.

2.3 DESEMPENHO EMPRESARIAL

O desempenho empresarial está estritamente relacionado à questão do ciclo de vida empresarial: empresas em estágio inicial, que envolve seu surgimento e expansão, geralmente apresentam piores resultados. A empresa Uber, no ano de 2017, teve prejuízo de 4,5 bilhões de dólares, entretanto, seus acionistas veem essa situação como algo temporário (TECNOBLOG, 2017). Isso é resultado de características comuns, como por exemplo, preços menores para conquistar mercado e ineficiências operacionais. São elas que impactam diretamente a Demonstração de Resultado do Exercício, porque apesar de a empresa necessitar de aportes para financiar seus investimentos, as atividades de financiamento e investimento acabam figurando apenas como variações qualitativas no balanço patrimonial. Apenas com o passar do tempo essas atividades impactam no resultado, através da depreciação e do pagamento de juros.

Já em sua plenitude, a empresa passa a performar bons resultados, é nessa fase que ela apresenta maturidade em sua atividade operacional. Essa etapa é a qual existe a possibilidade de distribuição de resultados para os acionistas, havendo diversas opiniões quanto ao melhor destino desse resultado, remunerar o investidor ou aplicar esse resultado, agregar valor à empresa e conseqüentemente aos seus próximos resultados?

Empresas jovens, de acordo com a teoria do ciclo de vida, devem reter seus lucros, uma vez que eles serão base para seu financiamento, ao passo que em um momento de maturidade, os lucros podem ser distribuídos aos acionistas, por não haver mais essa necessidade, além da prática de retenção de lucros nessa fase poder gerar problemas de agência (STEPHEN *et al.*, 2013).

De acordo com Dickinson (2011), a teoria econômica prevê que a rentabilidade de empresas que se encontram no estágio de maturidade atinge seu ápice, o que é assegurado por regressões nos lucros por ação e retorno sobre ativos operacionais líquidos, onde todos os coeficientes são negativos para as etapas do ciclo de vida empresarial, com exceção da etapa de maturidade. Em seguida apresenta-se a fase de declínio, onde os resultados operacionais passam a se deteriorar, e como eles são fundamentais para a companhia, impactam na continuidade da empresa. Nessa fase há o declínio também da remuneração do investidor, sendo que às vezes se faz necessário aportes de capital na empresa, na tentativa de recuperação de suas atividades.

Para Stephen *et al.* (2013), dentre as utilidades da análise de desempenho através das demonstrações contábeis, por exemplo, estão a possibilidade de estabelecer uma base para cálculo da remuneração de gestores, além de também serem também úteis para uma visão vindoura, como parâmetro para projeções, validando hipóteses a serem formuladas, podendo do mesmo modo, ser uma ferramenta para usuários externos, como os potenciais investidores.

Uma das formas de avaliar o desempenho empresarial é através da análise de índices, que advém da relação entre contas ou um grupo de contas, extraídas das demonstrações contábeis, podendo revelar características econômicas e financeiras da companhia estudada (MATARAZZO, 2010). A análise dos índices das demonstrações contábeis visa a obtenção de informações da companhia para a tomada de decisões, compara-se com índices padrões, ponderam-se as informações disponíveis e formulam-se conclusões, para finalmente ser tomada a decisão. Dentre os indicadores de desempenho, o ROA (Retorno Sobre o Ativo) fornece informação em relação ao quanto o ativo da empresa gera, enquanto o RSPL (Retorno sobre Patrimônio Líquido) evidencia a rentabilidade em relação ao capital próprio (ASSAF NETO, 2010).

2.4 ESTUDOS RELACIONADOS

Borinelli (1998) examinou os balanços patrimoniais e as demonstrações de resultado de seis pequenas empresas para identificar a etapa do ciclo de vida de cada uma delas. Através da relação de índices obtidos através das demonstrações contábeis e do ciclo de vida, foi demonstrado que é possível identificação de qual etapa do ciclo de vida empresarial as empresas se encontravam, apesar de não ter conseguido atingir o objetivo devido a problemas na amostra utilizada.

Já em Nossa, Nossa e Teixeira (2007), os autores analisaram empresas listadas na Bovespa, no período de 1995 a 2004, com objetivo de verificar se as que distribuíram dividendos apresentaram mais eficiência do que aquelas que não, também tiveram o intuito de observar se dividendo pago por ativo influenciou o retorno sobre o ativo. Concluíram que as companhias que distribuíram dividendos foram mais eficientes, além disso, verificaram que a variação do retorno sobre o ativo é em parte explicada pelo dividendo.

