

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
GESTÃO FINANCEIRA E CONTROLADORIA**

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL E DA DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA
FLEXIBILIDADE FINANCEIRA**

DEBORA ROSA RODRIGUES

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

**UBERLÂNDIA
2018**

DEBORA ROSA RODRIGUES

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL E DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA FLEXIBILIDADE FINANCEIRA

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão Organizacional

Linha de Pesquisa: Gestão Financeira e Controladoria

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Coorientador: Prof. Dr. Marcelo Fodra

**UBERLÂNDIA
2018**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

R696d Rodrigues, Debora Rosa, 1990-
2018 Determinantes da estrutura de capital e da distribuição de dividendos
das empresas brasileiras : uma análise sob a ótica da flexibilidade
financeira / Debora Rosa Rodrigues. - 2018.
75 f. : il.

Orientador: Kárem Cristina de Sousa Ribeiro.
Coorientador: Marcelo Fodra
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Programa de Pós-Graduação em Administração.
Disponível em: <http://dx.doi.org/10.14393/ufu.di.2018.526>
Inclui bibliografia.

1. Administração - Teses. 2. Dividendos - Teses. 3. Empresas
brasileiras - Teses. 4. Empresas - Finanças - Teses. I. Ribeiro, Kárem
Cristina de Sousa. II. Fodra, Marcelo. III. Universidade Federal de
Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658

Glória Aparecida – CRB-6/2047

Reitor da Universidade Federal de Uberlândia

Valder Steffen Júnior

Diretora da Faculdade de Gestão e Negócios

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Coordenadora do Programa de Pós-Graduação

Cíntia Rodrigues de Oliveira Medeiros

DEBORA ROSA RODRIGUES

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL E DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA FLEXIBILIDADE FINANCEIRA

Dissertação julgada adequada para obtenção do título de Mestre em Administração, na área de Gestão Organizacional, linha de pesquisa Gestão Financeira e Controladoria e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia – UFU.

Uberlândia, 22 de março de 2018.

Banca Examinadora:

Prof.^a Dr.^a Kárem Cristina de Sousa Ribeiro
Universidade Federal de Uberlândia

Prof.^a Dr.^a Alethéia Ferreira da Cruz
Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Marcelo Fodra
Universidade Federal de Uberlândia

*Com amor aos meus pais, meu namorado,
minha avó materna e meus afilhados.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por ter me permitido realizar este sonho, por ter me amparado e me dado força em todos os momentos difíceis e por ter me colocado em Seu colo quando mais precisei. Devo tudo a ti Pai!

Agradeço minha mãe, meu amor maior e maior porto-seguro, por ter acreditado em mim e ter me dado todo o apoio para que eu pudesse realizar este sonho. Obrigada mãe pelo amor incondicional e pela confiança. Agradeço ao meu pai, que mesmo não entendendo muito as minhas escolhas, nunca me desamparou e me forneceu todo o apoio e carinho para que eu concluisse esta etapa. Queridos pais, vocês são os meus grandes amores e sem vocês nada disso seria possível.

Agradeço imensamente ao meu namorado, meu Bluzinho querido, pela parceria e companheirismo, pois sem seu incentivo, otimismo e alegria de viver, tudo teria sido mais difícil. Obrigada meu amor, por ser esse companheiro de vida incrível e por me inspirar todos os dias.

Agradeço à minha querida amiga de infância e irmã Karla, que me ajudou, me acolheu e me deu alegria nos momentos mais nebulosos. Obrigada minha amiga, por acreditar tanto em mim. Saiba que sua amizade, carinho e apoio foram fundamentais para que eu vencesse esta etapa.

Agradeço a todos os meus familiares, especialmente à minha querida vovó e aos meus sete afilhadinhas amados, por encherem minha vida de docura e alegria.

Agradeço à minha orientadora, Prof.^a Kárem, pela orientação que ultrapassa o nível acadêmico, envolvendo ensinamentos de vida. Saiba que você é fonte de inspiração para mim como profissional e como pessoa. Obrigada querida Professora por todo o apoio, atenção e pelo conhecimento a mim transmitido.

Agradeço ao meu coorientador, Prof. Marcelo, por ter me acompanhado de forma tão minuciosa no decorrer deste desafio, atendendo pontualmente a todos os meus pedidos e dúvidas. Foi um prazer ter você como coorientador e parceiro nesta pesquisa. Obrigada pelo conhecimento a mim transmitido, pelo respeito e competência com que você conduziu esta coorientação.

Agradeço à Prof.^a Alethéia, que desde o início foi nossa parceira nesta empreitada, pela disponibilidade e pelas dicas e sugestões tão preciosas, que fizeram engrandecer este trabalho.

Agradeço a todos os Professores do PPGA FAGEN – Vinícius, Kárem, Valdir, Rodrigo, Fernanda, Stella – pela competência com que ministraram as disciplinas do mestrado, por todo o conhecimento transmitido e pela parceria na elaboração de artigos científicos. Agradeço de modo especial ao Prof. Rodrigo, por ter atendido minhas dúvidas sobre econometria, quando nem era de sua responsabilidade fazê-lo. Também de modo especial agradeço à Prof.^a Fernanda, que se tornou uma grande parceira nas viagens aos Congressos. Agradeço ao Prof. Cristiano Forti, por ter permitido que os alunos do mestrado cursassem sua disciplina sobre Métodos Quantitativos em Finanças.

Agradeço a todos os técnicos administrativos do PPGA, especialmente a Juliana, pela atenção e disponibilidade.

Com grande carinho, agradeço a todos os meus colegas do mestrado – Nadjara, Valter, Vinicius, Kleverson, Dermeval, Juliana e João – pela amizade, parceria e companheirismo. De modo especial agradeço ao Valter e ao Vinicius, que se tornaram grandes parceiros na elaboração dos trabalhos das disciplinas. Também de modo especial, agradeço à Nadjara pela amizade que, com certeza, se estenderá para além do mestrado.

*“O saber a gente aprende com os mestres e os livros.
A sabedoria se aprende é com a vida e com os humildes.”*

Cora Coralina

RESUMO

Dentre outros temas importantes, a flexibilidade financeira tem ganhado atenção da literatura financeira. Argumenta-se que a capacidade da empresa em recorrer prontamente ao mercado de dívida seja o maior subsídio para a obtenção de flexibilidade, fazendo com que a empresa aproveite oportunidades viáveis de investimento e maximize seu valor. Destaca-se, ainda, que poucos estudos empíricos analisaram a influência da flexibilidade nas decisões financeiras, sendo que as pesquisas já existentes demonstraram que a flexibilidade financeira exerce papel relevante na estrutura de capital e na distribuição de dividendos das empresas. Desta forma, o objetivo desta pesquisa consistiu em analisar a influência da flexibilidade financeira, exercida sob a forma de capacidade de endividamento, nas decisões de financiamento e na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Dois estudos independentes foram desenvolvidos, sendo um com foco na estrutura de capital e o outro na distribuição de resultados. Para isso, foram analisadas 614 companhias de capital aberto com dados disponíveis na Economática no período compreendido entre 2011 e 2016. Em termos econôméticos, optou-se pela utilização de regressão multivariada com dados em painel, sendo utilizados modelos com efeitos fixos e aleatórios no primeiro estudo e regressão *Tobit* e *Probit* no segundo estudo. Os resultados indicaram que as empresas reduzem os níveis de endividamento, como forma de assegurar flexibilidade financeira, conforme previsto pela literatura. No primeiro estudo também foi evidenciada uma relação positiva entre tamanho e endividamento e uma relação negativa entre lucratividade e oportunidades de crescimento com os níveis de endividamento, corroborando as previsões literárias. No segundo estudo foi possível constatar que empresas detentoras de capacidade de endividamento distribuem um maior volume de dividendos, conforme previa a hipótese de pesquisa. De forma adicional, os resultados do segundo artigo demonstraram que empresas maiores, mais lucrativas, mais líquidas e com maiores oportunidades de crescimento distribuem mais dividendos, enquanto que empresas mais endividadas, com maior volume de investimentos e com resultados mais voláteis distribuem uma menor proporção de seus resultados, corroborando com a literatura.

Palavras-chave: Flexibilidade financeira. Capacidade de endividamento. Estrutura de capital. Dividendos.

ABSTRACT

Among other important themes, financial flexibility has gained attention from the financial literature. It is discussed that the capacity of the company in appealing promptly to the debt market be the major subsidy to obtain the flexibility, making the company enjoy viable investment opportunities and maximize its value. It should also be pointed out, that few empirical studies have analyzed the influence of flexibility on financial decisions and existing research has shown that financial flexibility plays a significant role in the capital structure and in the distribution of business dividends. Thus, the objective of this research was to analyze the influence on financial flexibility, exercised in the form of debt capacity, in decisions of financing and in the distribution of dividends in the Brazilian companies. Two independent studies were developed, one of them was focused in the capital structure and the other was in the distribution of results. For this purpose, 614 open capital companies were analyzed with data available in Economática in the period between 2011 and 2016. In econometric terms, it was opted for the use of multivariate regression with panel data, being used models with fixed effects and random effects in the first study and regression Tobit and Probit in the second study. The results indicated that the companies reduce the level of indebtedness, as a means of ensuring financial flexibility, as predicted in the literature. In the first study it was also evidenced a positive relation between size and indebtedness and a negative relation between profitability and growth opportunities with the levels of indebtedness, corroborating with the literary predictions. In the second study it was possible to make sure that the companies holding debt capacity distribute a larger volume of dividends, according to the research hypothesis. In an additional way, the results of the second article demonstrated that the major companies, more profitable, more liquid and with greater growth opportunities distribute more dividends, while more indebtedness companies, with greater amount of investment and with more volatile results distribute a smaller portion of their results corroborating with the literature.

Key words: Financial flexibility. Debt capacity .Capital structure. Dividends.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Estrutura da dissertação 18

Quadro 1 - Evidências empíricas da flexibilidade expressa por meio da capacidade de dívida	25
Quadro 2 - Definição das variáveis dependentes do primeiro estudo	28
Quadro 3 - Definição das variáveis independentes do primeiro estudo	31
Quadro 4 - Hipóteses de pesquisa versus resultados obtidos no primeiro estudo	36
Quadro 5 - <i>Proxies</i> alternativas para teste de robustez	37
Quadro 6 - Definição das variáveis dependentes do segundo estudo	56
Quadro 7 - Definição das variáveis independentes do segundo estudo	59
Quadro 8 - Hipóteses de pesquisa versus resultados obtidos no segundo estudo	64

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Definição da amostra do primeiro estudo.....	32
Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis dependentes e independentes de uma amostra de 614 empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016	33
Tabela 3 - Matriz de correlação das variáveis dependentes e independentes	34
Tabela 4 - Regressão em painel para teste da influência da flexibilidade financeira nos níveis de endividamento das empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016	35
Tabela 5 - Regressão em painel para teste de robustez da influência da flexibilidade financeira nos níveis de endividamento das empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016	38
Tabela 6 - Definição da amostra do segundo estudo	60
Tabela 7 - Estatística descritiva das variáveis dependentes e independentes de uma amostra de 614 empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016	61
Tabela 8 - Matriz de correlação das variáveis dependentes e independentes	61
Tabela 9 - Regressão <i>Tobit</i> para teste da influência da flexibilidade financeira na distribuição de dividendos das empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016	62
Tabela 10 - Regressão <i>Probit</i> para teste da influência da flexibilidade financeira na distribuição de dividendos das empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016	66

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO GERAL	14
1.1 Contextualização do tema e problema de pesquisa.....	14
1.2 Objetivos do estudo e hipóteses de pesquisa	15
1.3 Importância do tema e justificativa do estudo	16
1.4 Estrutura do trabalho.....	17
CAPÍTULO 2: DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA FLEXIBILIDADE FINANCEIRA ..	19
2.1 Introdução	19
2.2 Fundamentação teórica	21
2.2.1 <i>Determinantes da estrutura de capital: uma revisão teórica</i>	21
2.2.2 <i>A flexibilidade financeira como determinante da estrutura de capital</i>	24
2.3 Aspectos metodológicos	26
2.3.1 <i>Método econométrico</i>	26
2.3.2 <i>Definição operacional das variáveis e modelo econométrico</i>	27
2.3.3 <i>Definição da amostra</i>	32
2.4 Análise e discussão dos resultados	33
2.4.1 <i>Teste de robustez</i>	37
2.5 Considerações finais	39
REFERÊNCIAS	41
CAPÍTULO 3: O QUE DETERMINA A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO BRASIL? UMA ANÁLISE ENTRE FLEXIBILIDADE FINANCEIRA E POLÍTICA DE DIVIDENDOS ..	47
3.1 Introdução	47
3.2 Fundamentação teórica	49
3.2.1 <i>Determinantes da distribuição de dividendos: uma revisão teórica</i>	49
3.2.2 <i>Dividendos e flexibilidade financeira: qual a relação?</i>	52
3.3 Aspectos metodológicos	54
3.3.1 <i>Método econométrico</i>	54
3.3.2 <i>Definição operacional das variáveis e modelo econométrico</i>	55
3.3.3 <i>Definição da amostra</i>	60
3.4 Análise e discussão dos resultados	60

<i>3.4.1 Teste de robustez</i>	64
3.5 Considerações finais	66
REFERÊNCIAS	68
CAPÍTULO 4: CONCLUSÃO GERAL	73

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO GERAL

1.1 Contextualização do tema e problema de pesquisa

A flexibilidade financeira vem sendo tratada como um fator importante para a tomada de decisão dos gestores empresariais. Cada vez mais acadêmicos argumentam que o desejo das empresas de manter a flexibilidade é um componente importante das políticas financeiras corporativas (DENIS, 2011; RAPP; SCHMID; URBAN, 2014).

Conceitua-se flexibilidade financeira como a capacidade da empresa responder tempestivamente aos possíveis imprevistos em seu fluxo de caixa, bem como aproveitar oportunidades viáveis de investimento, assim que estas surgirem. Empresas detentoras de flexibilidade financeira seriam capazes de maximizar seu valor (BYOUN, 2011; DENIS, 2011; GAMBA; TRIANTIS, 2008).

A flexibilidade financeira é um item desejável, uma vez que os agentes financeiros sugerem que as empresas financeiramente flexíveis têm maior capacidade em superar os efeitos adversos de choques exógenos negativos, do que as empresas não flexíveis (GAMBA; TRIANTIS, 2008).

A literatura tem apontado como principais fontes de flexibilidade financeira: saldos mantidos em caixa, títulos e ativos reais prontamente negociáveis e capacidade de endividamento (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008; DENIS, 2011; LIE, 2005; YUNG; LI; JIAN, 2015). Porém, a capacidade de endividamento é tida como a maior fonte de flexibilidade (AGHA; FAFF, 2014; ARSLAN-AYAYDIN; FLORACKIS; OZKAN, 2014; DEANGELO; DEANGELO, 2007; DENIS, 2011).

Nakamura et al. (2007) ressaltam que a perda da flexibilidade financeira, decorrente de elevado grau de endividamento, vem sendo uma importante questão discutida pela literatura financeira. Empresas detentoras de altos níveis de endividamento perderiam a oportunidade de adquirir novas dívidas, caso precisem de recursos para aproveitar novas oportunidades de investimento que surgem de modo imprevisível. Diante disto, diversas empresas trabalham com menores níveis de endividamento, do que realmente gostariam, para acumular capacidade de dívida, visando fazer frente a eventualidades futuras.

As opções de financiamento corporativo de hoje impactam, de forma potencial, os investimentos em períodos futuros e o reconhecimento desta dependência intertemporal gera novas e importantes implicações para as escolhas de investimento, para a política de gestão de

caixa, para a estrutura de capital e para as políticas de distribuição de dividendos das empresas (DENIS, 2011).

A importância do impacto da flexibilidade financeira nas decisões financeiras fez com que cada vez mais estudos abordassem a flexibilidade financeira dentro da dinâmica da estrutura de capital (CAMPOS; NAKAMURA, 2015; BANCEL; MITTOO, 2011; BYOUN, 2011; CLARK, 2010; DEANGELO; DEANGELO, 2007; DENIS; MCKEON, 2012; HARRIS, 2015) e nas decisões de pagamento de dividendos (ALLI; KHAN; RAMIREZ, 1993; BULAN; SUBRAMANIAN; 2008; DANIEL; DENIS; NAVEN, 2010; DEANGELO; DEANGELO, 2007; LIE, 2005).

Para Byoun (2011), a flexibilidade financeira é capaz de explicar várias lacunas literárias da estrutura de capital empresarial, bem como fornecer implicações importantes para as políticas de dividendos. Porém, na visão de Byoun (2011), Lie (2005), Rapp, Schmid e Urban (2012) e Yung, Li e Jian (2015), a literatura ainda é incipiente ao tratar da flexibilidade financeira como direcionador das decisões financeiras.

Tendo em vista que a discussão sobre o tema ainda está em desenvolvimento, pretende-se com esse estudo contribuir com o avanço da literatura, identificando se a flexibilidade financeira se relaciona com as decisões de financiamento e com a distribuição de resultados das empresas brasileiras. Diante disto, tem-se o problema de pesquisa norteador desta dissertação: A flexibilidade financeira exerce influência sobre as decisões de financiamento e sobre a distribuição de dividendos no Brasil?

Os dados de uma amostra de 614 companhias de capital aberto foram analisados para se responder ao problema de pesquisa. O período de análise compreendeu seis anos (2011 – 2016) e os dados foram coletados na base Económática. Enquanto método econométrico, optou-se pela utilização da regressão multivariada com painel de dados.

1.2 Objetivos do estudo e hipóteses de pesquisa

Tendo em vista que a capacidade de endividamento é tida como a maior fonte para obtenção de flexibilidade, trabalhou-se com uma medida representativa da capacidade de dívida das empresas. O objetivo geral do estudo consistiu em analisar se a flexibilidade financeira, representada sob a forma de capacidade de dívida, exerce influência sobre a estrutura de capital e a distribuição de dividendos no Brasil.

De forma específica, os objetivos do estudo são: (1) Verificar se a capacidade de endividamento exerce influência nas decisões de financiamento das empresas brasileiras; (2) Verificar se a capacidade de endividamento exerce influência sobre a distribuição de dividendos no Brasil; (3) Testar outros determinantes da estrutura de capital e do pagamento de dividendos, considerados relevantes pela literatura.

As hipóteses de pesquisa foram construídas a partir de previsões literárias encontradas sobre o tema. A literatura aponta que o endividamento remove uma porção importante de flexibilidade disponível para a empresa (ARSLAN-AYAYDIN; FLORACKIS; OZKAN, 2014; CLARK, 2010; DEANGELO; DEANGELO, 2007; HARRIS, 2015; MARCHICA; MURA, 2010). Assim, espera-se que a empresa se endivide menos, como forma de manter uma parcela de flexibilidade disponível, surgindo fundamentação para elaboração da primeira hipótese de pesquisa:

H1 – Existe uma relação negativa entre flexibilidade financeira e os índices de endividamento.

Com relação à distribuição de resultados, a literatura tem evidenciado que empresas detentoras de flexibilidade conseguem ter maior autonomia financeira e, assim, distribuir maior proporção de dividendos (ALLI; KHAN; RAMIREZ, 1993; DEANGELO; DEANGELO, 2007; LIE, 2005). Desta forma, a segunda hipótese de pesquisa testada na dissertação é a seguinte:

H2 – Existe uma relação positiva entre flexibilidade financeira e a distribuição de dividendos.

1.3 Importância do tema e justificativa do estudo

Yung, Li e Jian (2015) estudaram a flexibilidade financeira corporativa nos países emergentes e argumentaram sobre a importância de se trabalhar com esse tema em países em desenvolvimento. Segundo os autores, a maior parte dos estudos empíricos existentes sobre a flexibilidade financeira é realizada em empresas de países desenvolvidos, o que desencadeia em uma oportunidade viável de pesquisa. Argumenta-se, ainda, que uma maior compreensão do efeito da flexibilidade financeira no comportamento das empresas nos países emergentes é importante, dada a rápida globalização e a crescente importância de tais países para a economia mundial nos últimos anos.

Para Rapp, Schmid e Urban (2012) a relevância da flexibilidade financeira para as decisões financeiras ainda não foi tratada de forma adequada pela literatura empírica. Segundo os autores, um dos possíveis motivos para a escassez literária do tema, deve-se a possíveis dificuldades empíricas, uma vez que a flexibilidade financeira não é diretamente observável. No entanto, os resultados encontrados por esses autores demonstram que a flexibilidade financeira afeta o comportamento das empresas e impacta em suas decisões financeiras.

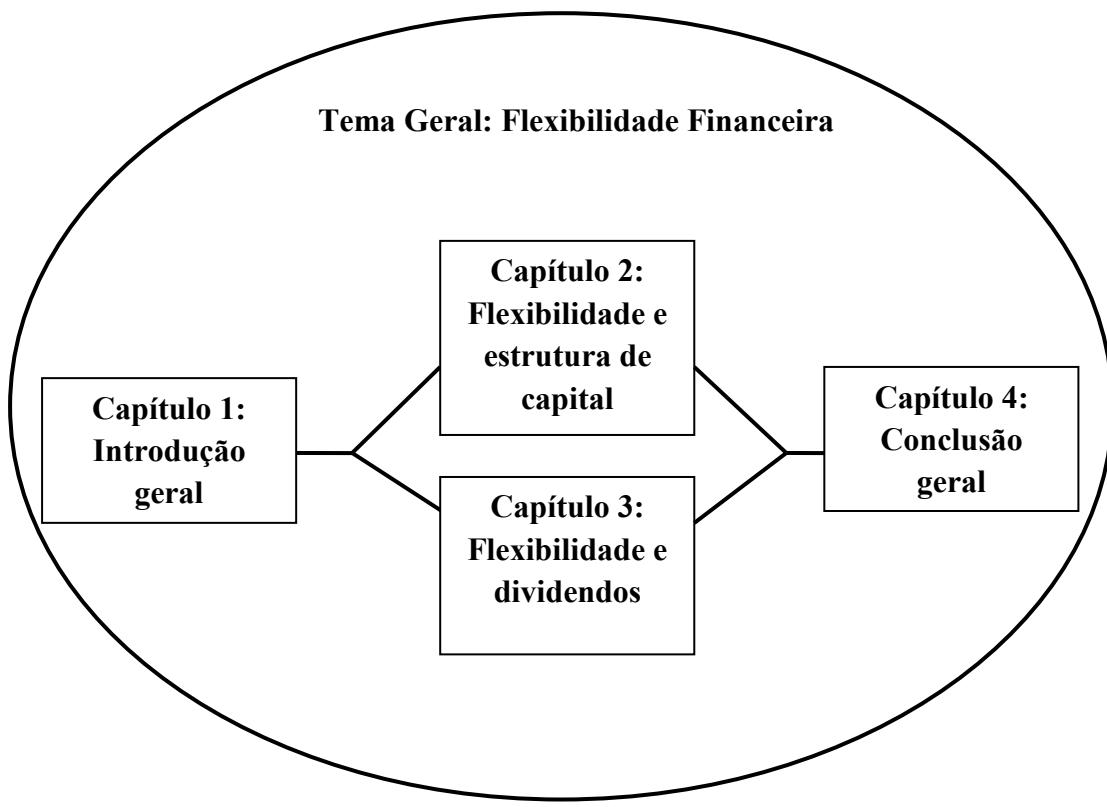
Ademais, as pesquisas em finanças apontam que os resultados não são consensuais e ainda existem lacunas teóricas quando se trata de estrutura de capital (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; DEANGELO; DEANGELO, 2007; MYERS, 1984; NAKAMURA et al., 2007; ROSSI JR.; MAROTTA, 2010; VAN DE VEN, 2016) e também de dividendos (FERREIRA JÚNIOR et al., 2010; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008; MARTINS; FAMÁ, 2012; VANCIN; PROCIANOY, 2016).

Dada a escassez de estudos sobre o tema, pretende-se contribuir com o avanço literário, fornecendo novas evidências empíricas para demonstrar se a flexibilidade impacta as decisões de financiamento e a distribuição de dividendos. Em termos práticos, a realização da pesquisa contribui com o fornecimento de mais comprovações que auxiliam na compreensão das decisões financeiras das empresas e em termos sociais, com o provimento de novos subsídios para a tomada de decisão eficiente dos gestores e investidores.

1.4 Estrutura do trabalho

Esta dissertação está dividida em quatro capítulos. Após este capítulo introdutório, são desenvolvidos dois artigos independentes nos dois próximos capítulos. O capítulo 2 trata da relação entre flexibilidade financeira e estrutura de capital, enquanto que o capítulo 3 versa sobre a relação entre flexibilidade financeira e distribuição de dividendos. O quarto capítulo apresenta as conclusões gerais da pesquisa. A Figura 1 demonstra como a dissertação foi estruturada.

Figura 1 - Estrutura da dissertação



Fonte: Elaborada pela autora.

CAPÍTULO 2: DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA FLEXIBILIDADE FINANCEIRA

2.1 Introdução

A realização de estudos sobre os fatores que determinam a estrutura de capital das empresas vem ganhando cada vez maior notoriedade nos trabalhos acadêmicos (NAKAMURA et al., 2007). A importância atribuída ao tema deve-se ao fato de ser uma vertente importante da disciplina de finanças corporativas, com extenso arcabouço teórico já desenvolvido. Associadas à importância teórica, existem também as implicações práticas, uma vez que a estrutura de capital empresarial trata-se de uma temática relevante para a tomada de decisão e para a continuidade das organizações (FAMÁ; GRAVA, 2000; NAKAMURA et al., 2007).

Desde a proposição de irrelevância da estrutura de capital defendida por Modigliani e Miller (1958), têm surgido correntes teóricas que buscam explicar as decisões de endividamento das empresas (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; MENDES; BASSO; KAYO, 2009). A partir de então, destaca-se o surgimento das seguintes vertentes teóricas: *Trade-Off Theory* (TOT), *Pecking Order Theory* (POT), *Equity Market Timing* e Teoria de Agência.

Apesar da existência de correntes teóricas distintas que buscam explicar a escolha de determinada estrutura de capital, os resultados encontrados são controversos, sugerindo a existência de lacunas teóricas, as quais demandam novas pesquisas (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; DEANGELO; DEANGELO, 2007; MYERS, 1984; NAKAMURA et al., 2007; ROSSI JR.; MAROTTA, 2010; VAN DE Veen, 2016).

Grande parte dos estudos empíricos buscaram analisar e testar as teorias do *Trade-Off* e da *Pecking Order* (DEANGELO; DEANGELO, 2007; NAKAMURA et al., 2007). Porém, DeAngelo e DeAngelo (2007) argumentam que as teorias tradicionais da estrutura de capital (TOT e POT) não explicam as decisões da estrutura de capital do mundo real porque negligenciam o valor marginal da flexibilidade financeira.

Estudos realizados no mercado norte-americano (GRAHAM; HARVEY, 2001), no europeu (BANCEL; MITTOO, 2004; BROUNEN; JONG; KOEDIJK, 2006) e no brasileiro (SANTOS; PIMENTA JR; CICCONI, 2009) apontam que a flexibilidade financeira é um dos

principais fatores observados pelos *Chief Executive Officers* (CEOs) na determinação da estrutura de capital das empresas. Flexibilidade financeira é vista como a capacidade de uma empresa responder de forma oportuna a mudanças inesperadas nos fluxos de caixa, de modo a aproveitar as oportunidades de investimentos e maximizar seu valor (DENIS, 2011).

Uma observação interessante na pesquisa de estrutura de capital é que as empresas, em média, têm menos alavancagem do que as teorias dominantes prevêem. Pesquisadores têm atribuído esse fenômeno à preferência pela flexibilidade financeira, mensurada sob a forma de capacidade de dívida não utilizada (DEANGELO; DEANGELO, 2007; GAMBA; TRIANTIS, 2008; GRAHAM; HARVEY, 2001; MARCHICA; MURA, 2010).

Estudos recentes no cenário internacional têm demonstrado que a flexibilidade financeira, exercida sob a forma de capacidade de endividamento, é um importante determinante das decisões de financiamento (BANCEL; MITTOO, 2011; BYOUN, 2011; CLARK, 2010; DENIS; MCKEON, 2012). A adoção de políticas de alavancagem conservadoras serviriam de subsídio para a continuidade eficaz do empreendimento, auxiliando a empresa no aproveitamento de oportunidades viáveis de investimento (ARSLAN-AYAYDIN; FLORACKIS; OZKAN, 2014; MARCHICA; MURA, 2010).

A partir do exposto, pretende-se avaliar se a flexibilidade financeira, exercida sob a forma de capacidade de dívida, exerce um papel influenciador sobre as decisões de financiamento das empresas brasileiras. Visando inserir mais um fator explicativo para a determinação da estrutura de capital, a flexibilidade financeira foi estudada juntamente com outros determinantes levantados como relevantes para a literatura.

A heterogeneidade dos resultados alcançados nos estudos brasileiros que avaliaram os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007), somada à escassez de estudos que abordaram a flexibilidade financeira como determinante da estrutura de capital das empresas (BYOUN, 2011) são fatores que justificam a realização deste estudo.

Bancel e Mittoo (2011) identificaram que a flexibilidade financeira é parte estratégica dos negócios das empresas francesas e é importante para as decisões de estrutura de capital. Pretende-se, com esta pesquisa, evidenciar se a flexibilidade financeira também é tida como um fator relevante das decisões de financiamento das empresas brasileiras.

A necessidade de expansão de estudos em mercados emergentes, devido ao importante papel assumido na economia mundial e às características legais, culturais e institucionais

próprias (SILVA et al., 2016; VO, 2017) são fatores que contribuem para a realização do estudo no cenário brasileiro. Yung, Li e Jian (2015) reforçam que a pesquisa empírica sobre flexibilidade financeira corporativa é escassa nas economias emergentes.

Este capítulo está estruturado em quatro seções, além desta introdução. Na segunda seção é apresentada a revisão teórica e na terceira seção os aspectos metodológicos do estudo. A quarta seção contempla a apresentação e discussão dos resultados da pesquisa e na última seção estão expostas as considerações finais do trabalho.

2.2 Fundamentação teórica

2.2.1 Determinantes da estrutura de capital: uma revisão teórica

A estrutura de capital de uma empresa revela como as fontes de capital estão distribuídas e essencialmente a estratégia de financiamento corporativo. A relevância dos estudos sobre o que determina a estrutura de capital das empresas remonta, pelo menos, a Berle e Means (1932), quando da separação da propriedade e controle dentro das firmas. Desde então, a literatura de finanças tem se empenhado para evidenciar quais são os fatores que determinam como a estrutura de capital é construída pelas empresas.

Desde que a perspectiva de irrelevância da estrutura de capital foi lançada por Modigliani e Miller (1958), diversos estudos foram realizados com a inserção de variáveis não antes consideradas no mercado perfeito estudado pelos autores. O estudo sobre os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas foram ganhando notoriedade com o passar dos anos, permitindo que as teorias desenvolvidas fossem validadas empiricamente e que os administradores obtivessem indicações práticas para a modelagem de uma política de financiamento (NAKAMURA et al., 2007). Fatores específicos às características das firmas, como tamanho, tangibilidade dos ativos, lucratividade, risco, oportunidades de crescimento, entre outros, foram demonstrando relação importante com os níveis de endividamento das empresas.

Rajan e Zingales (1995) investigaram os determinantes da escolha da estrutura de capital, analisando as decisões de financiamento de corporações não financeiras pertencentes às sete maiores economias mundiais (Grupo G7) no período compreendido entre 1987 e 1991. A amostra final estudada pelos autores correspondia entre 30 e 70% das empresas de cada

país. Os resultados das regressões multivariadas evidenciaram que os índices de endividamento dependem de quatro variáveis principais: tamanho, tangibilidade dos ativos, lucratividade e índice valor de mercado-valor contábil. Os resultados encontrados no trabalho são coerentes com as duas principais teorias de estrutura de capital (TOT e POT).

Com relação à variável tamanho, Rajan e Zingales (1995) identificaram uma relação positiva com os índices de endividamento. A relação positiva entre tamanho e endividamento é coerente com a TOT, uma vez que espera-se que empresas maiores sejam menos expostas a tensões financeiras e, por este motivo, passem a se endividar mais (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008). Empresas maiores são mais diversificadas e possuem menor risco de falência, sendo que estas características propiciariam um endividamento maior (RAJAN; ZINGALES, 1995; TITMAN; WESSELS, 1988).

A relação positiva entre tamanho e endividamento é decorrente de empresas maiores apresentarem maior acessibilidade aos recursos financeiros, aliado à maior diversificação dos negócios, resultando em menor probabilidade de dificuldades financeiras e desencadeando menores custos de endividamento (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013; PEROBELL; FAMÁ, 2003).

Os estudos sobre determinantes da estrutura de capital sugerem haver uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e os níveis de endividamento. A relação positiva observada entre a estrutura dos ativos e o endividamento ocorre em função de os ativos tangíveis servirem como garantia contratual, o que reduziria o custo da dívida e, consequentemente, aumentaria a capacidade de endividamento (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; RAJAN; ZINGALES, 1995). Os ativos tangíveis são mais facilmente avaliados pelo mercado e mais propensos a comercialização, o que contribui para a relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento (PEROBELLI; FAMÁ, 2003).

Com relação à variável de lucratividade, Rajan e Zingales (1995) identificaram uma relação negativa com os níveis de endividamento, sendo este resultado coerente com a POT. Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) argumentam que empresas mais lucrativas recorrerão, prioritariamente, aos fundos internos para depois utilizarem o endividamento como fonte de recursos. A relação negativa entre lucratividade e endividamento também já foi encontrada em estudos realizados no cenário brasileiro (BARROS; SILVEIRA, 2008; BASTOS; NAKAMURA, 2009; BASTOS; NAKAMURA; BASSO, 2009; BRITO; LIMA, 2005; CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013; DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2008; FORTE,

2007; NAKAMURA et al., 2007; PEROBELLi; FAMÁ, 2002; SILVA; BRITO, 2005). Mendes, Basso e Kayo (2009), inclusive, defendem que a POT é, aparentemente, uma das teorias que melhor explicam a estrutura de capital no cenário brasileiro.

Rajan e Zingales (1995) utilizaram o indicador valor de mercado-valor contábil como uma medida de oportunidades de crescimento e identificaram uma relação negativa entre tal indicador e os índices de endividamento. Os autores atribuem tal resultado ao fato de empresas em crescimento terem custos de tensões financeiras mais elevados e, portanto, recorrerem menos ao endividamento. Brito, Corrar e Batistella (2007) complementam ao mencionar que empresas com índices elevados de crescimento possuem maiores custos de falência, pois grande parte do seu valor está atrelado à expectativas futuras de resultado, o que resultaria em uma capacidade menor de endividamento.

O risco também vem sendo tratado como um fator determinante da estrutura de capital das empresas, sugerindo-se que as dívidas seja função decrescente da volatilidade dos ganhos (TITMAN; WESSELS, 1988). Espera-se que empresas que apresentam maior volatilidade em seus resultados sejam mais propensas a apresentar dificuldades financeiras, ocasionando maior custo de endividamento e originando uma relação negativa entre risco e endividamento (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; PEROBELLi; FAMÁ, 2003).

As deduções fiscais não provenientes do endividamento (a depreciação, por exemplo) podem ser negativamente correlacionadas com as dívidas, uma vez que são substitutos dos benefícios fiscais do endividamento e competem pela mesma base de tributação (PEROBELLi; FAMÁ, 2002, 2003; TITMAN; WESSELS, 1988; VALLE, 2008). Assim, as deduções fiscais que não advém da dívida desmotivariam as empresas a aumentarem o endividamento, caso o objetivo da empresa se restringisse a reduzir o lucro tributável (PEROBELLi; FAMÁ, 2003).

Pereira, Rebelo e Coelho (2004) argumentam que se espera uma relação negativa entre níveis de liquidez e índices de endividamento, conforme prevê a POT. Denis (2011) defende que para as empresas com financiamento externo mais oneroso, é mais provável que o investimento seja limitado pela magnitude dos fluxos de caixa do período corrente. Desta forma, na presença de fricções de financiamento, as disponibilidades monetárias devem ser mais valiosas para as empresas que enfrentam custos mais elevados de financiamento externo, particularmente se estas tiverem oportunidades de crescimento mais valiosas. Intuitivamente, os saldos de caixa mais elevados permitem, potencialmente, que essas firmas ganhem

flexibilidade financeira para realizar projetos com valor presente positivo e que, de outra forma, não seriam realizados.