No estudo de Dickinson (2011) buscou validar os padrões de fluxos de caixa como um parâmetro para determinação do estágio do ciclo de vida empresarial, de acordo com a teoria econômica, relacionando as características de tal parâmetro com utilizados em pesquisas anteriores. Além de conseguir validar os padrões de fluxo de caixa como parâmetro, a manutenção da rentabilidade foi identificada através do retorno dos ativos operacionais líquidos, através dos padrões de fluxo de caixa, assim como foi demonstrado que tal tipo de análise pode reconhecer retornos acima da média, para firmas que se encaminham para o período de amadurecimento.

Hoffmann (2013) realizou um estudo qualitativo em uma empresa do setor metalomecânico, com objetivo de identificação do estágio do ciclo de vida em que a empresa se encontrava. Aferiu que ela se apresentava no estágio de envelhecimento precoce. Após tal verificação, melhorias foram sugeridas para que a empresa pudesse passar para o estágio de plenitude.

Leite, Bambino e Hein (2017) investigaram a relação entre política de dividendos e desempenho de companhias chilenas e brasileiras, chegando à conclusão de que, geralmente, a política de dividendos é um fator negativo em relação ao desempenho econômico financeiro dessas instituições.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com relação à abordagem do problema, esta pesquisa é classificada como quantitativa, tendo em vista que se utiliza da quantificação das informações constantes nas demonstrações contábeis e financeiras das companhias da amostra por meio de regressão múltipla em painel. O estudo é classificado dessa forma pelo fato de verificar a relação entre as variáveis “dividendo” e “desempenho” e o estágio do ciclo de vida empresarial, a quantificação é o fator determinante para a confirmação da influência das variáveis analisadas. Para Richardson (1999, p.79), a pesquisa quantitativa “Caracteriza-se pelo emprego de quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas”.

Quanto aos seus objetivos, esta pesquisa é caracterizada como descritiva. As pesquisas descritivas “têm como principal objetivo descrever características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis” (GIL, 2008, p. 28). Nesse sentido, o estudo baseia-se na descrição dos resultados advindos da quantificação das informações a fim de analisar a influência do ciclo de vida empresarial na relação dividendos e desempenho.

A pesquisa, quanto aos procedimentos, é caracterizada como documental, visto que se baseia nas informações advindas das demonstrações contábeis e financeiras das companhias abertas brasileiras, coletadas da base de dados Economatica®. De acordo com Martins e Théophilo (2009, p. 55) “A estratégia de pesquisa documental é característica dos estudos que utilizam documentos como fontes de dados, informações e evidências”.

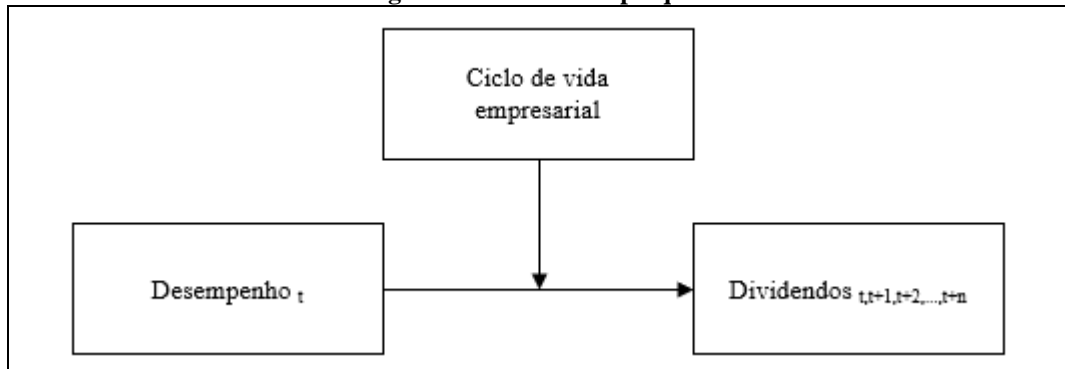
No que diz respeito ao período de análise do estudo, tem-se os anos de 2008 a 2017, uma vez que a Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) passou a ser obrigatória a partir do ano de 2008. Vale salientar que as informações advindas da DFC são primordiais para a elaboração da pesquisa, uma vez que se utiliza dos sinais de fluxos de caixa das companhias listadas B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) como *proxy* para a identificação do ciclo de vida empresarial, assim como preconizado por Dickinson (2011).

O público-alvo da pesquisa são empresas ativas listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3), com informações disponíveis na Economatica®, com fluxos de caixa não zerados. Para identificação da etapa do ciclo de vida empresarial, foi utilizado o método de Dickinson (2011), que utiliza a combinação dos sinais, positivos ou negativos, das atividades

de fluxo de caixa, operacionais, de investimento e de financiamento, conforme o Quadro 2. Para tanto, foi atribuído o valor 1 para a etapa do ciclo de vida em que a empresa se encontra e 0 para as demais etapas. Uma vez que tal abordagem abrange apenas sinais negativos e positivos de fluxo de caixa, empresas com fluxos zerados e sem informações foram descartadas.

A fim de proporcionar melhor compreensão da relação entre as variáveis do estudo, a Figura 2 elucida o desenho de pesquisa.

Figura 2 - Desenho de pesquisa



Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

A variável dependente escolhida foi “dividendos pagos por ação”, buscando encontrar sua relação com as variáveis de desempenho. Como variáveis de desempenho foram escolhidas: retorno sobre patrimônio, retorno sobre o ativo, lucro líquido e lucro por ação. O retorno sobre patrimônio é um indicador que evidencia o lucro em relação aos acionistas, enquanto o retorno sobre o ativo evidencia o retorno sobre o ativo (STEPHEN *et al.*, 2013). Já o lucro líquido é o resultado que a empresa gerou no período, sendo lucro ou prejuízo, e como maneira de verificar o resultado para cada ação, tem-se o lucro por ação. As variáveis de controle utilizadas foram o ativo total da empresa, o PIB e a inflação do período. As duas últimas tiveram informações coletadas do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). A utilização do logaritmo natural do ativo total busca tornar comparáveis empresas de diferentes portes. Já as variáveis de PIB e inflação visam elencar variáveis macroeconômicas que afetam os resultados das empresas. As variáveis do estudo são evidenciadas no Quadro 3.

Quadro 3 – Variáveis do estudo

Sigla	Descrição	Baseado em	Fórmulas
Variável dependente			
DIV	Dividendos pagos por ação	Müller e Teló (2003), Souza, Peixoto e Santos (2016) e Leite, Bambino e Hein (2017).	Dividendos pagos / Número de ações
Variáveis independentes			
RSPL	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Assaf Neto (2010), Stephen <i>et al.</i> (2013) e Vancin e Procyanoy (2016).	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido (-) Lucro líquido
ROA	Retorno sobre o ativo	Leite, Bambino e Hein (2017), Nossa, Nossa e Teixeira (2007), Reis Campos e Pasquini (2017) e Kreuzberg, Cunha e Popik (2016).	Lucro líquido / Ativo total
LL	Lucro líquido	Leite, Bambino e Hein (2017), Silva <i>et al.</i> (2016) e Rabelo <i>et al.</i> (2017).	Lucro líquido do exercício
LPA	Lucro por ação	Stephen <i>et al.</i> (2013) e Leite, Bambino e Hein (2017).	Lucro líquido do Exercício / Lucro por ação
Ciclo	Etapa do ciclo de vida	Nossa, Nossa e Teixeira (2007), Souza, Peixoto e Santos (2016) e Rabelo <i>et al.</i> (2017).	Assume valor 1 na etapa em que a empresa se encontra
ATT	Ativo Total (controle)	Vancin e Procyanoy (2016), Reis Campos e Pasquini (2017) e Kreuzberg, Cunha e Popik (2016).	LN Ativo Total
PIB	Produto Interno Bruto (controle)	Bastos, Nakamura e Basso (2009); Herling (2016) e Leite, Bambino e Hein (2017).	LN PIB
INF	Inflação (controle)	Bastos, Nakamura e Basso (2009), Pamplona <i>et al.</i> (2017) e Herling (2016).	Inflação anual

Fonte: Elaborado a partir dos dados da pesquisa (2018).