2.2.2 A flexibilidade financeira como determinante da estrutura de capital

Apesar do conceito de flexibilidade não ser novo, até recentemente o mesmo não era inserido como determinante das políticas financeiras corporativas (DENIS, 2011). Byoun (2011) define flexibilidade financeira como a capacidade da empresa em mobilizar os seus recursos financeiros em tempo hábil para tomar medidas preventivas em resposta a contingências futuras, de modo a maximizar o valor da empresa.

Gamba e Triantis (2008) conceituam a flexibilidade financeira como a habilidade de a empresa acessar e reestruturar suas fontes de financiamento a um baixo custo. Empresas financeiramente flexíveis são capazes de evitar dificuldades financeiras diante de choques negativos e de financiar prontamente o investimento, quando surgirem oportunidades lucrativas.

De acordo com Denis (2011), no mercado perfeito de Modigliani e Miller (1958), a obtenção de flexibilidade financeira não seria um problema, pois as empresas apresentariam total flexibilidade, na medida em que poderiam ajustar, sem custos, sua estrutura financeira para atender a necessidades inesperadas. Porém, na existência de fricções financeiras é importante que a empresa opte por políticas financeiras que permitam a preservação de flexibilidade financeira.

DeAngelo e DeAngelo (2007) argumentam que os custos de agência e impostos corporativos tornam os fundos internos demasiadamente onerosos. Assim, os gestores não podem confiar apenas nos saldos de caixa para financiar novas oportunidades de investimento e trabalhar com ganhos imprevisíveis, mas devem também cultivar o acesso ao mercado de capitais externo. Desta forma, a flexibilidade é expressa, principalmente, na capacidade que a empresa possui de recorrer prontamente ao financiamento externo.

Para Agha e Faff (2014), a literatura ainda carece de uma definição ou medida universalmente aceita, porém a flexibilidade financeira normalmente se refere à capacidade de endividamento da firma. Denis (2011) demonstra que o tema flexibilidade financeira vem sendo abordado juntamente com políticas de financiamento e que as linhas de crédito vêm sendo apontadas como determinantes da obtenção de flexibilidade financeira. A capacidade

de endividamento se mostra relevante à medida que possibilita o aproveitamento de oportunidades lucrativas de investimento no futuro.

A importância da flexibilidade financeira, expressa pela capacidade de endividamento, já foi evidenciada em alguns estudos, conforme apresenta o Quadro 1.

Quadro 1 – Evidências empíricas da flexibilidade expressa por meio da capacidade de dívida

Autores	Evidências Empíricas
Clark (2010)	A flexibilidade financeira é um determinante das decisões de estrutura de capital e são consistentes com uma versão modificada do <i>trade-off</i> , em que a emissão de dívida comporta um custo <i>ex ante</i> de não poder emitir dívida <i>ex post</i> .
Daniel, Denis e Naveen (2010)	As empresas que enfrentam uma crise de liquidez financiam apenas uma porção modesta do <i>déficit</i> por retirada de reservas de caixa, mas acessam o mercado de capitais externo de forma predominante, se possuem capacidade de dívida.
Marchica e Mura (2010)	Uma política de alavancagem conservadora auxilia na manutenção de flexibilidade financeira e pode aumentar a capacidade de investimento.
Bancel e Mittoo (2011)	A flexibilidade financeira é importante para as decisões de estrutura de capital, sendo identificado que as empresas que apresentam menores níveis de alavancagem sofrem menos com os períodos de crises econômicas.
Byoun (2011)	Índices moderados de alavancagem são utilizados por pequenas empresas em desenvolvimento e por grandes firmas maduras, para preservação de flexibilidade financeira.
Denis e McKeon (2012)	As empresas aumentam, intencionalmente, os níveis de alavancagem, como resposta às necessidades operacionais. A flexibilidade financeira, sob a forma de capacidade de dívida não utilizada, desempenha um papel importante nas escolhas de estrutura de capital.
Rapp, Schmid e Urban (2014)	As empresas para as quais os acionistas consideram a flexibilidade financeira mais valiosa apresentam índices de alavancagem mais baixos.
Arslan-Ayaydin, Florackis e Ozkan (2014)	As empresas podem alcançar flexibilidade financeira por meio, principalmente, de políticas de alavancagem conservadoras.

Fonte: Elaborado pela autora.

DeAngelo e DeAngelo (2007) desenvolveram uma pesquisa descritiva demonstrando o motivo pelo qual as teorias tradicionais de estrutura de capital (TOT e POT) não conseguem explicar totalmente as decisões de estrutura de capital das empresas. A crítica de DeAngelo e DeAngelo (2007) à POT é embasada no fato da emissão de ações não ser sempre vista como a última fonte de recurso de financiamento. As empresas com ampla capacidade de dívida não utilizada às vezes emitem ações com o objetivo de preservar a opção de contrair empréstimos no futuro. Com relação à TOT, os autores argumentam que as empresas não recorrem ao endividamento necessário para aproveitar os benefícios fiscais decorrentes da dívida, uma vez que se preocupam com a manutenção da capacidade de endividamento. A importância da

preservação da capacidade de endividamento respalda-se na tentativa de aproveitamento de futuras oportunidades viáveis de investimento.

Tendo em vista que as dívidas atuam como redutoras da porção de flexibilidade disponível (HARRIS, 2015), espera-se que exista uma relação negativa entre os níveis de endividamento e a flexibilidade financeira, de forma que quando a empresa aumenta os níveis de endividamento, ela esteja reduzindo uma parcela de flexibilidade acessível.

2.3 Aspectos metodológicos

2.3.1 Método econométrico

Com intuito de avaliar se a flexibilidade financeira, representada sob a forma de capacidade de endividamento, exerce um papel influenciador sobre as decisões de financiamento das empresas brasileiras, esta pesquisa utilizou de uma abordagem quantitativa e descritiva.

A literatura tem apontado que o endividamento remove parte da flexibilidade financeira disponível para a empresa (ARSLAN-AYAYDIN; FLORACKIS; OZKAN, 2014; BYOUN, 2011; HARRIS, 2015; MARCHICA; MURA, 2010). Desta forma, a hipótese a ser testada neste estudo é de que haveria uma relação negativa entre a flexibilidade financeira e os índices de endividamento.

Optou-se pela utilização de regressão múltipla com dados em painel. A regressão com dados em painel permite a combinação de dados de corte transversal com séries temporais. A utilização de dados em painel permite ao pesquisador analisar a relação entre uma variável de desempenho e diversas outras variáveis preditivas, permitindo-se fazer inferências sobre eventuais diferenças individuais e a evolução do objeto de estudo ao longo do tempo (FÁVERO, 2013).

Para Bastos e Nakamura (2009), a metodologia de dados em painel apresenta as seguintes vantagens: considera as diferenças individuais específicas, propicia um menor nível de multicolinearidade e permite o estudo da dinâmica de mudança e a análise de modelos de comportamento complexos. Além disso, os autores defendem que a técnica de dados em painel vem sendo cada vez mais empregada em estudos sobre estrutura de capital.

Regressão com dados em painel foi o método utilizado em estudos sobre determinantes da estrutura de capital realizados no cenário internacional (ACARAVCI; 2015; COLOMBO, 2001; GAUD et al., 2005; MIGUEL; PINDADO, 2001; OZKAN, 2001) e no cenário nacional (BASTOS; NAKAMURA, 2009; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; NAKAMURA et al., 2007).

Fávero (2013) expõe que, apesar da existência de diversos modelos distintos para dados em painel, a diferença básica consiste na estimação com efeitos fixos ou efeitos aleatórios. Existe, ainda, a possibilidade de painéis *pooled*, porém esta alternativa foi rejeitada pelos testes de Breusch-Pagan e Chow. Neste estudo foram utilizados os modelos de efeito fixo e efeito aleatório, a depender do resultado obtido pelo Teste de Hausman.

2.3.2 Definição operacional das variáveis e modelo econométrico

Optou-se pela utilização de duas variáveis dependentes para análise. Fama e French (2002) destacam a importância de se trabalhar com níveis de endividamento a valor contábil e a valor de mercado, uma vez que as previsões das teorias de estrutura de capital podem estar relacionadas com os dois tipos de medida. Barros e Silveira (2008) partilham da mesma visão ao mencionar que as teorias não fornecem orientação precisa sobre as medidas de alavancagem a serem utilizadas nos estudos empíricos, sendo mais apropriado considerar medidas contábeis em algumas situações e de mercado em outras. Nakamura et al. (2007) complementam ao descreverem que, apesar de mais correto, normalmente os estudos empíricos realizados no Brasil não consideram os dados baseados em valores de mercado do ativo e do patrimônio líquido. Desta forma, para verificar a consistência dos resultados é necessária a utilização de medidas de mercado e contábil.

O endividamento a valor contábil foi obtido mediante a divisão entre o passivo total e o ativo total a valor contábil, enquanto que o endividamento a valor de mercado é o quociente do passivo total e do ativo total a valor de mercado. A utilização das duas medidas de endividamento vem sendo largamente utilizadas pela literatura. O Quadro 2 apresenta a definição das variáveis dependentes, demonstrando, inclusive, exemplos de estudos que utilizaram as mesmas medidas.

Quadro 2 - Definição das variáveis dependentes do primeiro estudo

Variável	Descrição	Cálculo ^a	Autores ^b	Fonte
END_CONT _{it}	Endividamento a valor contábil	Dívida / Ativo Total (Contábil)	(1), (2), (3), (4), (5), (6), (7), (8), (9)	Económica
END_MERC _{it}	Endividamento a valor de mercado	Dívida / Ativo Total (Mercado)	(1), (2), (4), (6), (7), (8), (9)	Económica

(a): Dívida = Passivo Circulante + Passivo Não Circulante; **(b) Legenda para autores que também utilizaram a medida:** (1) Nakamura et al. (2007); (2) Bastos, Nakamura e Basso (2009); (3) Brito, Corrar e Batistella (2007); (4) Bastos e Nakamura (2009); (5) Correa, Basso e Nakamura (2013); (6) Forte (2007); (7) Fama e French (2002); (8) Harris (2015); (9) Brito e Lima (2005).

Fonte: Elaborado pela autora.

A seleção das variáveis independentes foi feita em consonância com estudos que também analisaram os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas. A variável de interesse foi operacionalizada como uma medida representativa da capacidade de endividamento das empresas, uma vez que tal capacidade vem sendo apontada como a fonte de maior relevância na mensuração da flexibilidade financeira (CAMPOS; NAKAMURA, 2015; DEANGELO; DEANGELO, 2007; DENIS; MCKEON, 2012; HARRIS, 2015; YUNG; LI; JIAN; 2015).

Ghosh e Jain (2000) defendem que a capacidade de dívida ideal de uma empresa não é observável, e por este motivo torna-se viável a utilização da alavancagem de empresas de indústrias similares. Os autores argumentam que a média ou a mediana da indústria podem ser usadas como referência para apuração da capacidade de dívida adicional, uma vez que empresas de indústrias semelhantes tendem a convergir para um equilíbrio de alavancagem de longo prazo.

Campos e Nakamura (2015) utilizaram o endividamento mediano do setor como referência para apurar o nível de flexibilidade financeira. Segundo os autores, o endividamento setorial é relevante para a determinação da estrutura de capital das empresas, uma vez que elas irão demandar volumes semelhantes de capital, devido às características similares que possuem. Além disso, os gestores podem utilizar o setor como *benchmarking* para fazer ajustes na estrutura de capital das empresas. Todos esses argumentos tornam o endividamento setorial mediano viável para a mensuração da flexibilidade financeira.

Em seu estudo, Harris (2015) denominou de empresas “high leverage” aquelas carentes de capacidade de dívida adicional. Para apurar as empresas carentes de capacidade de endividamento, o autor selecionou aquelas que apresentassem níveis de endividamento acima

da mediana do setor e utilizou uma *dummy* para representá-las. Neste trabalho optou-se por se utilizar a mesma dinâmica, sendo calculada a mediana de endividamento de cada setor e então apurada a diferença entre a mediana e o nível de endividamento das empresas. A classificação setorial foi feita em consonância com a divisão apontada pela base de dados Económática. Empresas com capacidade de dívida adicional são aquelas que obtiveram nível de endividamento menor que o da mediana do setor ao qual faz parte. Utilizou-se uma *dummy*, que assumia o valor 1 quando a empresa apresentasse capacidade de endividamento e 0 em caso contrário.

As descrições a seguir são pertinentes a cada uma das demais variáveis independentes utilizadas no modelo econométrico, contemplando características ao nível da firma que a literatura aponta como importantes determinantes da estrutura de capital empresarial.

- Liquidez: Espera-se que empresas que possuam maiores níveis de liquidez, recorram menos ao endividamento. A medida de liquidez utilizada é obtida mediante a razão entre o disponível e o ativo circulante da empresa, conforme Pereira, Rebelo e Coelho (2004) e Prado e Silva (2009). A relação negativa é esperada, uma vez que a empresa tendo posse de recursos líquidos, não necessitaria recorrer ao endividamento para financiar suas atividades.
- Tamanho: A literatura aponta que empresas maiores recorrem mais ao endividamento. A medida utilizada para mensuração do tamanho é a mesma aplicada por Nakamura et al. (2007), Albanez (2012), Bastos, Nakamura e Basso (2009), Bastos e Nakamura (2009) e Barros e Silveira (2008), sendo operacionalizada como o logaritmo natural da receita operacional líquida. A relação positiva entre tamanho e endividamento pode ser proveniente de fatores inerentes às empresas maiores, como maior diversificação dos negócios, menor risco e menores custos de endividamento.
- Tangibilidade: Espera-se que empresas detentoras de maior volume de ativos tangíveis tenham melhores condições de recorrer ao endividamento. A *proxy* utilizada no estudo capta o percentual do ativo imobilizado em relação ao ativo total da companhia, conforme Albanez (2012), Albanez e Valle (2009) e Rajan e Zingales (1995). A relação positiva esperada entre a tangibilidade dos ativos e os níveis de endividamento é decorrente da maior possibilidade de oferecimento de ativos como garantias, o que acarretaria em menores custos da dívida.
- Lucratividade: Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) foram os responsáveis pela propagação da teoria *pecking order*, descrevendo que as empresas recorrerão de forma

prioritária aos recursos internos, para depois buscar fontes externas de recursos. Foi usado um índice de rentabilidade obtido mediante a razão entre o *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBTIDA) e o ativo total, sendo igualmente utilizado por Nakamura et al. (2007), Albanez (2012), Barros e Silveira (2008), Brito e Lima (2005) e Rajan e Zingales (1995). Espera-se que as empresas detentoras de maiores índices de rentabilidade, recorram menos ao endividamento, o que desencadearia uma relação negativa entre lucratividade e endividamento.

- Oportunidades de crescimento: Fatores como a incerteza quanto às expectativas de resultados e maiores custos de tensões financeiras das empresas em crescimento são alguns dos responsáveis pela menor capacidade de endividamento de tais empresas. Neste estudo, optou-se pela utilização de uma *proxy* representativa da taxa de crescimento das vendas das companhias, conforme também adotado por Bastos, Nakamura e Basso (2009) e Bastos e Nakamura (2009). Desta forma, espera-se haver uma relação negativa entre níveis de dívida e oportunidades de crescimento.
- Risco: A literatura aponta que empresas com maior volatilidade nos ganhos tenham piores condições em recorrer ao mercado de dívida. Para mensurar o risco das instituições estudadas, empregou-se a mesma medida utilizada por Correa, Basso e Nakamura (2013), apurando-se a diferença entre o índice de lucratividade anual (Lucro Operacional/Ativo) e o índice de lucratividade médio de todo o período de análise. A grande imprevisibilidade de resultados acarretaria em maiores custos de dívida, o que desencadearia em menor capacidade de endividamento e, portanto, haveria uma relação negativa entre risco e endividamento.
- Benefício fiscal não proveniente da dívida: Espera-se uma relação negativa entre as deduções fiscais não provenientes da dívida e o endividamento. A medida utilizada no estudo é a mesma adotada por Titman e Wessels (1988) e Perobelli e Famá (2002; 2003), apurada pela proporção da depreciação e amortização sobre o ativo total da companhia. Benefícios fiscais derivados da depreciação e/ou amortização competiriam pela mesma base de tributação que as despesas financeiras provenientes da dívida, o que desmotivaria a empresa a recorrer ao endividamento, caso o objetivo se trate da redução do lucro tributável.
- Setor e Ano: As variáveis de setor e ano foram utilizadas, conforme também realizado em Procianoy e Schnorrenberger (2004), Barros e Silveira (2008) e Silva e Valle (2008). As *dummies* de ano foram inseridas ao modelo para isolar possíveis choques

macroeconômicos que impactaram nos níveis de endividamento das empresas dentro do lapso temporal analisado. As *dummies* setoriais foram utilizadas para isolar idiossincrasias dos diferentes setores e que não estão refletidas nos demais regressores (BARROS; SILVEIRA, 2008).

O Quadro 3 resume as informações pertinentes as variáveis independentes do estudo.

Quadro 3 – Definição das variáveis independentes do primeiro estudo

Variável	Descrição	Cálculo ^{a;b}	Relação Esperada	Autores ^c
CEND _{it}	Flexibilidade Financeira	Variável <i>dummy</i> , que assume valor 1 se a empresa apresenta capacidade de endividamento e 0 em caso contrário.	(-)	(7)
LIQ _{it}	Liquidez	Disponível / Ativo Circulante	(-)	(16), (17)
TAM _{it}	Tamanho	Logaritmo Natural da Receita Operacional Líquida	(+)	(1), (2), (3), (4), (6)
TANG _{it}	Tangibilidade dos Ativos	Ativo Imobilizado / Ativo Total	(+)	(2), (5), (10)
LUCR _{it}	Lucratividade	EBITDA / Ativo Total	(-)	(1), (2), (6), (8), (10)
CRESC _{it}	Oportunidades de Crescimento	(Vendas líquidas no período 1 – Vendas líquidas no período 0) / Vendas líquidas no período 0	(-)	(3), (4)
RISC _{it}	Risco	((EBIT/Ativo) – Média (EBIT /Ativo)) ²	(-)	(12)
FISC _{it}	Benefício Fiscal não proveniente da dívida	(Depreciação + Amortização) /Ativo Total	(-)	(9), (11), (13)
SETOR	Setor	<i>Dummies</i> de controle	(6), (14), (15)	
ANO	Ano			

(a): EBIT: *Earning Before Interestand Taxes* / Lucro Operacional; **(b):** Todos os dados foram obtidos pela base Económica; **(c) Legenda para autores que também utilizaram a medida:** (1) Nakamura et al. (2007); (2) Albanez (2012); (3) Bastos, Nakamura e Basso (2009); (4) Bastos e Nakamura (2009); (5) Albanez e Valle (2009); (6) Barros e Silveira (2008); (7) Harris (2015); (8) Brito e Lima (2005); (9) Perobelli e Famá (2002); (10) Rajan e Zingales (1995); (11) Titman e Wessels (1988); (12) Correa, Basso e Nakamura (2013); (13) Perobelli e Famá (2003); (14) Procianoy e Schnorrenberger (2004); (15) Silva e Valle (2008); (16) Pereira, Rebelo e Coelho (2004); (17) Prado e Silva (2009).

Fonte: Elaborado pela autora.

Os modelos representativos do problema de pesquisa são baseados em duas regressões, demonstradas nas Equações (1) e (2).

$$\text{END_CONT}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEND}_{it} + \beta_2 \text{LIQ}_{it} + \beta_3 \text{TAM}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{LUCR}_{it} + \beta_6 \text{CRESC}_{it} + \beta_7 \text{RISC}_{it} + \beta_8 \text{FISC}_{it} + \sum * \text{SETOR}_j + \sum * \text{ANO}_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{END_MERC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEND}_{it} + \beta_2 \text{LIQ}_{it} + \beta_3 \text{TAM}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{LUCR}_{it} + \beta_6 \text{CRESC}_{it} + \beta_7 \text{RISC}_{it} + \beta_8 \text{FISC}_{it} + \sum * \text{SETOR}_j + \sum * \text{ANO}_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

2.3.3 Definição da amostra

A amostra da pesquisa é composta por todas as empresas (ativas e canceladas) pertencentes à base de dados Economatica, no período de 2011 a 2016. As empresas canceladas foram incluídas como forma de mitigar o viés de sobrevivência e tal procedimento também foi adotado por Martins et al. (2013) e Teixeira, Nossa e Funchal (2011).

As empresas do setor financeiro foram excluídas da amostra, devido às características contábeis e setoriais específicas de tal segmento, conforme realizado em Albanez e Valle (2009), Bastos e Nakamura (2009), Correa, Basso e Nakamura (2013), Harris (2015), Mendes, Basso e Kayo (2009), Nakamura et al. (2007), Rajan e Zingales (1995), dentre outros. Conforme também realizado em Bastos e Nakamura (2009) e Pereira (2013), optou-se por excluir as empresas que apresentassem patrimônio líquido negativo durante o período de análise. A Tabela 1 demonstra os critérios de seleção da amostra.

Tabela 1 - Definição da amostra do primeiro estudo

Classificação	Quantidade de Empresas
Empresas Ativas	581
(+) Empresas Canceladas	305
(-) Empresas setores: finanças e seguros / fundos	153
(-) Empresas com Patrimônio Líquido negativo	119
(=) Amostra Final	614

Fonte: Elaborada pela autora.

Das 614 empresas estudadas, 381 eram ativas e 233 eram canceladas. Como forma de atribuir maior robustez aos resultados, optou-se por se fazer uma análise adicional somente com as empresas ativas.

2.4 Análise e discussão dos resultados

As estatísticas descritivas das variáveis do estudo são visualizadas na Tabela 2.

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis dependentes e independentes de uma amostra de 614 empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
END_CONT	2.405	0.5367	0.2388	0.0000	0.9999
END_MERC	1.293	0.4858	0.2394	0.0023	0.9945
LIQ	2.405	0.4082	0.2739	0.0000	1.0000
TAM	2.403	20.026	2.4818	14.815	22.828
TANG	2.405	0.2147	0.2532	0.0000	0.8466
LUCR	2.262	0.0931	0.0917	-0.1050	0.2885
CRESC	2.326	0.0147	0.1660	-0.3083	0.3632
RISC	2.004	0.0016	0.0021	0.0000	0.0059
FISC	2.263	0.0277	0.0223	0.0000	0.0827

Nota: END_CONT - Endividamento a valor contábil; END_MERC - Endividamento a valor de mercado; LIQ - Liquidez; TAM - Tamanho; TANG - Tangibilidade; LUCR - Lucratividade; CRESC – Oportunidades de crescimento; RISC – Risco; FISC – Benefício fiscal.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Conforme observado na Tabela 2, é possível verificar que a média do endividamento corresponde a aproximadamente 53,67% do ativo a valor contábil e 48,58% do ativo a valor de mercado. As médias de endividamento são semelhantes às encontradas em estudos realizados no Brasil por Bastos, Nakamura e Basso (2009), Brito, Corrar e Batistella (2007), Bastos e Nakamura (2009) e Forte (2007).

A Tabela 3 demonstra a matriz de correlação das variáveis do estudo. É possível verificar uma associação negativa entre a variável de capacidade de endividamento e os índices de endividamento. Nota-se, ainda, que as outras *proxies* representativas de outros determinantes da estrutura de capital apresentaram, em sua maioria, a correlação esperada e coerente com a fundamentação teórica.

Gujarati (2011) elenca as hipóteses simplificadoras de um modelo de regressão linear clássico. O autor afirma que é necessária a ausência de heterocedasticidade, autocorrelação e multicolinearidade para a qualidade das estatísticas e validação dos resultados de uma regressão. O teste *Variance Inflation Factor* (VIF) foi realizado para detectar possíveis problemas com multicolinearidade, não sendo constatado o problema em nenhum dos modelos de regressão. As regressões foram rodadas utilizando padrão *robust* (erros padrão robustos) para correção de autocorrelação e heterocedasticidade.

Tabela 3 – Matriz de correlação das variáveis dependentes e independentes

Variáveis	ENDC	ENDM	LIQ	CEND	TAM	TANG	LUCR	CRESC	RISC	FISC
ENDC	1.00									
ENDM	0.67	1.00								
LIQ	-0.25	-0.32	1.00							
CEND	-0.36	-0.23	0.10	1.00						
TAM	0.49	0.16	-0.31	-0.58	1.00					
TANG	0.09	0.10	-0.11	-0.09	0.14	1.00				
LUCR	0.21	-0.47	-0.07	-0.10	0.37	0.06	1.00			
CRESC	0.06	-0.19	0.04	-0.09	0.12	0.07	0.18	1.00		
RISC	-0.18	0.003	0.05	0.20	-0.27	-0.11	-0.15	-0.09	1.00	
FISC	0.29	-0.003	-0.12	-0.18	0.40	0.32	0.46	0.01	-0.07	1.00

Nota: ENDC - Endividamento a valor contábil; ENDM - Endividamento a valor de mercado; LIQ - Liquidez; CEND – Capacidade de endividamento; TAM – Tamanho; TANG - Tangibilidade; LUCR - Lucratividade; CRESC – Oportunidades de crescimento; RISC – Risco; FISC – Benefício fiscal.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Na Tabela 4 estão os resultados das regressões em painel para os dois modelos do estudo, considerando o endividamento a valor contábil e o endividamento a valor de mercado como variáveis dependentes.

Os resultados dos testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman, para escolha do modelo adequado de regressão, estão reportados na Tabela 4. Por meio da análise da Tabela 4, é possível observar que a variável de interesse capacidade de endividamento (CEND) apresentou relação negativa e estatisticamente significante com o índice de endividamento a valor contábil, sendo que na subamostra de empresas ativas esta relação foi significante a 1% e na amostra total significante a 10%. No Modelo 1, é possível notar que as empresas detentoras de capacidade de dívida reduzem o endividamento em cerca de 5% (empresas ativas) e 3,7% (empresas ativas e canceladas) em relação ao ativo a valor contábil.

A flexibilidade financeira está associada à subutilização da capacidade de endividamento e, desta forma, as dívidas atuariam como redutoras da porção de flexibilidade disponível, sendo vistas como uma obrigação que limita a capacidade da empresa em manter flexibilidade (AGHA; FAFF, 2014; DEANGELO; DEANGELO, 2007; DENIS; MCKEON, 2012; HARRIS, 2015). A relação negativa entre a capacidade de dívida e os índices de endividamento confirma as previsões da literatura e corroboram com a confirmação da hipótese de pesquisa.

Tabela 4– Regressão em painel para teste da influência da flexibilidade financeira nos níveis de endividamento das empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016

Variáveis	Modelo 1 END_CONT		Modelo 2 END_MERC	
	Ativas Efeito Aleatório	Ativas e Canceladas Efeito Fixo	Ativas Efeito Fixo	Ativas e Canceladas Efeito Fixo
CEND	-0.0506*** (-2.58)	-0.0376* (-1.83)	-0.0407 (-1.21)	-0.0405 (-1.21)
LIQ	-0.0055 (-0.23)	0.0057 (0.22)	-0.0504 (-1.28)	-0.0458 (-1.17)
TAM	0.0387*** (4.64)	0.0417*** (3.01)	0.0643*** (5.36)	0.0646*** (5.47)
TANG	0.0448 (1.06)	0.0872 (1.38)	-0.0700 (-0.93)	-0.0701 (-0.92)
LUCR	-0.2489*** (-2.61)	-0.2854*** (-2.85)	-0.8277*** (-5.53)	-0.8362*** (-5.65)
CRESC	0.0277 (1.52)	0.0222 (1.22)	-0.0437* (-1.75)	-0.0458* (-1.83)
RISC	-0.5791 (-0.40)	-0.2897 (-0.20)	1.1748 (0.49)	0.9280 (0.40)
FISC	0.6036 (1.61)	0.3843 (0.91)	0.4963 (1.07)	0.3576 (0.74)
Constante	-0.2558 (-1.23)	-0.3101 (-1.14)	-0.7912*** (-3.14)	-0.7896*** (-3.19)
Média VIF	1.43	1.43	1.31	1.31
Breusch-Pagan	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Chow	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Hausman	0.1118	0.0358	0.0000	0.0000
Nº Observações	1.819	1.913	1.129	1.143
R ² within	0.1099	0.1210	0.4477	0.4438
R ² between	0.4392	0.2757	0.1890	0.1846
R ² overall	0.4044	0.2587	0.2323	0.2282

Os coeficientes das variáveis de controle por setor e ano foram omitidos da tabela. Estatística t entre parênteses. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Variáveis:** END_CONT - Endividamento a valor contábil; END_MERC - Endividamento a valor de mercado; CEND – Capacidade de endividamento; LIQ - Líquidez; TAM – Tamanho; TANG - Tangibilidade; LUCR - Lucratividade; CRESC – Oportunidades de crescimento; RISC – Risco; FISC – Benefício fiscal.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Na Tabela 4 também é possível constatar que as variáveis tamanho, lucratividade e oportunidades de crescimento obtiveram significância estatística na direção que indicava a literatura. Nos dois modelos, a variável tamanho apresentou relação positiva e estatisticamente significante ao nível de 1% com os níveis de endividamento. Esta relação indica que empresas maiores possuem maiores níveis de endividamento e corrobora, assim, com as principais teorias de estrutura de capital.

Com relação à lucratividade, é possível observar que nos dois modelos a variável apresentou relação negativa e significante ao nível de 1% com os níveis de endividamento. A relação negativa entre lucratividade e endividamento é coerente com a POT, demonstrando que as empresas utilizam primeiramente os recursos gerados internamente, para então recorrerem ao endividamento.

No Modelo 2 é possível observar, ainda, uma relação negativa ao nível de significância de 10% entre a *proxy* de oportunidades de crescimento e o endividamento a valor de mercado, demonstrando que empresas em crescimento recorrem menos ao endividamento.

O Quadro 4 demonstra um cruzamento entre os resultados esperados e aqueles efetivamente alcançados nas regressões, comparando, inclusive, os resultados encontrados na amostra total e na subamostra. Conforme se vê no Quadro 4, nota-se que os resultados para a amostra e subamostra foram similares em sua totalidade. Com relação à variável representativa da flexibilidade financeira, foi possível demonstrar que as empresas brasileiras diminuem seus níveis de endividamento, como forma de assegurar a manutenção de flexibilidade financeira. A comprovação da relação fundamentada na literatura permitiu inferir que a flexibilidade financeira também pode se enquadrar como um determinante da estrutura de capital das empresas brasileiras.

Quadro 4 – Hipóteses de pesquisa versus resultados obtidos no primeiro estudo

Descrição da Variável	Relação Esperada	Relação Encontrada	
		Amostra	Subamostra
Capacidade de Dívida	Negativa	Negativa	Negativa
Liquidez	Negativa	Não Significante	Não Significante
Tamanho	Positiva	Positiva	Positiva
Tangibilidade	Positiva	Não Significante	Não Significante
Lucratividade	Negativa	Negativa	Negativa
Crescimento	Negativa	Negativa	Negativa
Risco	Negativa	Não Significante	Não Significante
Benefício Fiscal	Negativa	Não Significante	Não Significante

Fonte: Elaborado pela autora.

2.4.1 Teste de robustez

Como forma de conferir maior robustez aos resultados, optou-se pela utilização de variáveis dependentes distintas das anteriormente utilizadas. Rocha (2007) argumenta que o endividamento total da empresa contempla passivos exigíveis cujo surgimento não é oriundo das escolhas de financiamento da empresa, mas sim provenientes da gestão de capital de giro da empresa – como impostos e fornecedores. Por este motivo, torna-se viável a utilização de medidas de endividamento que refletem as fontes onerosas de recursos, como empréstimos e debêntures.

Para checagem de robustez, foram utilizadas duas *proxies* representativas do endividamento oneroso total das empresas, sendo uma medida apurada a valores contábeis e a outra a valores de mercado, conforme Rocha (2007). O Quadro 5 demonstra as *proxies* alternativas adotadas para as variáveis dependentes. As variáveis independentes não sofreram modificações em relação aos primeiros testes e as novas análises contemplaram a amostra total do estudo, com empresas ativas e canceladas.

Quadro 5 - Proxies alternativas para teste de robustez

Variável	Descrição	Cálculo ^a	Autor	Fonte
EOT_CONT _{it}	Endividamento oneroso total a valor contábil	Dívida Onerosa Total / (Dívida Onerosa Total + Patrimônio Líquido)	Rocha (2007)	Economática
EOT_MERC _{it}	Endividamento oneroso total a valor de mercado	Dívida Onerosa Total / (Dívida Onerosa Total + Valor Mercado Capital Próprio)	Rocha (2007)	Economática

Fonte: Elaborado pela autora.

Os modelos de regressão alternativos são representados pelas equações (3) e (4).

$$\text{EOT_CONT}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEND}_{it} + \beta_2 \text{LIQ}_{it} + \beta_3 \text{TAM}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{LUCR}_{it} + \beta_6 \text{CRESC}_{it} + \beta_7 \text{RISC}_{it} + \beta_8 \text{FISC}_{it} + \Sigma * \text{SETOR}_j + \Sigma * \text{ANO}_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\text{EOT_MERC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEND}_{it} + \beta_2 \text{LIQ}_{it} + \beta_3 \text{TAM}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{LUCR}_{it} + \beta_6 \text{CRESC}_{it} + \beta_7 \text{RISC}_{it} + \beta_8 \text{FISC}_{it} + \Sigma * \text{SETOR}_j + \Sigma * \text{ANO}_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

A Tabela 5 demonstra os resultados das regressões do teste de robustez. Os modelos não apresentaram problemas de multicolinearidade e as regressões foram rodadas com erro padrão robusto.

Tabela 5- Regressão em painel para teste de robustez da influência da flexibilidade financeira nos níveis de endividamento das empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016

Variáveis	Modelo 3 EOT_CONT	Modelo 4 EOT_MERC
	Efeito Fixo	Efeito Fixo
CEND	-0.0867*** (-5.89)	-0.0993*** (-5.35)
LIQ	0.0141 (0.64)	-0.0471 (-1.27)
TAM	0.0507*** (3.77)	0.0556*** (4.87)
TANG	0.0493 (0.71)	-0.1268* (-1.88)
LUCR	-0.2882*** (-4.63)	-0.6892*** (-6.30)
CRESC	-0.0128 (-0.63)	-0.0658** (-2.10)
RISC	-1.7087 (-1.09)	-0.2791 (-0.11)
FISC	1.3808 (0.31)	-0.0900 (-0.14)
Constante	-0.6047** (-2.22)	-0.7154*** (-2.95)
Média VIF	1.43	1.31
Breusch-Pagan	0.0000	0.0000
Chow	0.0000	0.0000
Hausman	0.0000	0.0001
Nº Observações	1.913	1.143
R ² within	0.1866	0.4217
R ² between	0.2901	0.2437
R ² overall	0.2844	0.2667

Os coeficientes das variáveis de controle por setor e ano foram omitidos da tabela. Estatística t entre parênteses. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Variáveis:** EOT_CONT - Endividamento oneroso a valor contábil; EOT_MERC - Endividamento oneroso a valor de mercado; CEND – Capacidade de endividamento; LIQ - Liquidez; TAM – Tamanho; TANG - Tangibilidade; LUCR - Lucratividade; CRESC – Oportunidades de crescimento; RISC – Risco; FISC – Benefício fiscal.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Os resultados do teste de robustez corroboram com a confirmação da hipótese de pesquisa, ao evidenciar uma relação negativa e significante ao nível de 1% entre a proxy de flexibilidade financeira e os níveis de endividamento oneroso. Foi possível constatar que as

empresas detentoras de capacidade de dívida reduzem o endividamento oneroso em cerca de 8% em relação ao valor do patrimônio líquido e em quase 10% em relação ao valor de mercado da companhia. Os achados do estudo confirmam as previsões literárias, ao demonstrar que a flexibilidade financeira se caracteriza como um determinante da estrutura de capital, sendo possível observar que as empresas reduzem os níveis de endividamento como forma de assegurar a manutenção de flexibilidade financeira.

Também de forma coerente com os resultados anteriormente encontrados, foi possível verificar uma relação positiva e significante entre tamanho e endividamento e uma relação negativa entre lucratividade e oportunidades de crescimento com os índices de endividamento oneroso.