O modelo é composto de todas as etapas do ciclo de vida, com exceção da maturidade, que serviu de parâmetro para a análise. Para verificar a relação entre as variáveis do estudo, dividendos, desempenho e etapa do ciclo de vida empresarial, foi utilizada a seguinte equação:

$$\begin{aligned}
 DIV_{it} = & \alpha + \beta_1 RSPL_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 \Delta LL_{it} + \beta_4 LPA_{it} + \beta_5 \Delta ATT_{it} + \beta_6 PIB_{it} + \beta_7 INF_{it} + \\
 & \sum \beta_j Ciclo_{it} + \sum \beta_k Ciclo_{it} * RSPL_{it} + \sum \beta_k Ciclo_{it} * ROA_{it} + \sum \beta_k Ciclo_{it} * LL_{it} + \\
 & \sum \beta_k Ciclo_{it} * LPA_{it} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Ainda, foi realizado o teste de heterocedasticidade e o teste de autocorrelação. O resultado dos testes sugere a não rejeição da hipótese nula de homoscedasticidade e indica a não existência de autocorrelação.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Essa seção tem a finalidade de verificar a relação entre os dividendos e o desempenho em cada fase do ciclo de vida empresarial. Para isso, foram examinadas as médias das variáveis do estudo e foi realizada uma correlação com o intuito de averiguar a relação entre as variáveis do estudo em cada fase do ciclo de vida empresarial.

4.1 DESEMPENHO, DIVIDENDOS E FASES DO CICLO DE VIDA

O objetivo desta seção é apresentar a análise dos valores médios de maior destaque das variáveis, positivos e negativos, em relação às fases do ciclo de vida empresarial, para verificar suas características. A Tabela 1 evidencia os resultados obtidos das médias das

variáveis em cada padrão de sinais de fluxo de caixa do modelo proposto por Dickinson (2011) das empresas analisadas.

Tabela 1 – Valores médios das variáveis por fases do ciclo de vida empresarial

(F)	(P)	(E)	(DIV)	(ROA)	(RSPL)	(LL)	(LPA)	(ATT)	(PIB)	(INF)
Introdução	1	Contagem	169	169	169	169	169	169	169	169
		Média	0,25	-0,04	0,1	21315,19	-5,73	14,11	22,21	0,06
		Desvio padrão	1,12	0,18	5,25	315418,2	45,39	1,64	0,26	0,01
Crescimento	2	Contagem	358	358	358	358	358	358	358	358
		Média	0,68	0,03	0,19	199286,2	-0,27	14,84	22,27	0,06
		Desvio padrão	3,01	0,12	1,22	1008066	47,35	1,59	0,25	0,02
Maturidade	3	Contagem	617	617	617	617	617	617	617	617
		Média	1,8	0,03	0,13	275231,8	-2,52	14,45	22,3	0,06
		Desvio padrão	5,51	0,13	1,1	768826,7	94,8	1,69	0,25	0,02
Turbulência	4	Contagem	24	24	24	24	24	24	24	24
		Média	6,81	0,01	0,03	8378,46	11,62	12,92	22,33	0,07
		Desvio padrão	13,71	0,05	0,11	39429,02	206,7	1,48	0,26	0,02
	5	Contagem	8	8	8	8	8	8	8	8
		Média	0,54	0,04	0,16	293704,5	1,87	15,15	22,41	0,05
		Desvio padrão	0,55	0,04	0,12	376502,1	1,84	0,96	0,18	0,02
	6	Contagem	74	74	74	74	74	74	74	74
		Média	0,66	0	0,83	137870	-5,88	14,56	22,41	0,06
		Desvio padrão	1,2	0,17	7,12	620694	25,28	1,43	0,2	0,02
Declínio	7	Contagem	33	33	33	33	33	33	33	33
		Média	0,09	-0,05	-0,24	44019,79	-4,73	14,13	22,32	0,06
		Desvio padrão	0,2	0,17	0,95	274907	17,44	1,49	0,25	0,02
	8	Contagem	30	30	30	30	30	30	30	30
		Média	0,44	-0,05	-0,11	-239418	-8,28	13,68	22,33	0,06
		Desvio padrão	1,14	0,25	0,74	988186,7	38,28	1,47	0,24	0,02
Shapiro-Wilk	W	0,254	0,658	0,117	0,493	0,235	0,992	0,889	0,777	
	p-value	0	0	0	0	0	0	0	0	

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Notas. (F) Fases do ciclo de vida; (P) Padrão de sinais; (E) Estatísticas; (DIV) Dividendos pagos por ação; (ROA) Retorno sobre o ativo; (RSPL) Retorno sobre o Patrimônio Líquido; (LL) Lucro Líquido; (LPA) Lucro por ação; (ATT) Ativo Total; (PIB) Produto Interno Bruto; e (INF) Inflação.