2.5 Considerações finais

A flexibilidade financeira vem sendo apontada pela literatura como um fator importante para a determinação da estrutura de capital das empresas. Porém há escassez de estudos que consideram a flexibilidade financeira como um determinante das decisões de financiamento. Assim, este estudo contribui com o avanço da literatura ao analisar os determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras, com a inserção de medida de flexibilidade financeira.

O objetivo da pesquisa foi analisar se a flexibilidade financeira exerce influência sobre as decisões de financiamento das empresas brasileiras. A *proxy* de flexibilidade utilizada foi representativa da capacidade de endividamento das empresas, uma vez que esta vendo sendo apontada pela literatura como a maior fonte de flexibilidade disponível. Além da análise da flexibilidade financeira, outros determinantes, considerados relevantes pela literatura, também foram inseridos aos modelos.

Os principais resultados foram coerentes com a literatura e com a hipótese de pesquisa. A medida relacionada à flexibilidade financeira apresentou relação negativa com os índices de endividamento, demonstrando que as empresas reduzem os níveis de endividamento, como forma de assegurar a manutenção de flexibilidade. Adicionalmente, foi identificada uma relação positiva entre o tamanho das empresas e os níveis de endividamento. Em todos os modelos de análise, foi possível observar a relação negativa entre lucratividade e endividamento, de forma coerente com a POT. Os resultados também indicaram relação negativa entre oportunidades de crescimento e endividamento.

Como limitação do estudo, destaca-se que as técnicas econométricas empregadas não têm efeito sobre a correção de endogenia. Além disso, destaca-se que foi utilizada apenas uma medida para mensurar a flexibilidade financeira, sendo que para estudos futuros recomenda-se a incorporação de outros elementos que também auxiliem na mensuração da flexibilidade financeira, como indicadores de liquidez e títulos e ativos reais prontamente negociáveis.

Mesmo diante da presença de limitações, este estudo contribui com a literatura ao inserir mais um fator de análise que auxilia na compreensão das decisões de financiamento das empresas, tendo em vista que não existem respostas definitivas para o tema de estrutura de capital.

Para pesquisas futuras, sugere-se a análise do impacto das crises econômicas sobre a manutenção de flexibilidade financeira. Uma segunda sugestão seria a utilização de painéis dinâmicos, para capturar os efeitos da eventual persistência no tempo das decisões que envolvem a flexibilidade financeira. Outra proposta seria a utilização de *Generalized Method of Moments* (GMM), para controlar por regressores endógenos. A flexibilidade financeira também poderia ser estudada, enquanto determinante da estrutura de capital, nas micro e pequenas empresas.

REFERÊNCIAS

- ACARAVCI, S. K. The determinants of capital structure: evidence from the Turkish manufacturing sector. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 5, n. 1, p. 158, 2015.
- AGHA, M.; FAFF, R. An investigation of the asymmetric link between credit re-ratings and corporate financial decisions: “flicking the switch” with financial flexibility. **Journal of Corporate Finance**, v. 29, p. 37-57, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.08.003>
- ALBANEZ, T. **Efeitos do market timing sobre a estrutura de capital de companhias abertas brasileiras**. 2012. 260 f. Tese (Doutorado em Ciências) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.
- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. Impacts da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 6-27, 2009. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300002>
- ARSLAN-AYAYDIN, Ö.; FLORACKIS, C.; OZKAN, A. Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 42, n. 2, p. 211-250, 2014. <https://doi.org/10.1007/s11156-012-0340-x>
- BANCEL, F.; MITTOO, U. R. Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms. **Financial Management**, p. 103-132, 2004.
- BANCEL, F.; MITTOO, U. R. Financial flexibility and the impact of the global financial crisis: evidence from France. **International Journal of Managerial Finance**, v. 7, n. 2, p. 179-216, 2011. <https://doi.org/10.1108/1743913111122157>
- BARROS, L. A. B. C; SILVEIRA, A. D. M. Excesso de Confiança, Otimismo Gerencial e os Determinantes da Estrutura de Capital. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 6, n. 3, p. 293-334, 2008.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200006>
- 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. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000600005>
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>

BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 2, p. 177-208, 2005. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402005000200002>

BROUNEN, D.; JONG, A.; KOEDIJK, K. Capital structure policies in Europe: survey evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 30, n. 5, p. 1409-1442, 2006. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.02.010>

BYOUN, S. Financial Flexibility and Capital Structure Decision. **Working Paper**, 2011. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1108850>>. Acesso em 10 abr. 2017.

CAMPOS, A. L. S.; NAKAMURA, W. T. Rebalanceamento da Estrutura de Capital: endividamento setorial e folga financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, p. 20-37, 2015. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151789>

CLARK, B. J. The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: some empirical evidence. **Working Paper**, 2010. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1499497>>. Acesso em 10 abr. 2017.

COLOMBO, E. Determinants of corporate capital structure: evidence from Hungarian firms. **Applied Economics**, v. 33, n. 13, p. 1689-1701, 2001. <https://doi.org/10.1080/00036840010015057>

CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e trade-off usando panel data. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 4, 2013.

DANIEL, N. D.; DENIS, D. J.; NAVNEEN, L. Sources of financial flexibility: evidence from cash flow shortfalls. **Working Paper**, 2010. Disponível em: <https://www.researchgate.net/profile/Naveen_Daniel/publication/228597401_Sources_of_financial_flexibility_Evidence_from_cash_flow_shortfalls/links/00463521aad4003712000000.pdf>. Acesso em 21 set. 2017.

DAVID, M.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. Estudo dos Modelos Trade-off e Pecking Order para as Variáveis Endividamento e Payout com Empresas Brasileiras (2000 - 2006). In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 32, 6 a 10 de setembro de 2008, Rio de Janeiro/RJ. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L. Capital structure, payout policy, and financial flexibility. **Working Paper nº FBE 02-06**, 2007. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=916093>>. Acesso em 09 abr. 2017.

DENIS, D. J. Financial flexibility and corporate liquidity. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 3, p. 667-674, 2011. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.03.006>

DENIS, D J.; MCKEON, S. B. Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases. **Review of Financial Studies**, v. 25, n. 6, p. 1897-1929, 2012. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs005>

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Teoria da estrutura de capital: as discussões persistem. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 1, n. 11, p. 27-36, 2000.

FÁVERO, L. P. L.. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.

FORTE, D. **Estudo sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras no período pós Plano Real (1995 - 2005)**. 2007. 204f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2007.

GAMBA, A.; TRIANTIS, A. The value of financial flexibility. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 5, p. 2263-2296, 2008. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01397.x>

GAUD, P.; et al. The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. **European Financial Management**, v. 11, n. 1, p. 51-69, 2005. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00275.x>

GHOSH, A.; JAIN, P. C. Financial leverage changes associated with corporate mergers. **Journal of Corporate Finance**, v. 6, n. 4, p. 377-402, 2000. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00007-9](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00007-9)

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 2, p. 187-243, 2001. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HARRIS, C. Financial Flexibility and Capital Structure. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, v. 19, n. 2, p. 119, 2015.

MARCHICA, M. T.; MURA, R. Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. **Financial Management**, v. 39, n. 4, p. 1339-1365, 2010. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01115.x>

MARTINS, F. F.; et al. Conexões Políticas e a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 37, 7 a 11 de setembro de 2013, Rio de Janeiro/RJ. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2013.

MENDES, E. A.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital e janelas de oportunidade: testes no mercado brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 78-100, 2009. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000600006>

MIGUEL, A.; PINDADO, J. Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 1, p. 77-99, 2001. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00020-1](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00020-1)

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

NAKAMURA, W. T.; et al. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000200007>

OZKAN, A. Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 28, n. 1-2, p. 175-198, 2001. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00370>

PEREIRA, V. S. **Ensaios Sobre os Efeitos da Internacionalização na Estrutura de Capital e Estrutura de Propriedade de Multinacionais Latino-Americanas**. 2013. 135f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. 2013.

PEREIRA, J. A.; REBELO, E.; COELHO, L. Determinantes da estrutura de capital: uma abordagem ao caso das empresas pertencentes aos países do mercado Euronext. In: PEREIRA, J. A.; REBELO, E.; COELHO, L. **Estudos I - Faculdade de Economia da Universidade do Algarve**. Faro: Faculdade de Economia da Universidade do Algarve, 2004. p. 285-329.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, p. 33-46, 2002.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 1, p. 9-35, 2003. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552003000100002>

PRADO, A. C. O.; SILVA, J. V. Os determinantes da estrutura de capitais: o caso das empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto. **Revista Economia Política do Desenvolvimento**, v. 1, n. 5, p. 111-141, 2009.

PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 58, n. 1, p. 122-146, 2004. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402004000100006>

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

RAPP, M. S.; SCHMID, T.; URBAN, D. The value of financial flexibility and corporate financial policy. **Journal of Corporate Finance**, v. 29, p. 288-302, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.08.004>

ROCHA, F. D. **A estrutura de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto: uma avaliação empírica de novas proposições teóricas**. 2007. 223f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte. 2007.

ROSSI JR, J. L.; MAROTTA, M. Equity market timing: testando através de IPO no mercado brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 1, p. 85-101, 2010.

SANTOS, C. M.; PIMENTA JR, T.; CICCONI, E. G. Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 44, n. 1, p. 70-81, 2009. <https://doi.org/10.15600/1679-5350.rau.v7n3p70-92>

SILVA, A. F.; VALLE, M. R.. Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 1, p. 201-229, 2008. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000100010>

SILVA, E. S.; et al. Capital Structure of Brazil, Russia, India and China by economic crisis. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 17, n. 3, p. 105-131, 2016. <https://doi.org/10.1590/1678-69712016/administracao.v17n3p105-131>

SILVA, J. C. G.; BRITO, R. D. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 35, n. 1, p. 37-79, 2005. <https://doi.org/10.1590/S0101-41612005000100002>

TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 29-44, 2011. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100003>

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

VALLE, M. R. **Estrutura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento**. 2008. 106f. Tese (Livre Docência) – Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

VAN DE VEEN, R. **Capital structure changes of Amsterdam listed firms during the 2008 financial crisis: market-timing or trade-off behavior?**. 2016. 68 f. Master Thesis (MSc in Business Administration Financial Management) – University of Twente, Enschede, Holanda. 2016.

VO, X. V. Determinants of capital structure in emerging markets: evidence from Vietnam. **Research in International Business and Finance**, v. 40, p. 105-113, 2017.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.001>

YUNG, K.; LI, D. D.; JIAN, Y. The value of corporate financial flexibility in emerging countries. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 32, p. 25-41, 2015.
<https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2015.07.001>

CAPÍTULO 3: DETERMINANTES DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO BRASIL: UMA ANÁLISE ENTRE FLEXIBILIDADE FINANCEIRA E POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE RESULTADOS

3.1 Introdução

As primeiras discussões sobre dividendos centravam-se em demonstrar a relevância ou irrelevância da política de distribuição para a maximização do valor da empresa. Lintner (1956) e Gordon (1959) foram os pioneiros na escola da relevância, ao defenderem que os investidores preferem os dividendos presentes, ao ganho de capital futuro. Em contrapartida, Miller e Modigliani (1961) defendiam a irrelevância dos dividendos para o valor da empresa. Devido à incessante discussão sobre o tema, Black (1976) tratou os dividendos como um enigma ainda indecifrável.

Desde então, foram surgindo correntes teóricas que atribuíram novas explicações para o tema. Fatores como a assimetria de informação, custos de agência e tributação foram sendo inseridos às análises e fornecendo novas evidências para a literatura. Porém, apesar das novas perspectivas, ainda é possível observar a falta de consenso sobre o tema (FERREIRA JÚNIOR et al., 2010; FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008; MARTINS; FAMÁ, 2012; VANCIN; PROCIANOY, 2016).

Para Blau e Fuller (2008), a flexibilidade financeira é capaz de ajudar a entender várias dimensões da política de dividendos que outras teorias não explicam. Lie (2005) defende que a literatura ainda não incorporou um modelo que vislumbre a possibilidade das empresas usarem a política de pagamentos para ajustar sua flexibilidade financeira. Bonaimé, Hankins e Harford (2013) descrevem que a política de distribuição de recursos adotada pela empresa é um componente fundamental de flexibilidade financeira.

A flexibilidade financeira é conceituada como a capacidade da empresa lidar com oscilações em seu fluxo de caixa e em acessar e reestruturar suas fontes de financiamento de forma ótima, o que lhe permitiria lidar com choques negativos imprevisíveis e aproveitar oportunidades viáveis de investimento quando estas surgirem (DENIS, 2011; GAMBA; TRIANTIS, 2008). A literatura tem apontado a capacidade da empresa em recorrer tempestivamente ao mercado de dívida como a principal fonte de flexibilidade financeira (AGHA; FAFF, 2014; ARSLAN-AYAYDIN; FLORACKIS; OZKAN, 2014; DEANGELO; DEANGELO, 2007; DENIS, 2011).

Dentro desta perspectiva, os pagamentos de dividendos podem ser vistos como parte de uma estratégia financeira integrada que inclua as futuras necessidades de financiamento da empresa e que tenha implicações dos custos e benefícios da flexibilidade financeira (KING'WARA, 2015). Para DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2009), a flexibilidade financeira é um elemento importante da política de pagamentos da empresa, uma vez que ao longo das décadas muitas empresas, de formas diferentes, adicionaram algum componente flexível em suas políticas de distribuição.

Grahan e Harvey (2011) destacam que a preocupação em manter flexibilidade financeira é mais evidente para as empresas pagadoras de dividendos. Estudos que relacionaram flexibilidade financeira e política de distribuição de dividendos identificaram que as empresas pagam dividendos mais elevados quando apresentam flexibilidade (ALLI; KHAN; RAMIREZ, 1993; LIE, 2005). A flexibilidade financeira permitiria às empresas distribuir volumes maiores de dividendos, uma vez que a capacidade de explorar outras fontes de recursos estaria assegurada, tendo em vista que a empresa teria condições de recorrer a recursos internos ou ao mercado de dívida.

Pretende-se com este estudo identificar se a flexibilidade financeira, exercida sob a forma de capacidade de endividamento, exerce influência sobre a distribuição de dividendos no Brasil. Além da flexibilidade financeira, outros determinantes da distribuição de dividendos – lucratividade, oportunidades de crescimento, tamanho, endividamento, risco, investimentos e liquidez - também foram analisados.

Forti, Peixoto e Alves (2015) argumentam que o estudo sobre dividendos no mercado brasileiro se constitui em uma oportunidade de pesquisa, tendo em vista as particularidades legais e tributárias do cenário brasileiro, como a não tributação dos dividendos e a existência da figura dos juros sobre o capital próprio. Para Martins e Famá (2012), os estudos sobre dividendos no Brasil ainda são incipientes, quando comparado a mercados desenvolvidos, uma vez que os estudos sobre o tema são mais recentes e ganharam maior notoriedade apenas a partir da década de 1990. Aliado a estes fatores, Baker, Powell e Veit (2002) argumentam que, apesar do grande volume de estudos, os pesquisadores ainda não obtiveram todas as respostas para o tema.

Para Lie (2005), a literatura é escassa quanto a considerar a flexibilidade financeira como razão alternativa para a definição de níveis de *payout*. Yung, Li e Jian (2015) declaram que a pesquisa empírica sobre flexibilidade financeira corporativa é escassa nas economias emergentes e Rapp, Schmid e Urban (2012) defendem que, apesar da literatura sobre

flexibilidade ser incipiente, as evidências já encontradas demonstram claramente que o valor da flexibilidade financeira deve ser levado em consideração quando se trata da política de pagamentos. Com esta pesquisa, pretende-se contribuir com a inserção de mais um fator que possa auxiliar na compreensão da definição de uma política de distribuição de dividendos, podendo auxiliar os gestores e investidores em seus processos de tomada de decisão.

Este capítulo está dividido em cinco seções. Seguida desta primeira seção introdutória, a segunda seção apresenta os aspectos pertinentes à revisão teórica e a terceira seção descreve os aspectos metodológicos do estudo. A apresentação e discussão dos resultados estão na quarta seção e as considerações finais do estudo são expostas na quinta e última seção.

3.2 Fundamentação teórica

3.2.1 Determinantes da distribuição de dividendos: uma revisão teórica

As discussões sobre a política de distribuição de dividendos ganharam maior notoriedade ao final da década de 1950 (ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014; MARTINS; FAMÁ, 2012). A partir de então, duas correntes de pensamento contrapostas surgiram: a teoria da relevância dos dividendos, representada por Lintner (1956) e Gordon (1959) e a teoria da irrelevância, representada por Miller e Modigliani (1961).

Desde o estudo de Miller e Modigliani (1961), a literatura sobre dividendos foi se ampliando e buscando abordar aspectos relacionados às imperfeições do mercado e os efeitos destas imperfeições na determinação de uma política de distribuição (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015; MOTA, 2007). A partir de então, diversos fatores foram sendo inseridos às análises, e o interesse pelos fatores determinantes da distribuição de dividendos foi se acentuando, evidenciando-se que características da firma se caracterizavam como importantes motivadoras da distribuição de resultados.

Fama e French (2001) estudaram uma amostra de empresas listadas em Bolsas de Valores Americanas para avaliar a incidência do pagamento de dividendos durante o período compreendido entre 1926 e 1999. Os autores utilizaram regressões *logit* e estatísticas descritivas para examinar as características das empresas pagadoras de dividendos e identificaram que três fatores fundamentais são os responsáveis pelas decisões de pagar dividendos: rentabilidade, oportunidades de crescimento e tamanho.

Com relação à rentabilidade e de forma similar ao encontrado por Fama e French (2001), Lintner (1956) já havia identificado que o lucro das empresas é um dos principais

fatores geradores da distribuição de dividendos. Os estudos de Amidu e Abor (2006), DeAngelo, De Angelo e Skinner (2004), Fama e French (2001, 2002), Jensen, Solberg e Zorn (1992) e Lie (2005) forneceram evidências de que empresas mais lucrativas pagam maior proporção de dividendos.