A partir da análise da Tabela 1, é possível verificar que o valor médio de dividendos pagos por ação é evidenciado na fase turbulência (padrão 4), com R\$ 6,81 milhões por ano. Em seguida, na fase de maturidade o valor de dividendo médio é de R\$ 1,8 milhões pagos por ação ao ano. Essa observação surpreende pelo fato de que a média de dividendos pagos por ação na etapa de turbulência (padrão 4) representa valor superior ao valor da maturidade. Porém, algumas observações podem ter deslocado a média, já que no padrão em questão constam 24 observações, enquanto na maturidade o número foi de 617. Apesar de ser esperado que os dividendos apresentassem valores superiores na fase de maturidade, deduz-se que as empresas podem não distribuir os maiores dividendos nesse período, passando a ofertar em um momento posterior. Já em relação às menores médias de valores de dividendos pagos por ação, o declínio (padrão 7) apresentou a menor média, com R\$ 0,09 milhões pagos por ação ao ano. Seguida da fase de introdução, com média de dividendos pagos por ação de R\$ 0,25 milhões por ano. Esse fato era esperado, visto que se tratam de fases em que a distribuição de dividendos é reduzida pela deterioração dos resultados da empresa e pela necessidade de recursos para investimentos, respectivamente.

Em relação às variáveis independentes de desempenho, o retorno sobre o ativo (ROA) apresentou o maior valor na fase de turbulência (padrão 5), com 4%, seguida pelas fases de crescimento e maturidade, com 3% cada. Esperava-se que a variável ROA apresentasse maior valor na fase de maturidade, quando a empresa atinge sua plenitude operacional. Os menores

valores foram apurados nos padrões da fase de declínio, com -5%, seguidos da fase introdutória, com - 4%, resultado que era esperado pela deterioração operacional no fim do ciclo de vida empresarial e pelas ineficiências operacionais do início da empresa. O retorno sobre o patrimônio líquido (RSPL) apresentou a média mais elevada na fase de turbulência (padrão 6), com 83%, e seguida da fase de crescimento, com 19%, o que contraria novamente a expectativa para a fase de maturidade. Os menores valores foram encontrados na fase de declínio, com - 5%. O lucro líquido (LL) apresentou maior valor médio na fase de turbulência (padrão 4), com R\$ 293.704,50 milhões, e a fase de maturidade também apresentou valores representativos, com R\$ 275.231,80 milhões. Da mesma forma, os valores mais altos eram esperados para a fase de maturidade, entretanto, por conter oito observações apenas, a média pode ter sido deslocada positivamente. Os menores valores ficaram com a fase de declínio (padrão 8), com R\$ 239.418,00 milhões negativos, seguida da fase de introdução, com R\$ 21.315,19 milhões, como esperado.

A variável lucro por ação (LPA) exibiu maiores valores na fase de turbulência (padrões 4 e 5, com R\$ 11,62 e R\$ 1,87 respectivamente). Os valores mais baixos foram apresentados nas fases de declínio (padrão 8) e turbulência (padrão 6), com valores negativos de R\$ 8,28 e R\$ 5,88. A fase de maturidade apresentou resultados surpreendentes, com valores negativos de R\$ 2,52, onde se esperava os mais altos valores relacionados às variáveis de desempenho. As fases de introdução, crescimento e declínio tiveram números de desempenho, em média, inferiores à fase de maturidade, o que vai ao encontro da pesquisa de Dickinson (2011), no qual conclui que os maiores retornos são obtidos na fase de maturidade. Entretanto, foi verificado nesse estudo o destaque de desempenho para a fase de turbulência, superando a maturidade.

As fases com maior representatividade para dividendos e para desempenho foram a turbulência e a maturidade, fato este que está alinhado com a conclusão de Nossa, Nossa e Teixeira (2007), de que empresas que distribuem mais dividendos são mais eficientes. Porém, esse resultado contraria a conclusão apresentada por Leite, Bambino e Hein (2017), de que, geralmente, a política de dividendos é um fator negativo em relação ao desempenho econômico financeiro das empresas.

A variável de controle ativo total apresentou um padrão de crescimento até a fase de turbulência, com exceção da turbulência (padrão 4), seguida de um declínio posterior. Tal comportamento pode ser visto do ponto de vista das teorias de ciclo de vida que a empresa aumenta seu ativo, atingindo um ápice, depois diminui seu porte até o momento de sua extinção. É justamente na fase de turbulência que a empresa começa um declínio operacional que resulta, posteriormente, na liquidação de seus ativos. As variáveis produto interno bruto e inflação tiveram valores próximo para todas as fases, evidenciando que não são variáveis que podem alterar significativamente os valores da amostra para algum dos padrões.

4.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO

Essa seção é dedicada à análise da relação entre as variáveis do estudo, referente ao dividendo pago por ação, tendo como parâmetro a fase de maturidade, apresentada na Tabela 2. O modelo apresentou R^2 ajustado que indica que a variável dependente (dividendos por ação) é explicada em 23,4% pelas variáveis independentes abordadas no estudo.

Tabela 2 – Relação entre as variáveis

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	Teste-t	Significância	
	B	Erro Padrão	Beta			
(Constante)	2,928	2,493		1,174	0,241	
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	-0,347	0,132	-0,187	-2,625	0,009	
Retorno sobre o ativo	1,197	0,875	0,073	1,368	0,172	
Lucro líquido	0,153	0,165	0,132	0,929	0,353	
Lucro por ação	0,607	0,046	0,474	13,145	0	
Introdução	Padrão 1	-0,406	0,104	-0,129	-3,914	0
Crescimento	Padrão 2	-0,122	0,064	-0,064	-1,895	0,059
Turbulência	Padrão 4	-0,125	0,218	-0,018	-0,573	0,567
	Padrão 5	-0,046	0,312	-0,005	-0,148	0,882
	Padrão 6	0,082	0,132	0,02	0,626	0,531
Declínio	Padrão 7	-0,507	0,289	-0,055	-1,757	0,079
	Padrão 8	-0,131	0,247	-0,017	-0,529	0,597
Ativo Total		-0,047	0,071	-0,084	-0,669	0,504
Produto Interno Bruto		-0,169	0,114	-0,049	-1,486	0,138
Inflação		0,952	1,538	0,02	0,619	0,536
Observações				1,313		
R ²				0,248		
R ² ajustado				0,234		

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa (2018).

Com base na Tabela 2, evidencia-se que as variáveis mais significativas em relação aos dividendos por ação são o lucro por ação (0) e a etapa de introdução (0), seguidas pelo retorno sobre o patrimônio líquido (0,009), a etapa de crescimento (0,059) e a etapa de declínio (padrão 7) (0,079). Ainda, a variável retorno sobre patrimônio líquido teve uma correlação negativa com o dividendo pago por ação. Tal relação não era esperada, uma vez que as fases do ciclo de vida que as empresas têm os melhores desempenhos são acompanhadas das maiores distribuições de dividendos, indo de encontro ao estudo de Nossa, Nossa e Teixeira (2007). Vale salientar que a fase de maturidade não consta na tabela por ter sido utilizada como parâmetro da análise.

Com relação às etapas do ciclo de vida, todas, exceto fase de turbulência (padrão 6), apresentaram coeficiente negativo, mostrando que, em comparação com a etapa de maturidade, as empresas pagam menos dividendos por ação em outras fases do ciclo de vida. Em comparação com a etapa de maturidade, em média, a fase introdutória gera dividendos por ação 40,6% menores. O fato pode ser explicado pela necessidade de investimentos no começo da empresa, não gerando excesso de lucros para serem divididos.

Na fase de crescimento, as necessidades diminuem e o desempenho passa a melhorar, o que é refletido na geração de dividendos 12,2% menor que a fase madura. Em comparação com a fase de turbulência, o percentual varia de -12,5% a 8,2% entre os padrões de sinais, o que pode ser explicado pela queda de eficiência e geração de resultados e pela distribuição de dividendos que pode ter sido postergada para além da fase de maturidade.

A fase de declínio tem o pior número: entre 50,7% e 13,1%, como esperado das empresas que não tem mais capacidade de geração de bons resultados e consequentemente de redução significativa na distribuição de lucros. Os resultados estão em consonância com a afirmação de Stephen *et al.* (2013) de que empresas em estágio iniciais precisam de recursos para financiar seu crescimento, enquanto em uma etapa de maturidade a distribuição de resultados acontece por não haver mais tal necessidade.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa buscou analisar a influência do ciclo de vida empresarial na relação entre dividendos e desempenho das empresas brasileiras listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2008 a 2017. Para tanto, a pesquisa utilizou como variável dependente os dividendos pagos por ação e, como variáveis independentes, o retorno sobre o patrimônio líquido, o retorno sobre o ativo, o lucro líquido, o lucro por ação, a etapa do ciclo de vida o ativo total (controle), o produto interno bruto (controle) e a inflação (controle).