A rentabilidade das empresas é vista como uma importante causa da distribuição de dividendos, sendo que a capacidade da empresa gerar resultado, por meio do seu investimento, fornece uma significante relação positiva com o montante de dividendos pagos (SANTOS, 2014). Silva e Brito (2005) descrevem que as empresas mais lucrativas são as que mais pagam dividendos e esta relação pode ser proveniente da necessidade de redução do excesso de caixa livre nas mãos dos gestores, reduzindo a possibilidade de gastos não-produtivos, conforme já preconizava Jensen (1986).

Com relação às oportunidades de crescimento, espera-se que grandes oportunidades signifiquem menores pagamentos de dividendos (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003). Esta relação é esperada, uma vez que a empresa estaria preocupada em reter recursos para financiar as oportunidades de investimento, o que ocasionaria na redução da distribuição de dividendos. Fama e French (2001) confirmam esta previsão, ao demonstrar que empresas que nunca pagaram dividendos apresentam melhores oportunidades de crescimento. Boas oportunidades de investimento requerem maiores volumes de recursos para financiá-las, o que fará com que os gestores reduzam a distribuição de dividendos (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008).

Fama e French (2001) demonstram que empresas pagadoras de dividendos geralmente são maiores do que aquelas não pagadoras. Vancin e Procianoy (2016) defendem que esta relação é proveniente do fato de empresas maiores terem maior facilidade na obtenção de crédito para financiamento de suas atividades, o que asseguraria uma maior distribuição de dividendos. Empresas de maior dimensão possuem maior acesso ao mercado de capitais, o que desencadearia em uma maior proporção de dividendos como incentivo aos acionistas (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003; FERNANDES; RIBEIRO, 2013).

O endividamento também é visto como um fator importante na distribuição de dividendos. O pagamento de dividendos é negativamente relacionado com o endividamento (FAMA; FRENCH, 2002; FERREIRA JÚNIOR et al., 2010). Silva e Brito (2005) identificaram que empresas menos endividadas distribuem uma maior proporção de dividendos. A relação negativa entre dividendos e endividamento é proveniente do fato de que as empresas mais alavancadas terão a obrigação de realizar pagamentos dos juros e

amortização das dívidas, fazendo com que os recursos para distribuição de proventos diminuam (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008; VANCIN; PROCIANOY, 2016).

Com relação ao fator risco, foi identificado que as empresas com resultados menos voláteis distribuem mais dividendos (FAMA; FRENCH, 2002). Acredita-se que os gestores sejam mais relutantes em realizar grandes distribuições de dividendos em empresas com maior risco (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015). Lie (2005) identificou uma relação negativa entre pagamento de dividendos e volatilidade do lucro operacional. Silva e Brito (2005) defendem que uma maior volatilidade nos lucros estará associada a uma menor destinação de recursos para distribuição de proventos, devido à incerteza associada aos lucros futuros.

Espera-se que as empresas que apresentem grandes irregularidades nos ganhos se comprometam menos com o pagamento de dividendos, uma vez que existe o risco de evasão de caixa, caso as receitas almejadas não se concretizem (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003; FERREIRA JÚNIOR et al., 2010).

Os investimentos também são apontados como um fator importante considerado pelas empresas, quando se trata da distribuição de resultados. Tendo em vista que as opções de investimento e o pagamento de dividendos concorrem pelos mesmos recursos, espera-se que exista uma relação negativa entre investimentos e dividendos (VANCIN; PROCIANOY, 2016). A relação negativa entre investimento e pagamento de dividendos é coerente com a teoria da *pecking order*, em que as empresas irão optar, prioritariamente, pelo autofinanciamento como forma de usufruir das oportunidades de investimento e, desta forma, a tendência seria a retenção de resultado e não a distribuição de dividendos (MARTINS; FAMÁ, 2012; SANTOS, 2014).

Myers e Majluf (1984) argumentam que empresas rentáveis e com boas oportunidades de investimento podem ser forçadas a escolher entre pagamento de dividendos e despesas de capital, quando houver fricções de mercado importantes. Jensen, Solberg e Zorn (1992) argumentam que as fricções no mercado de capitais levam a uma espécie de concorrência entre dividendos e projetos de investimentos, como potenciais meios de utilização dos lucros. Essa competição explicaria o motivo pelo qual empresas de alto crescimento e com fortes oportunidades de investimento, muitas vezes pagam baixos volumes de dividendos.

As empresas que investem mais já têm uma destinação para os seus resultados, o que acarretaria na redução da distribuição de dividendos (SILVA; BRITO, 2005). A relação

negativa entre investimento e dividendos é confirmada nos estudos de Fama e French (2002) e Futema, Basso e Kayo (2009).

A liquidez também é caracterizada como um dos fatores influenciadores da política de distribuição de dividendos, uma vez que empresas com maior liquidez teriam mais recursos para distribuir como dividendos (ALMEIDA; TAVARES; PEREIRA, 2014). Altos níveis de liquidez trarão mais segurança aos gestores, para que eles mantenham ou aumentem os níveis de pagamento de dividendos (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015). Espera-se que empresas que apresentem maiores índices de liquidez, tenham maior autonomia para implantar uma política de dividendos mais generosa.

3.2.2 Dividendos e flexibilidade financeira: qual a relação?

Campos e Nakamura (2015) e Denis (2011) argumentam que a idéia de flexibilidade financeira não é nova. Denis (2011) afirma que a sua inclusão como fator importante das decisões financeiras apenas recentemente tem sido tratada pela literatura. Campos e Nakamura (2015) descrevem que o estudo de Lintner (1956) já abordava aspectos da flexibilidade financeira, ao mencionar sobre a estabilidade da política de dividendos. Tendo em vista que os acionistas não aprovam mudanças significativas na distribuição de dividendos, seria viável a existência de recursos internos suficientes para lidar com a volatilidade dos resultados.

A flexibilidade financeira pode ser conceituada como a habilidade da empresa em responder tempestivamente a mudanças inesperadas em seus fluxos de caixa e outras contingências, tomando medidas pontuais. Aliado a isto, a flexibilidade financeira também se relaciona com a capacidade de aproveitar oportunidades viáveis de investimento, em tempo oportuno, de forma a maximizar o valor da empresa (BYOUN, 2011; DANIEL; DENIS; NAVEEN, 2010; DENIS, 2011; GAMBA; TRIANTIS, 2008).

A flexibilidade financeira pode ser expressa por meio de: recursos em caixa, títulos negociáveis, ativos passíveis de venda e capacidade de dívida (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008; DENIS, 2011). Porém a capacidade de dívida vem sendo abordada como a principal fonte de flexibilidade financeira (AGHA; FAFF, 2014; DANIEL; DENIS; NAVEEN, 2010; DEANGELO; DEANGELO, 2007).

Denis (2011) destaca que a política de distribuição de recursos da empresa também é capaz de afetar sua flexibilidade financeira. Uma empresa que produz fluxos de caixa

correntes em excesso, em relação às necessidades atuais de investimento, tem a opção de pagar esses fluxos de caixa para os acionistas ou estocar o dinheiro para necessidades futuras. Porém, o acúmulo de recursos em caixa pode ampliar os custos de agência (JENSEN, 1986) e, desta forma, conforme reitera Denis (2011), é preferível que os recursos excedentes num determinado período sejam pagos aos acionistas sob a forma de dividendos ou recompra de ações, em vez de acumulados como caixa.

DeAngelo e DeAngelo (2007) defendem que a política financeira ideal para as empresas consiste em baixa alavancagem, pagamentos substanciais de dividendos e saldos de caixa limitados. Os autores argumentam que as empresas limitam os fundos internos pagando dividendos, uma vez que isso é capaz de melhorar a reputação da empresa. Segundo os autores, os investidores preferem baixa alavancagem, como forma de assegurar flexibilidade financeira, e altos níveis de dividendos, como forma de amenizar os custos de agência. O pagamento substancial de dividendos facilitaria o acesso futuro ao capital próprio, tendo em vista que demonstraria aos investidores o compromisso dos gestores em continuar com um nível de *payout* elevado e daria aos administradores a opção de vender ações a preços mais próximos do valor intrínseco.

Daniel, Denis e Naveen (2010) partiam da hipótese de que em momentos de crise de liquidez, a empresas tenderiam a optar por priorizar os recursos para o aproveitamento de investimentos e o pagamento de dividendos seria residual. Porém, as evidências encontradas pelos autores são contrárias ao esperado, pois os resultados demonstraram que a manutenção do pagamento de dividendos é vista como prioridade, e uma parte residual de recursos é dedicada ao aproveitamento de oportunidades de investimento. Foi evidenciado que as empresas seriam mais propensas a reduzir investimentos, do que reduzir o pagamento de dividendos. Brav et al. (2005) também encontraram evidências de que as decisões de investimentos não se sobrepõe à distribuição de dividendos.

Bulan e Subramanian (2008) estudaram quais fatores fazem com que a empresa deixe de distribuir dividendos. Os autores identificaram que o mau desempenho operacional, a fraca flexibilidade financeira, o alto investimento e o aumento do risco são fatores que afetam a probabilidade de distribuição de dividendos. A análise realizada sugere que as empresas usem a omissão de dividendos, de forma estratégica, para melhorar sua flexibilidade financeira, permitindo que oportunidades de investimento valiosas sejam aproveitadas.

Lie (2005) examinou o efeito da flexibilidade financeira sobre a escolha de mudar a política de distribuição de dividendos, pagar dividendos especiais e realizar recompras. O

autor identificou que as empresas que aumentam o pagamento de dividendos e recompras têm excesso de flexibilidade financeira, possuindo altos níveis de liquidez, baixo endividamento e falta de projetos de investimento; enquanto que as empresas que reduzem o pagamento de dividendos possuem características praticamente opostas.

Quanto maior for a habilidade de captação de recursos por parte da empresa, maior será a flexibilidade para a definição de uma política de distribuição (MOTA, 2007). Desta forma, espera-se que quando a empresa possuir facilidade na captação de recursos, ela disponha de maior flexibilidade na definição de uma política de distribuição de proventos.

Alli, Khan e Ramirez (1993) identificaram que empresas que gozam de flexibilidade financeira pagam dividendos mais elevados. Tendo em vista que a flexibilidade está associada, principalmente, à subutilização da capacidade de endividamento, espera-se que empresas que possuam capacidade de dívida, tenham maior liberdade em definir uma política de distribuição de dividendos mais generosa. Assim, espera-se uma relação positiva entre capacidade de endividamento e pagamento de dividendos.

3.3 Aspectos metodológicos

3.3.1 Método econométrico

Com o objetivo de avaliar se a flexibilidade financeira, representada na forma de capacidade de dívida, exerce um papel influenciador sobre as decisões de pagamento de dividendos das empresas brasileiras, esta pesquisa utilizou de uma abordagem quantitativa e descritiva.

A literatura tem apontado que as empresas financeiramente flexíveis têm maior autonomia para ampliar a distribuição de dividendos, uma vez que a empresa teria a folga financeira necessária para a distribuição de recursos (ALLI; KHAN; RAMIREZ, 1993; LIE, 2005). Além disso, defende-se que a flexibilidade financeira permite que a empresa não reduza os níveis de pagamento de dividendos, o que contribuiria com a reputação da empresa e com a redução dos custos de agência (DEANGELO; DEANGELO, 2007). Desta forma, a hipótese testada no estudo é de que haveria uma relação positiva entre flexibilidade financeira e níveis de distribuição de dividendos.

Para validar a hipótese de pesquisa, utilizou-se de regressão múltipla com dados em painel. Para Fávero (2013), a utilização de modelos de dados em painel vem ganhando cada

vez mais importância nas pesquisas de finanças, permitindo a combinação de dados de corte transversal com séries temporais e possibilitando a análise das variáveis em estudo ao longo do tempo. A utilização da técnica é viável para o estudo, pois permitirá a análise da relação da variável dependente (níveis de dividendos) com outras variáveis preditivas (determinantes).

As principais vantagens da utilização de dados em painel são levantadas por Marques (2000): (1) consideração das características diferenciadoras dos indivíduos (heterogeneidade individual); (2) maior número de informações; (3) maior variabilidade dos dados; (4) menor colinearidade entre as variáveis do estudo; (5) maior número de graus de liberdade; e (6) maior eficiência na estimativa.

Neste estudo foi necessária a utilização de regressão para dados censurados (*Pooled Tobit*), conforme também realizado por Kowalewski, Stetsyuk e Tavalera (2007) e Forti e Schiozer (2015), tendo em vista que a variável dependente (dividendo) tem distribuição truncada em zero. Destaca-se que o valor dos dividendos é igual a zero em aproximadamente 30% das observações. Forti, Peixoto e Alves (2015) afirmam que o modelo *Tobit* é indicado para amostras censuradas em 30% ou mais de suas observações, sendo que, nestes casos, a utilização de modelos OLS (*Ordinary Least Squares*) e Painel (Efeitos Fixos ou Aleatórios) podem levar a coeficientes inconsistentes e subestimados.

A escolha do modelo *Pooled Tobit* foi feita, tendo em vista que o teste de Hausman rejeitou a hipótese nula dos modelos serem estimados por efeitos aleatórios, sendo que Greene (2011) descreve que há evidência de que a utilização do modelo *Tobit* em Painel com efeitos fixos gera estimadores enviesados.

3.3.2 Definição operacional das variáveis e modelo econométrico

Considerando-se a estabilidade da política de dividendos proposta por Lintner (1956), optou-se por se utilizar a razão entre os dividendos e o ativo total como variável dependente, uma vez que o ativo total é mais estável que os lucros. Além disso, o fato de algumas empresas distribuírem dividendos, mesmo apresentando prejuízos, acarretaria num índice *payout* negativo, o que alteraria o resultado da regressão. Assim, a utilização do denominador Ativo Total contribui com a robustez dos resultados (FORTI; PEIXOTO; ALVES, 2015). A razão entre dividendos e ativo total também foi empregada nos estudos de Neves (2011) e Forti, Peixoto e Alves (2015).

Como forma de conferir maior robustez aos resultados, também foi utilizado o índice *payout*, obtido mediante a razão entre os dividendos pagos e o lucro líquido, como medida alternativa de distribuição de dividendos. O índice *payout* foi igualmente empregado como variável dependente nos estudos de Ferreira Júnior et al. (2010), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), Mota (2007) e Rodrigues (2015). O Quadro 6 evidencia as descrições pertinentes às variáveis dependentes do estudo.

Quadro 6 - Definição das variáveis dependentes do segundo estudo

Variável	Descrição	Cálculo	Autores ^a	Fonte
DIV_AT _{it}	Dividendos por Ativo	$\frac{\text{DividendoPago}}{\text{AtivoTotal}}$	(1), (2)	Económica
PAY _{it}	Índice de <i>Payout</i>	$\frac{\text{DividendoPago}}{\text{LucroLíquido}}$	(3), (4), (5), (6)	Económica

(a) Legenda para autores que também utilizaram a medida: (1) Neves (2011); (2) Forti, Peixoto e Alves (2015); (3) Ferreira Júnior et al. (2010); (4) Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008); (5) Mota (2007); (6) Rodrigues (2015).

Fonte: Elaborado pela autora.

A seleção das variáveis independentes também foi feita em consonância com estudos que abordaram os fatores determinantes do pagamento de dividendos.

A principal variável de interesse do estudo é a flexibilidade financeira. A capacidade de endividamento vem sendo apontada pela literatura como o principal mecanismo fornecedor de flexibilidade financeira (AGHA; FAFF, 2014; ARSLAN-AYAYDIN; FLORACKIS; OZKAN, 2014; BYOUN, 2011; DEANGELO; DEANGELO, 2007; DENIS, 2011; MARCHICA; MURA, 2010). Desta forma, optou-se pela utilização de uma *proxy* representativa da capacidade de endividamento das empresas.

Assim como realizado em Harris (2015), optou-se pela utilização de uma variável *dummy* que identificasse as empresas altamente alavancadas. As empresas que apresentassem endividamento superior ao da mediana do setor ao qual pertence, eram consideradas altamente alavancadas; enquanto que empresas com endividamento inferior ao nível de dívida da indústria eram tidas como detentoras de capacidade de endividamento. Utilizou-se a classificação setorial da base de dados da Económica como critério para categorização das empresas estudadas.

A utilização do setor como referência para análise da capacidade de endividamento respalda-se no fato de empresas de indústrias similares apresentarem características semelhantes, sendo que o setor pode ser utilizado como *benchmarking* para a realização de

ajustes na estrutura de capital das empresas (CAMPOS; NAKAMURA, 2015). Ghosh e Jain (2000) defendem que a mensuração da capacidade de dívida ideal de uma empresa não é factível, sendo por isso viável a utilização dos níveis de endividamento de empresa de setores similares. Neste contexto, a utilização da média ou mediana da indústria pode ser viável enquanto referência para apuração da capacidade de dívida adicional, uma vez que as empresas de indústrias semelhantes tendem a convergir para um equilíbrio de alavancagem de longo prazo.

As demais variáveis independentes utilizadas nos modelos econométricos e apontadas pela literatura como importantes determinantes da distribuição de dividendos ao nível da firma, são descritas nos tópicos a seguir.

- Lucratividade: Lintner (1956) apontou a lucratividade como um dos principais determinantes da distribuição de dividendos. A *proxy* de lucratividade utilizada no estudo é a razão entre o lucro operacional e o ativo total, conforme Neves (2011), Amidu, Abor (2006), Jensen, Solberg e Zorn (1992), Forti, Peixoto e Alves (2015), Silva e Brito (2005), Fernandes e Ribeiro (2013), Almeida, Tavares e Pereira (2014) e Fama e French (2001). Espera-se que empresas mais rentáveis distribuam uma maior proporção de seus resultados, desencadeando uma relação positiva entre lucratividade e níveis de distribuição de dividendos. A maior distribuição de resultados contribuiria, inclusive, com a redução dos custos de agência, ao reduzir o excesso de caixa livre nas mãos dos gestores.

- Oportunidades de crescimento: Espera-se uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e pagamento de dividendos. A *proxy* utilizada é a medida *Market-to-Book*, em concordância com Forti, Peixoto e Alves (2015), Fernandes e Ribeiro (2013), Fama e French (2001), Ferreira Júnior et al. (2010) e Aivazian, Booth e Cleary (2003). Empresas em crescimento estariam preocupadas em reter os recursos gerados internamente para financiar novos investimentos, o que desencadearia na redução dos níveis de pagamento de dividendos.