A partir dos dados obtidos, verificou-se uma maior relação entre a fase de maturidade e os dividendos pagos por ação, etapa que provém as maiores distribuições de resultado, de acordo com Stephen *et al.* (2013). Com relação às variáveis mais significativas, tem-se o lucro por ação e a etapa de introdução. Ainda, observou-se uma correlação negativa entre a variável retorno sobre patrimônio líquido e o dividendo pago por ação, indo de encontro aos resultados de Nossa, Nossa e Teixeira (2007).

As fases de introdução e de declínio, em relação à mesma variável mostraram menor relação, o que condiz com as características dessas fases, elevado consumo de recursos, devido à necessidade de aumento de participação no mercado, no caso da fase introdutória, ou para liquidar a empresa, no caso de declínio. Nas fases de maturidade e turbulência foram evidenciados os maiores valores de desempenho e de dividendos, o que está em conformidade com o estudo de Nossa, Nossa e Teixeira (2007), no qual afirmam que empresas com maior distribuição de dividendos apresentam maior eficiência.

No que tange às etapas do ciclo de vida, quase todas se mostraram inversamente proporcionais quanto aos dividendos por ação, com exceção da etapa de turbulência (padrão 6), demonstrando que, de modo geral, as companhias pagam menos dividendos por ação nas demais etapas do ciclo de vida, em relação à etapa de maturidade. Como pior número relacionado à capacidade de geração de recursos, tem-se a etapa de declínio, assim como esperado, visto que as companhias tendem a não ter mais capacidade de gerar resultados satisfatórios e, por isso, tendem a reduzir sua margem para distribuição do lucro (STEPHEN *et al.*, 2013).

Nesse sentido, diferentemente do esperado, a fase de maturidade não apresentou o desempenho mais significativo dentre as empresas da amostra. A fase que demonstrou maior notoriedade foi a de turbulência, que, por ser descrito por características de decréscimo no desempenho, não era esperado que obtivesse os melhores números de desempenho, indo de encontro aos resultados de Dickinson (2011). Entretanto, tal resultado vai em consonância em relação às fases de nascimento, crescimento e declínio, que exibiram números consideravelmente inferiores às outras duas fases, acordando com suas características, menor desempenho e necessidade de aportes de capital.

Sendo assim, pode-se inferir que as empresas estudadas no período se comportaram de acordo com as teorias de ciclo de vida em relação aos dividendos e desempenho, exceto nas fases de maturidade e turbulência em relação ao desempenho. O auge de performance esperado na fase de maturidade foi verificado na turbulência, inclusive com maiores valores médios de dividendos por ação, seguida pela fase de maturidade. Portanto, não necessariamente a maior distribuição de dividendos e destacado desempenho ocorrerá na fase de maturidade, podendo acontecer em sua posterioridade, na etapa de turbulência.

O presente estudo contribuiu para o ampliar a visão dos fatores que influenciam as empresas listadas na bolsa de valores brasileira, além de trazer evidências sobre características de fases do ciclo de vida empresarial. Para estudos futuros sugere-se a inclusão dos juros sobre capital próprio, que é uma forma de remunerar o investidor, além da inclusão de mais observações para alguns dos padrões de ciclo de vida.

REFERÊNCIAS

ADIZES, I. **Organizational passages - Diagnosing and treating lifecycle problems of organizations**. Organizational Dynamics. 1979.

ADIZES, I. **The Adizes Corporate Lifecycle**. Adizes Institute Worldwide, 2004. Disponível em: <https://adizes.com/lifecycle/>>. Acesso em: 13 jul. 2018.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BASTOS; D. D., NAKAMURA, W. T., BASSO, L. F. C. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, nov./dez. 2009.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm#art295>. Acesso em: 13 jul. 2018.

BRASIL BOLSA BALCÃO. **Perfil de Investidores Julho 2018**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/consultas/historico-pessoas-fisicas/>. Acesso em: 14 ago. 2018.

BORINELLI, M. L. **A identificação do ciclo de vida das pequenas empresas através das demonstrações contábeis**. 1998. 167 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 1998.

DICKINSON, V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. **The Accounting Review**, p. 1969-1994, 2011.