- Tamanho: Espera-se que exista uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de pagamento de proventos. A medida utilizada para mensuração do tamanho da firma foi o logaritmo natural do ativo total, conforme também realizado por Forti, Peixoto e Alves (2015) e Fernandes e Ribeiro (2013). A maior facilidade de acesso ao mercado de capitais e a outras fontes de financiamento são fatores que contribuem para que as empresas maiores distribuam uma maior proporção de recursos.

- Endividamento: Empresas endividadas teriam menor propensão a distribuir resultados. A *proxy* utilizada para representar o endividamento da empresa é obtida mediante a razão entre o passivo total e o ativo total da empresa, conforme também adotado por Vancin e Procianoy (2016) e Santos (2014). Empresas endividadas já estariam comprometidas em reter recursos para o pagamento de juros e amortização das dívidas, o que desencadearia a relação negativa entre endividamento e pagamento de dividendos.
- Risco: Empresas com resultados mais voláteis tendem a distribuir uma menor proporção de dividendos, devido à imprecisão associada aos resultados a serem obtidos futuramente. Para mensurar o risco das empresas foi utilizada a mesma *proxy* adotada por Vancin e Procianoy (2016), sendo obtida mediante o desvio-padrão dos logaritmos naturais dos últimos quatro anos de receitas operacionais. A tendência é de que empresas com maiores níveis de risco retenham os resultados, como forma de precaução, devido à incerteza do comportamento de seus lucros.
- Investimentos: Projetos de investimentos e pagamento de dividendos concorrem pelas mesmas fontes de recursos e por este motivo, espera-se uma relação negativa entre investimentos e distribuição de resultados. Utilizou-se a taxa de crescimento do ativo das companhias como *proxy* para investimento, conforme também realizado por Vancin e Procianoy (2016), Santos (2014) e Denis e Osobov (2008). Caso a empresa vislumbre oportunidades viáveis de investimento, a tendência é de que ela retenha os recursos para aproveitar tal oportunidade e reduza os níveis de dividendos.
- Liquidez: Empresas detentoras de maiores níveis de liquidez possuem maior autonomia para distribuir uma maior proporção de resultados. Utilizou-se o índice de liquidez corrente, obtido mediante a razão entre o ativo circulante e o passivo circulante, conforme Forti, Peixoto e Alves (2015). Espera-se que exista uma relação positiva entre liquidez e pagamento de dividendos.
- Setor e Ano: Adicionalmente foram incorporadas ao modelo *dummies* representativas de setor e ano.

O Quadro 7 resume as informações pertinentes as variáveis independentes do estudo. O problema de pesquisa é baseado em dois modelos de regressões, conforme demonstrado nas Equações (5) e (6).

$$\text{DIV_AT}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEND}_{it} + \beta_2 \text{LUCR}_{it} + \beta_3 \text{CRESC}_{it} + \beta_4 \text{TAM}_{it} + \beta_5 \text{END}_{it} + \beta_6 \text{RISC}_{it} + \beta_7 \text{INV}_{it} + \beta_8 \text{LIQ}_{it} + \sum * \text{SETOR}_j + \sum * \text{ANO}_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$\text{PAY}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEND}_{it} + \beta_2 \text{LUCR}_{it} + \beta_3 \text{CRESC}_{it} + \beta_4 \text{TAM}_{it} + \beta_5 \text{END}_{it} + \beta_6 \text{RISC}_{it} + \beta_7 \text{INV}_{it} + \beta_8 \text{LIQ}_{it} + \sum * \text{SETOR}_j + \sum * \text{ANO}_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Quadro 7 - Definição das variáveis independentes do segundo estudo

Variável	Descrição	Cálculo ^a	Relação Esperada	Autores ^b
CEND_{it}	Flexibilidade - Capacidade de Endividamento	Variável <i>dummy</i> , que assume valor 1 se a empresa apresenta capacidade de endividamento, e 0 em caso contrário.	(+)	(14)
LUCR_{it}	Lucratividade	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$	(+)	(1), (2), (3), (4), (5), (6), (7), (8)
CRESC_{it}	Oportunidades de Crescimento	$\frac{\text{Market-to-Book: Ativo Total} - \text{Patr. Líquido} + \text{Valor de Mercado das Ações}}{\text{Ativo Total}}$	(-)	(4), (6), (8), (9), (10)
TAM_{it}	Tamanho	Logaritmo Natural do Ativo Total	(+)	(4), (6)
END_{it}	Endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Ativo Total}}$	(-)	(11), (12)
RISC_{it}	Risco – Instabilidade das Receitas	Desvio-padrão dos logaritmos naturais dos últimos quatro anos de receitas operacionais	(-)	(11)
INV_{it}	Investimento	$\frac{(\text{Ativo em } t - \text{Ativo em } t - 1)}{\text{Ativo em } t - 1}$	(-)	(11), (12), (13)
LIQ_{it}	Liquidez	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	(+)	(4)
SETOR	Setor	<i>Dummies</i> de controle		
ANO	Ano	<i>Dummies</i> de controle		

(a): Todos os dados foram obtidos pela base Económica; **(b) Legenda para autores que também utilizaram a medida:** (1) Neves (2011); (2) Amidu, Abor (2006); (3) Jensen, Solberg e Zorn (1992); (4) Forti, Peixoto e Alves (2015); (5) Silva e Brito (2005); (6) Fernandes e Ribeiro (2013); (7) Almeida, Tavares e Pereira (2014); (8) Fama e French (2001); (9) Ferreira Júnior et al. (2010); (10) Aivazian, Booth e Cleary (2003); (11) Vancin e Procianoy (2016); (12) Santos (2014); (13) Denis e Osobov (2008); (14) Harris (2015).

Fonte: Elaborado pela autora.

3.3.3 Definição da amostra

A análise contemplou empresas ativas e canceladas pertencentes à base de dados Económática, no período de 2011 a 2016. Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) também utilizaram empresas ativas e canceladas em seu estudo sobre determinantes da distribuição de dividendos e justificaram que tal medida contribui com o controle parcial do viés de sobrevivência.

As empresas do segmento financeiro foram excluídas da amostra, devido às características contábeis e setoriais específicas. Este procedimento foi adotado por Almeida, Tavares e Pereira (2014), Fernandes e Ribeiro (2013), Ferreira Júnior et al. (2010), Forti, Peixoto e Alves (2015), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) e Silva e Brito (2005). As empresas que apresentaram Patrimônio Líquido negativo em algum dos anos de análise também foram retiradas da amostra. A Tabela 6 evidencia os critérios de seleção amostral.

Tabela 6 - Definição da amostra do segundo estudo

Classificação	Quantidade de Empresas
Empresas Ativas	581
(+) Empresas Canceladas	305
(-) Empresas setores: finanças e seguros / fundos	153
(-) Empresas com Patrimônio Líquido negativo	119
(=) Amostra Final	614

Fonte: Elaborada pela autora.

3.4 Análise e discussão dos resultados

A Tabela 7 demonstra as estatísticas descritivas do estudo, evidenciando as informações pertinentes ao número de observações, média, desvio-padrão e valores mínimos e máximos.

É possível observar que os dividendos distribuídos correspondem, em média, a 2% do ativo total das companhias. De forma complementar, nota-se que o índice *Payout* é de, em média, 37,23%, sendo tal índice semelhante ao encontrado por Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) e Rodrigues (2015).

Tabela 7 – Estatística descritiva das variáveis dependentes e independentes de uma amostra de 614 empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
DIV_AT	2.284	0.0208	0.0267	0.0000	0.0774
PAY	2.271	0.3723	0.4887	-0.0664	1.5169
LUCR	2.411	0.0611	0.0844	-0.1275	0.2320
CRESC	1.294	1.2857	0.5297	0.7077	2.4411
TAM	2.413	21.281	1.9622	16.817	24.283
END	2.413	0.5373	0.2392	0.0000	0.9999
RISC	1.892	0.1888	0.1465	0.0480	0.5051
INV	2.334	0.0105	0.1388	-0.2000	0.3124
LIQ	2.403	1.7695	1.1480	0.5081	4.2546

Nota: DIV_AT – Dividendos por ativo; PAY- Índice de *payout*; LUCR - Lucratividade; CRESC - Oportunidades de crescimento; TAM - Tamanho; END - Endividamento; RISC - Risco; INV - Investimento; LIQ – Liquidez.

Fonte: Resultados da pesquisa.

A Tabela 8 demonstra a matriz de correlação das variáveis do estudo e nela é possível observar que a variável de interesse (CEND) apresentou associação positiva, porém fraca, com o indicador dividendos por ativo, de forma coerente com as previsões teóricas. Porém, foi possível observar uma associação negativa com o índice *payout*. As demais variáveis independentes do estudo apresentaram, quase em sua totalidade, a associação esperada com as variáveis dependentes.

Tabela 8 - Matriz de correlação das variáveis dependentes e independentes

Variáveis	DIV_AT	PAY	CEND	LUCR	CRESC	TAM	END	RISC	INV	LIQ
DIV_AT	1.00									
PAY	0.69	1.00								
CEND	0.05	-0.08	1.00							
LUCR	0.56	0.37	-0.10	1.00						
CRESC	0.49	0.18	0.02	0.57	1.00					
TAM	0.03	0.13	-0.65	0.24	-0.04	1.00				
END	-0.11	-0.01	-0.36	0.15	-0.04	0.40	1.00			
RISC	-0.16	-0.15	0.03	-0.19	-0.09	-0.05	-0.06	1.00		
INV	-0.08	-0.08	-0.14	0.21	0.24	0.15	0.15	0.04	1.00	
LIQ	0.07	0.007	0.23	-0.19	0.04	-0.35	-0.59	0.06	-0.06	1.00

Nota: DIV_AT – Dividendos por ativo; PAY- Índice de *payout*; CEND – Capacidade de endividamento; LUCR - Lucratividade; CRESC - Oportunidades de crescimento; TAM - Tamanho; END - Endividamento; RISC - Risco; INV - Investimento; LIQ – Liquidez.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Destaca-se que as regressões foram estimadas com erros robustos, para correção de heterocedasticidade. Quanto à multicolinearidade, nenhuma das variáveis apresentou resultado do teste *Variance Inflation Factor* (VIF) superior a dois, sendo que a literatura aponta dez como sendo o limite. Gujarati (2011) trata a ausência de heterocedasticidade e de

multicolinearidade como hipóteses simplificadoras de um modelo de regressão linear clássico. Os procedimentos de correção de heterocedasticidade são cruciais para a qualidade das estatísticas e validação dos resultados achados nas respectivas análises de significância das variáveis. Na Tabela 9 estão os resultados das regressões em painel para os dois modelos do estudo, considerando os dividendos por ativo e o índice *payout* como variáveis dependentes.

Tabela 9 - Regressão *Tobit* para teste da influência da flexibilidade financeira na distribuição de dividendos das empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016

Variáveis	Modelo 5 DIVAT		Modelo 6 PAY	
	<i>Pooled Tobit</i>		<i>Pooled Tobit</i>	
	Coeficiente	Significância	Coeficiente	Significância
CEND	0.0042	0.027** (2.21)	-0.0395	0.466 (-0.73)
LUCR	0.1570	0.000*** (10.47)	4.1355	0.000*** (11.42)
CRESC	0.0190	0.000*** (10.61)	0.0237	0.574 (0.56)
TAM	0.0026	0.000*** (4.15)	0.0649	0.001*** (3.48)
END	-0.0289	0.000*** (-6.43)	-0.2122	0.114 (-1.58)
RISC	-0.0169	0.000*** (-3.52)	-0.4884	0.001*** (-3.25)
INV	-0.0416	0.000*** (-7,50)	-0.5320	0.001*** (-3.22)
LIQ	0.0029	0.003*** (2.98)	0.0990	0.001*** (3.47)
Constante	-0.0566	0.001*** (-3.47)	-0.9440	0.052* (-1.94)
Média VIF	1,54		1,54	
Hausman	Prob>chi2 = 0.0000		Prob>chi2 = 0.0001	
Nº Observações	1.136		1.136	
Pseudo R2	-0.2460		0.1829	

Os coeficientes das variáveis de controle por setor e ano foram omitidos da tabela. Estatística t entre parênteses. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Variáveis:** DIV_AT – Dividendos por ativo; PAY- Índice de *payout*; CEND – Capacidade de endividamento; LUCR - Lucratividade; CRESC - Oportunidades de crescimento; TAM - Tamanho; END - Endividamento; RISC - Risco; INV - Investimento; LIQ – Liquidez.

Fonte: Resultados da pesquisa.

Os resultados do teste de Hausman, conforme reportados na Tabela 9, rejeitaram a hipótese nula de o modelo ser estimado com efeitos aleatórios, o que inviabilizou a utilização de um modelo *Tobit* em painel, uma vez que não há estimador condicional de β para um modelo *Tobit* em painel com efeitos fixos (GREENE, 2011).

Por meio das análises das regressões, evidenciadas na Tabela 9, é possível observar uma relação positiva e estatisticamente significante ao nível de 5% entre a variável representativa de flexibilidade financeira (CEND) e o índice de dividendos por ativo. A relação positiva entre CEND e DIVAT é coerente com a hipótese de pesquisa e com as evidências encontradas por Alli, Khan e Ramirez (1993), de que empresas com maior flexibilidade pagam dividendos mais elevados.

O coeficiente positivo para a *dummy* representativa da capacidade de dívida indica que as empresas detentoras de tal capacidade aumentam cerca de 0,42% o pagamento de dividendos em relação ao ativo total.

Nos dois modelos de regressão é possível observar uma relação positiva e significante ao nível de 1% entre a *proxy* de lucratividade e os índices de distribuição de dividendos, demonstrando que empresas mais rentáveis distribuem maiores volumes de recursos. A relação positiva entre lucratividade e dividendos corrobora a literatura e as evidências do estudo de Lintner (1956), de que o lucro é um dos principais fatores geradores da distribuição de dividendos.

Diferente do esperado obteve-se relação positiva significante entre o índice *Market-to-Book* (CRESC) e o indicador DIVAT. Porém a relação positiva encontrada entre oportunidades de crescimento e distribuição de dividendos é coerente com a visão de Speranzini (1994) apud Forti, Peixoto e Alves (2015), de que o mercado irá melhor avaliar as empresas que ofereçam melhor fluxo de caixa aos seus acionistas.

Na Tabela 9 também é possível observar uma relação positiva e significante ao nível de 1% entre tamanho e distribuição de dividendos, evidenciada nos dois modelos de regressão e corroborando assim com a literatura sobre o tema. Também de forma coerente com a literatura, é evidenciada uma relação negativa e significante entre risco e distribuição de dividendos, demonstrando que empresas com resultados mais voláteis distribuem menor volume de recursos na forma de dividendos.

De forma complementar, nota-se nos resultados das regressões que as empresas distribuem dividendos quando apresentam baixo endividamento (relação significante no modelo 5), baixos volumes de investimentos (relação significante nos modelos 5 e 6) e altos níveis de liquidez (relação significante nos modelos 5 e 6). Os resultados encontrados para endividamento, investimentos e liquidez são coerentes com os achados de Lie (2005), sendo que ao abordar a relação entre flexibilidade financeira e política de distribuição de resultados, o autor encontrou resultados semelhantes.

Os baixos níveis de endividamento e altos níveis de liquidez assegurariam maior flexibilidade (YUNG; LI; JIAN, 2015), fornecendo maior autonomia para que a empresa distribua maiores volumes de seus resultados. Aliado a isto, a ausência de oportunidades viáveis de investimento estimulariam a distribuição de resultados, demonstrando uma relação inversa entre investimentos e dividendos.

O Quadro 8 demonstra um cruzamento entre os resultados esperados e aqueles efetivamente alcançados nas regressões.

Quadro 8 - Hipóteses de pesquisa versus resultados obtidos no segundo estudo

Descrição da Variável	Relação Esperada	Relação Encontrada
Flexibilidade - Capacidade de Endividamento	Positiva	Positiva
Lucratividade	Positiva	Positiva
Oportunidades de crescimento	Negativa	Positiva
Tamanho	Positiva	Positiva
Endividamento	Negativa	Negativa
Risco	Negativa	Negativa
Investimento	Negativa	Negativa
Liquidez	Positiva	Positiva

Fonte: Elaborado pela autora.

Como pode ser observado no Quadro 8, os resultados obtidos nas regressões foram, na maioria dos casos, coerentes com a hipótese de flexibilidade financeira e com outros determinantes considerados relevantes pela literatura. Constatou-se que as empresas detentoras de capacidade de endividamento – principal mecanismo fornecedor de flexibilidade financeira – distribuem mais recursos na forma de dividendos.

3.4.1 Teste de robustez

Como teste de robustez, optou-se pela utilização de uma modelagem econométrica diferenciada da anteriormente utilizada. Além do modelo *Pooled Tobit*, optou-se por se utilizar o modelo *Probit*, para avaliar a propensão da empresa em distribuir dividendos. A variável dependente passou a ser uma *dummy* que assume valor 1 se a empresa distribuiu dividendos e 0 em caso contrário, conforme também realizado por Zagonel (2013), Liljeblom

e Pasternack (2006) e Brown, Liang e Weisbenner (2007). Foi realizado um comparativo de coeficientes para avaliar qual modelo de regressão se adequava melhor ao conjunto de dados (*Logit* ou *Probit*), sendo constatado que o modelo *Probit* apresentava melhores resultados.

Com exceção do endividamento, que agora foi retirado do modelo, todas as demais *proxies* das variáveis independentes foram novamente utilizadas. Ao utilizar a *dummy* como variável dependente, o teste de Hausman não rejeitou a hipótese nula de o modelo ser estimado com efeitos aleatórios, sendo por isso utilizado o modelo *Probit* em Painel com efeitos aleatórios. A equação 7 demonstra a nova modelagem econométrica e a Tabela 10 apresenta os resultados da regressão *Probit*. Destaca-se que as regressões foram estimadas com erros robustos, para correção de heterocedasticidade.

$$\text{DUMMY}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEND}_{it} + \beta_2 \text{LUCR}_{it} + \beta_3 \text{CRESC}_{it} + \beta_4 \text{TAM}_{it} + \beta_5 \text{RISC}_{it} + \beta_6 \text{INV}_{it} + \beta_7 \text{LIQ}_{it} + \sum * \text{SETOR}_j + \sum * \text{ANO}_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Por meio da análise da Tabela 10, é possível observar que as empresas detentoras de capacidade de endividamento possuem uma maior propensão em distribuir resultados, sendo evidenciada uma relação positiva e significante ao nível de 5% entre a variável de capacidade de dívida e a variável dependente. A relação entre flexibilidade financeira e dividendos corrobora com os resultados anteriormente encontrados e com a hipótese de pesquisa.