FERREIRA JUNIOR, W. O. *et al.* Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **FACEF PESQUISA**, v. 13, n. 2, p. 190-203, 2010.

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GORT, M; KLEPPER, S. Time paths in the diffusion of product innovation. **Economic Journal**. 92, p. 630-653, 1982.

HERLING, G. M. **Indicadores macroeconômicos e o coeficiente beta, do modelo CAPM, do setor industrial: um estudo da correlação no período de 2010 a 2015**. 2016. 250 f. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2016.

HOFFMANN, C. A. K. Ciclo de vida das organizações: um estudo de caso em uma empresa do setor metal-mecânico. **Empreendedorismo, Gestão e Negócios**, v. 2, n. 2, p. 90-130, mar., 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo Especial – IPCA-E. 2018. Disponível em:

<<https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/precos-e-custos/9262-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo-especial.html?=&t=downloads>>. Acesso em: 16 out. 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Sistemas de Contas Nacionais Trimestrais – SCNT. 2018. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?edicao=20165&t=resultados>>. Acesso em: 16 out. 2018.

INFOMONEY. **Gol contra: por que investir em uma empresa boa quando seu maior “inimigo” é o controlador?** São Paulo, 2018. Disponível em:

<<https://www.infomoney.com.br/smiles/noticia/7322513/gol-contra-por-que-investir-uma-empresa-boa-quando-seu>>. Acesso em: 01 ago. 2018.

KREUZBERG, F.; CUNHA, P. R. da; POPIK, F. Relação dos dividendos, dívida e conselho de administração com o desempenho: um comparativo entre empresas familiares e não familiares. **Revista Ambiente Contábil**, v. 8, n. 1, p. 34-59, jan./jun., 2016.

LEITE, M.; BAMBINO, A. C.; HEIN, N. Relação entre Política de Dividendos e Desempenho Econômico Financeiro em Empresas Brasileiras E Chilenas. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p. 205-221, jan./abr., 2017.

MARTINS, G. de A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MOUNT, J.; ZINGER, J. T.; FORSYTH, G. R. Organizing for Development in the Small Business. **Long Range Planning**, v. 26, n. 5, p. 111-120, out., 1993.

MÜLLER, A. N.; TELÓ, A. R. Modelos de avaliação de empresas. **Revista da FAE**. v. 6, n. 2, p. 97-112, maio/dez. 2003.

NOSSA, S. N.; NOSSA, V; TEIXEIRA, A. J. C. As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes? In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2007, São Paulo. **Anais...**São Paulo: USP, 2007.

PAMPLONA, E. *et al.* Determinantes do pagamento de dividendos nos períodos de prosperidade e crise econômica em empresas brasileiras. In: XX SEMEAD, 2017, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2017.

PROCIANOY, J. L.; POLI, B. T. C. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista de Administração de Empresas**, v. 33, n. 4, p. 06-15, 1993.

RABELO, G. B. *et al.* A distribuição de dividendos como ferramenta sinalizadora de desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 3, p. 162-182, jul./set., 2017.

REIS, R. T.; CAMPOS; A. L. S.; PASQUINI, E. S. A influência dos determinantes da estrutura de capital conforme o estágio do ciclo de vida das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 127-142, set./dez., 2017.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SCOTT, M.; BRUCE, R. Five Stages of Growth in Small Business. **Long Range Planning**, v. 20, n. 3, p. 45-52, jun., 1987.

SILVA, S. F. da *et al.* Empresas que distribuem dividendos e adotam governança corporativa tem retornos anormais em suas ações? **Revista Ambiente Contábil**, v. 8, n. 2, jul./dez., 2016.

SOUZA, D. H. DE O.; PEIXOTO, F. M.; SANTOS, M. A. DOS. Efeitos da Governança Corporativa na distribuição de dividendos: um estudo em empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 9, n. 1, p; 058-079, jan./abr., 2016.

STEPHEN, A. R. *et al.* **Fundamentos de administração financeira**. Porto Alegre: AMGH, 2013.

TECHNOBLOG. **Uber teve prejuízo de US\$ 4,5 bilhões em 2017**. 2017. Disponível em: <https://tecnoblog.net/234263/uber-prejuizo-2017/>. Acesso em: 25 ago. 2018.

VANCIN, D. F.; PROCIANOY, J. L. Índices contábeis e a decisão do pagamento de dividendos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 13, n. 28, p. 57-80, jan./abr. 2016.