Na Tabela 10 também é possível observar que as empresas que distribuem dividendos são mais lucrativas, maiores, mais líquidas, apresentam maiores oportunidades de crescimento e resultados menos voláteis. Os resultados do teste de robustez corroboram os resultados anteriormente encontrados.

Tabela 10 - Regressão *Probit* para teste da influência da flexibilidade financeira na distribuição de dividendos das empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016

Variáveis	Modelo 7 <i>Probit com efeitos aleatórios</i>		
	Variável Dependente: dummy representativa da propensão da empresa em distribuir dividendos		
	Sinal Esperado	Coeficiente	Significância
CEND	(+)	0.7560	0.030** (2.17)
LUCR	(+)	4.1887	0.003*** (2.98)
CRESC	(-)	0.7664	0.007*** (2.69)
TAM	(+)	0.7171	0.000*** (5.66)
RISC	(-)	-1.4829	0.047** (-1.99)
INV	(-)	-0.8055	0.178 (-1.35)
LIQ	(+)	0.6649	0.000*** (4.49)
Constante		-15.9208	0.000*** (-5.68)
Média VIF	1.43		
Hausman	Prob>chi2 = 0.8152		
Nº Observações	1.136		

Os coeficientes das variáveis de controle por setor e ano foram omitidos da tabela. Estatística t entre parênteses. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Variáveis:** CEND – Capacidade de endividamento; LUCR - Lucratividade; CRESC - Oportunidades de crescimento; TAM - Tamanho; RISC - Risco; INV - Investimento; LIQ – Liquidez.

Fonte: Resultados da pesquisa.

3.5 Considerações finais

A flexibilidade financeira vem sendo apontada pela literatura como um fator influenciador das políticas de distribuição de dividendos. Destaca-se, porém, que a discussão teórica sobre o tema ainda é incipiente. Este artigo busca contribuir com o avanço literário ao buscar evidências da possível relação entre a flexibilidade financeira e a distribuição de dividendos nas empresas brasileiras.

Em termos metodológicos, foi estudada uma amostra com 614 companhias, contendo empresas ativas e canceladas e o período de análise compreendeu seis anos (2011-2016). Devido ao fato dos dividendos se comportarem como uma variável dependente com distribuição truncada em zero, optou-se pela utilização da regressão *Tobit* para as análises

econométricas. Foram operacionalizados dois modelos de regressão, considerando o indicador dividendo por ativo e o índice *payout* como variáveis dependentes alternativas.

A flexibilidade financeira foi operacionalizada com uma medida de capacidade de dívida, uma vez que esta vem sendo apontada como a principal fonte de flexibilidade. Espera-se que empresas detentoras de maiores níveis de flexibilidade financeira tenham maior autonomia na distribuição de dividendos, o que foi corroborado pelos resultados do estudo, tendo se evidenciado uma relação positiva e significante entre capacidade de endividamento e índice de dividendos por ativo.

Foi realizado um teste de robustez, utilizando uma regressão *Probit*, para avaliar quais fatores levam a empresa a distribuir seus resultados. Por meio do teste de robustez identificou-se que empresas detentoras de capacidade de dívida possuem maior tendência em distribuir dividendos, o que corroborou com os resultados anteriormente encontrados.

Ainda de forma coerente com a literatura de flexibilidade financeira, foi identificado que empresas que distribuem maiores volumes de dividendos possuem menores níveis de endividamento, maior liquidez e menores oscilações de investimentos. Os resultados das regressões também demonstraram que as empresas que mais distribuem proventos são maiores, mais rentáveis, possuem maiores oportunidades de crescimentos e menor risco.

Como limitação da pesquisa, destaca-se que as técnicas econométricas empregadas não têm efeito sobre a correção de endogenia. Porém, mesmo diante da limitação proveniente de possível endogeneidade do modelo, o estudo avança ao inserir mais um fator determinante da distribuição de dividendos no Brasil, até então pouco explorado pela literatura.

Sugere-se para estudos futuros, a inserção de outros elementos desencadeadores de flexibilidade financeira, como títulos e ativos reais prontamente negociáveis. Também como sugestão de pesquisas futuras, uma variável representativa de crise econômica poderia ser inserida ao modelo, buscando evidenciar como se dá a relação entre flexibilidade financeira e dividendos em períodos de instabilidade econômica. Outra sugestão seria a estimação de parâmetros usando Métodos de Momentos Generalizados (GMM) ou Variáveis Instrumentais para contornar os problemas causados pela endogeneidade.

REFERÊNCIAS

- AGHA, M.; FAFF, R. An investigation of the asymmetric link between credit re-ratings and corporate financial decisions: “flicking the switch” with financial flexibility. **Journal of Corporate Finance**, v. 29, p. 37-57, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.08.003>
- AIVAZIAN, V.; BOOTH, L.; CLEARY, S. Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms?. **Journal of Financial Research**, v. 26, n. 3, p. 371-387, 2003. <https://doi.org/10.1111/1475-6803.00064>
- ALLI, K. L.; KHAN, A. Q.; RAMIREZ, G. G. Determinants of corporate dividend policy: a factorial analysis. **Financial Review**, v. 28, n. 4, p. 523-547, 1993. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1993.tb01361.x>
- ALMEIDA, L. A. G.; TAVARES, F. O.; PEREIRA, E. T. Determinantes da política de dividendos em Portugal. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 4, p. 162-181, 2014. <https://doi.org/10.4270/ruc.2014435>
- AMIDU, M.; ABOR, J. Determinants of dividend payout ratios in Ghana. **The Journal of Risk Finance**, v. 7, n. 2, p. 136-145, 2006. <https://doi.org/10.1108/15265940610648580>
- ARSLAN-AYAYDIN, Ö.; FLORACKIS, C.; OZKAN, A. Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 42, n. 2, p. 211-250, 2014. <https://doi.org/10.1007/s11156-012-0340-x>
- BAKER, H. K.; POWELL, G. E.; VEIT, E. T. Revisiting the dividend puzzle: do all of the pieces now fit?. **Review of Financial Economics**, v. 11, n. 4, p. 241-261, 2002. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(02\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(02)00044-7)
- BLACK, F. The dividend puzzle. **The Journal of Portfolio Management**, v. 2, n. 2, p. 5-8, 1976. <https://doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>
- BLAU, B. M.; FULLER, K. P. Flexibility and dividends. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 2, p. 133-152, 2008. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.02.003>
- BONAIMÉ, A. A.; HANKINS, K. W.; HARFORD, J. Financial flexibility, risk management, and payout choice. **The Review of Financial Studies**, v. 27, n. 4, p. 1074-1101, 2013. <https://doi.org/10.1093/rfs/hht045>
- BRAV, A.; et al. Payout policy in the 21st century. **Journal of Financial Economics**, v. 77, n. 3, p. 483-527, 2005. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.
- BROWN, J. R.; LIANG, N.; WEISBENNER, S. Executive financial incentives and payout policy: firm responses to the 2003 dividend tax cut. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 4, p. 1935-1965, 2007. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01261.x>

- BULAN, L. T.; SUBRAMANIAN, N. A closer look at dividend omissions: payout policy, investment and financial flexibility. **Working Paper**, 2008. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1335854>. Acesso em 23 set. 2017.
- BYOUN, S. Financial Flexibility and Capital Structure Decision. **Working Paper**, 2011. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1108850>>. Acesso em 10 abr. 2017.
- CAMPOS, A. L. S.; NAKAMURA, W. T. Rebalanceamento da Estrutura de Capital: endividamento setorial e folga financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, p. 20-37, 2015. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151789>
- DANIEL, N. D.; DENIS, D. J.; NAVINE, L. Sources of financial flexibility: evidence from cash flow shortfalls. **Working Paper**, 2010. Disponível em: <https://www.researchgate.net/profile/Naveen_Daniel/publication/228597401_Sources_of_financial_flexibility_Evidence_from_cash_flow_shortfalls/links/00463521aad4003712000000.pdf>. Acesso em 21 set. 2017.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L. Capital structure, payout policy, and financial flexibility. **WorkingPaper nº FBE 02-06**, 2007. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=916093>>. Acesso em 09 abr. 2017.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; SKINNER, D. J. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. **Journal of Financial Economics**, v. 72, n. 3, p. 425-456, 2004. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00186-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00186-7)
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; SKINNER, D. J. Corporate Payout Policy. **Foundations and Trends® in Finance**, v. 3, n. 2–3, p. 95-287, 2009.
- DENIS, D. J. Financial flexibility and corporate liquidity. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 3, p. 667-674, 2011. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.03.006>
- DENIS, D. J.; OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 1, p. 62-82, 2008. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 1, p. 3-43, 2001. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>
- FÁVERO, L. P. L.. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.
- FERNANDES, D. J. M.; RIBEIRO, A. M. O. Fatores determinantes da política de distribuição de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras da Euronext Lisbon. **Estudos do ISCA**, n. 7, 2013.

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

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>

FORTI, C.; SCHIOZER, R. F. Bank dividends and signaling to information-sensitive depositors. **Journal of Banking & Finance**, v. 56, p. 1-11, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.02.011>

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 44-62, 2009. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000100004>

GAMBA, A.; TRIANTIS, A. The value of financial flexibility. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 5, p. 2263-2296, 2008. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01397.x>

GHOSH, A.; JAIN, P. C. Financial leverage changes associated with corporate mergers. **Journal of Corporate Finance**, v. 6, n. 4, p. 377-402, 2000. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00007-9](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00007-9)

GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959. <https://doi.org/10.2307/1927792>

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 2, p. 187-243, 2001. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)

GREENE, W.H. **Econometric Analysis**. 7. ed. New York: Prentice Hall, 2011.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011

HARRIS, C. Financial Flexibility and Capital Structure. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, v. 19, n. 2, p. 119, 2015.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetric information and dividends payout at the São Paulo stock exchange (Bovespa). **Advances in Scientific and Applied Account**, v. 1, n. 1, p. 1-14, 2008.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, G. R.; SOLBERG, D. P.; ZORN, T. S. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 27, n. 2, p. 247-263, 1992. <https://doi.org/10.2307/2331370>

KING'WARA, R. The Relationship between Financial Flexibility and Dividend Payouts: a case of listed firms in Kenya. **European Journal of Business a Management**, v. 7, p. 51-58, 2015.

KOWALEWSKI, O.; STETSYUK, I.; TALAVERA, O. Corporate governance and dividend policy in Poland. **Working Paper**, 2007. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=986111>. Acesso em 11 dez. 2017.

LIE, E. Financial flexibility, performance, and the corporate payout choice. **The Journal of Business**, v. 78, n. 6, p. 2179-2202, 2005. <https://doi.org/10.1086/497043>

LILJEBLOM, E.; PASTERNACK, D. Share repurchases, dividends and executive options: The effect of dividend protection. **European Financial Management**, v. 12, n. 1, p. 7-28, 2006. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00308.x>

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.

MARCHICA, M. T.; MURA, R. Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. **Financial Management**, v. 39, n. 4, p. 1339-1365, 2010. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01115.x>

MARQUES, L. D. **Modelos dinâmicos com dados em painel:** revisão da literatura. Série *Working Papers* do Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão (CEMPRE) da Faculdade de Economia do Porto, Portugal, n. 100, 2000.

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

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. <https://doi.org/10.1086/294442>

MOTA, D. C. **Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil.** 2007. 71 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Curso de Pós-Graduação da EAESP-FGV, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

NEVES, J. R. **Assimetria de informação e a política de dividendos: um estudo no mercado brasileiro.** 2011. 87f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2011.

RAPP, M. S.; SCHMID, T.; URBAN, D. L. The value of financial flexibility and payout policy. **Working Paper**. 2012. Disponível em:<[https://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/wbs/subjects/finance/fof2012/programme/rappschmidurban_the_value_of_financial flexibility_and_payout_policy_1.pdf](https://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/wbs/subjects/finance/fof2012/programme/rappschmidurban_the_value_of_financial	flexibility_and_payout_policy_1.pdf)>. Acesso em 28 set. 2017.

RODRIGUES, R. L. **Teoria de agência, governança corporativa e políticas de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto**. 2015. 91f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2015.

SANTOS, F. T. G. **A influência do investimento e do financiamento na política de distribuição de dividendos: evidência empírica das empresas do índice PSI 20**. 2014. 76 f. Dissertação (Mestrado em Finanças Empresariais) – Faculdade de Economia, Universidade do Algarve, Faro, Portugal, 2014.

SILVA, J. C. G.; BRITO, R. D. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 35, n. 1, p. 37-79, 2005. <https://doi.org/10.1590/S0101-41612005000100002>

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, 2016.

YUNG, K.; LI, D. D.; JIAN, Y. The value of corporate financial flexibility in emerging countries. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 32, p. 25-41, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2015.07.001>

ZAGONEL, T. **Política de dividendos, tributação e governança corporativa no Brasil**. 2013. 84 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013.

CAPÍTULO 4: CONCLUSÃO GERAL

A literatura financeira tem apontado que a flexibilidade financeira é um importante direcionador das decisões financeiras corporativas, porém ainda nota-se uma escassez de estudos sobre o tema, o que demonstra que a discussão ainda pode ser considerada incipiente. O objetivo do estudo consistiu em contribuir com mais evidências empíricas ao demonstrar a influência da flexibilidade financeira sobre as decisões de financiamento e de pagamento de dividendos, uma vez que a literatura tem apontado que a flexibilidade financeira possui importantes implicações tanto para a estrutura de capital, como para a distribuição de resultados.

Para se atingir o objetivo do estudo, foi estudada uma amostra com 614 companhias de capital aberto com dados disponíveis na base Económica e o período de análise foi de 2011 a 2016. O método econométrico adotado foi regressão multivariada com dados em painel (com efeito fixo e efeito aleatório) no primeiro artigo e regressão *Tobit* para dados censurados e regressão *Probit* (para checagem de robustez) no segundo artigo.

A escolha das variáveis utilizadas nos modelos econométricos foi feita em consonância com estudos que abordaram fatores determinantes da estrutura de capital e da distribuição de dividendos. A principal variável de interesse trata-se da flexibilidade financeira, representada por uma *proxy* capaz de identificar as empresas detentoras de capacidade de endividamento, uma vez que tal capacidade é apontada como a principal fonte de flexibilidade disponível.

Os resultados do primeiro estudo evidenciaram uma relação negativa significante entre a *proxy* de flexibilidade financeira e os níveis de endividamento. A relação negativa identificada é coerente com as previsões literárias, uma vez que espera-se que as empresas reduzam os níveis de endividamento como forma de assegurar flexibilidade financeira. De forma adicional, foi identificado que empresas maiores se endividam mais e que empresas lucrativas e em crescimento se endividam menos, conforme indicava as previsões da literatura.

Com relação ao segundo artigo, conforme previa a hipótese de pesquisa, foi identificada uma relação positiva e significante entre capacidade de endividamento e índice de dividendos por ativo, indicando que empresas possuidoras de flexibilidade financeira distribuem maiores níveis de dividendos. De forma complementar, foi identificado que empresas maiores, mais lucrativas, com maiores oportunidades de crescimento e maior liquidez distribuem maiores proporções de dividendos. Também constatou-se que maiores

níveis de endividamento, investimento e risco estão associados a menores níveis de distribuição de proventos.

No segundo estudo, optou-se por se fazer a checagem de robustez por meio de uma regressão *Probit*, para se avaliar a propensão da empresa distribuir dividendos. Os resultados da regressão *Probit* indicaram que empresas detentoras de capacidade de endividamento possuem maior propensão em distribuir dividendos, corroborando aos resultados anteriormente encontrados.

Este estudo contribui com o avanço da literatura nos seguintes aspectos: (1) Demonstra que as empresas reduzem os níveis de endividamento, como forma de assegurar flexibilidade financeira, e evidencia um novo fator determinante das decisões de financiamento das empresas brasileiras; (2) Evidencia que a capacidade de endividamento impacta na decisão de se distribuir dividendos, exercendo influência sobre o volume de proventos distribuído; (3) Corrobora com a discussão sobre os fatores determinantes da estrutura de capital e da distribuição de dividendos, por meio da realização de novos testes com dados atualizados; (4) Amplia a discussão sobre a flexibilidade financeira, demonstrando que a mesma se enquadra como um fator importante das decisões financeiras.

Mesmo diante das contribuições apontadas, destaca-se que o estudo possui algumas limitações. A literatura aponta que a flexibilidade financeira não é facilmente observável e, desta forma, a adoção de uma medida que a represente não é facilmente operacionalizada. Neste estudo optou-se por se utilizar uma medida já empregada em um estudo internacional e que representa a maior fonte de flexibilidade apontada pela literatura – a capacidade de dívida. Porém, outros fatores que também desencadeiam flexibilidade – como níveis de caixa e títulos e ativos reais prontamente negociáveis – não foram utilizados no presente estudo. Outra limitação refere-se a possível endogeneidade entre variáveis dos modelos econômétricos, uma vez que não foi empregada nenhuma técnica específica que permitisse o tratamento adequado para este problema. Destaca-se também que se optou por estudar o período de pós uniformização contábil, para facilitar a coleta dos dados, o que tornou o lapso temporal de análise menor.

Porém, mesmo diante das limitações existentes, o estudo avança ao demonstrar que a flexibilidade pode ser considerada um elemento importante, quando se trata de estudos sobre estrutura de capital e dividendos no Brasil. Para futuras pesquisas, sugere-se o emprego de novas medidas para mensurar a flexibilidade financeira, que englobe fatores além da capacidade de endividamento. A influência da flexibilidade no desempenho e na eficiência

operacional do negócio também se constitui em uma oportunidade de pesquisa futura. Ainda como sugestão de exploração futura, poderia ser analisado se os períodos de instabilidade econômica exercem influência sobre a manutenção de flexibilidade, fazendo com que as empresas mantenham posturas mais conservadoras. Outras sugestões seriam a realização de uma análise entre flexibilidade e políticas de gestão de caixa e tesouraria e também um estudo nas micro e pequenas empresas, para se avaliar o comportamento da flexibilidade neste contexto.