

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

BRUNO BARTASSON FERREIRA ROSA

ENSAIOS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS: EVIDÊNCIAS DOS IMPACTOS
DA GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO, DO CRÉDITO COMERCIAL
INTERNACIONAL E DA REGIONALIDADE

UBERLÂNDIA

2025

BRUNO BARTASSON FERREIRA ROSA

**ENSAIOS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS: EVIDÊNCIAS DOS IMPACTOS
DA GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO, DO CRÉDITO COMERCIAL
INTERNACIONAL E DA REGIONALIDADE**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGAdm) da Faculdade de Gestão e Negócios (FAGEN) da Universidade Federal de Uberlândia (UFU), como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Administração.

Área de concentração: Regionalidade e Gestão

Orientador: Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira

UBERLÂNDIA

2025

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

R788
2025

Rosa, Bruno Bartasson Ferreira, 1986-
Ensaaios sobre a política de dividendos [recurso eletrônico] :
Evidências dos impactos da gestão do capital de giro, do crédito
comercial internacional e da regionalidade / Bruno Bartasson
Ferreira Rosa. - 2025.

Orientador: Vinícius Silva Pereira.

Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia, Pós-
graduação em Administração.

Modo de acesso: Internet.

DOI <http://doi.org/10.14393/ufu.te.2025.574>

Inclui bibliografia.

Inclui ilustrações.

1. Administração. I. Pereira, Vinícius Silva, 1982-, (Orient.). II.
Universidade Federal de Uberlândia. Pós-graduação em
Administração. III. Título.

CDU: 658

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:

Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091

Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Administração
Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 1F, Sala 206 - Bairro Santa Mônica, Uberlândia-MG,
CEP 38400-902

Telefone: (34) 3239-4525 - www.fagen.ufu.br - ppgaadm@fagen.ufu.br



ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Administração				
Defesa de:	Tese de Doutorado Acadêmico, número 34, PPGADM				
Data:	12 de setembro de 2025	Hora de início:	14:00	Hora de encerramento:	17:00
Matrícula do Discente:	12113ADM002				
Nome do Discente:	Bruno Bartasson Ferreira Rosa				
Título do Trabalho:	ENSAIOS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS: EVIDÊNCIAS DOS IMPACTOS DA GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO, DO CRÉDITO COMERCIAL INTERNACIONAL E DA REGIONALIDADE				
Área de concentração:	Regionalidade e Gestão				
Linha de pesquisa:	Gestão Organizacional e Regionalidade				
Projeto de Pesquisa de vinculação:					

Reuniu-se virtualmente por web conferência, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Administração, assim composta: Professores(as) Doutores(as): Marcelo Fodra (UFU), Antonio Sérgio Torres Penedo (UFU), Tabajara Pimenta Júnior (USP), Daniela de Castro Melo (UFTM), Vinícius Silva Pereira (UFU), orientador(a) do(a) candidato(a). Ressalta-se que todos os membros da banca e o aluno participaram remotamente por web conferência.

Iniciando os trabalhos o presidente da mesa, o Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira, apresentou a Comissão Examinadora a(o) candidata(o), agradeceu a presença do público, e concedeu à(o) discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação da(o) Discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir, o(a) senhor(a) presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos examinadores, que passaram a arguir a(o) candidata(o). Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o candidato:

Aprovado

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Doutor.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Vinícius Silva Pereira, Professor(a) do Magistério Superior**, em 12/09/2025, às 16:43, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Fodra, Professor(a) do Magistério Superior**, em 12/09/2025, às 16:43, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Antônio Sérgio Torres Penedo, Professor(a) do Magistério Superior**, em 12/09/2025, às 17:30, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Daniela de Castro Melo, Usuário Externo**, em 15/09/2025, às 13:18, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Tabajara Pimenta Junior, Usuário Externo**, em 17/09/2025, às 10:57, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **6628573** e o código CRC **061FEE88**.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha mãe, Aparecida, que já não está mais presente neste plano, mas cuja lembrança me fortalece, e ao meu pai, Alan Kardec. Ambos me ensinaram a valorizar o conhecimento e a seguir pelo bom caminho. Minha eterna gratidão.

À minha esposa, Arianne, por todo o suporte e pela compreensão durante esta longa jornada.

Aos meus filhos, Gabriela e Miguel, que renovam diariamente o sentido da minha vida.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Vinícius Silva Pereira, pela dedicação, apoio e competência na orientação deste trabalho.

Aos Professores Dr. José Eduardo Ferreira Lopes, Dr. Valdir Machado Valadão Júnior e Dra. Cristiane Betanho, pela acolhida no Mestrado e pelo incentivo em encarar o desafio do Doutorado.

Aos membros da banca de qualificação e de defesa, agradeço pelas críticas e contribuições fundamentais para o aprimoramento desta tese.

Enfim, a todos aqueles que, de forma direta ou indireta, contribuíram para a realização deste trabalho, o meu sincero agradecimento.

RESUMO

Contextualização: A política de dividendos está no centro da compreensão das finanças corporativas, mas ainda é um tema complexo e controverso na literatura. Por outro lado, a gestão do capital de giro, apesar de comumente tratada como uma função operacional, pesquisas mais recentes têm evidenciado o seu impacto nas finanças de longo prazo. Essa mudança de perspectiva abre espaço para investigações inovadoras. Nesse contexto, esta pesquisa propõe analisar os impactos da gestão do capital de giro e da regionalidade na política de dividendos das empresas, incorporando de forma inédita a análise do impacto do crédito comercial internacional no índice de dividendos distribuídos aos acionistas.

Objetivo: A tese tem como objetivo central analisar os determinantes da política de dividendos das empresas brasileiras, com foco na gestão do capital de giro, no crédito comercial internacional e na localização geográfica. O primeiro ensaio, de natureza teórica, buscou explicar, com base nas principais teorias e evidências empíricas, como a gestão do capital de giro e o crédito comercial internacional influenciam as decisões de distribuição de lucros. O segundo ensaio, empírico, teve como objetivo testar as hipóteses formuladas no ensaio teórico, utilizando dados de empresas brasileiras. Já o terceiro ensaio investigou o impacto da localização da sede da empresa no centro financeiro nacional, especificamente no município de São Paulo, sobre a sua política de dividendos, explorando os efeitos da regionalidade no contexto das finanças corporativas.

Método: O primeiro estudo foi desenvolvido como um ensaio teórico. O segundo e o terceiro ensaios são pesquisas empíricas conduzidas por meio de modelos de regressão Tobit com dados em painel, aplicados em uma amostra de 355 empresas não financeiras, de capital aberto e listadas na B3, no período de 2010 a 2021.

Resultados: Os resultados indicam que empresas com menor ciclo de conversão de caixa, e com menores prazos médios de recebimento e de estocagem, tendem a distribuir mais dividendos. Por outro lado, não foi identificada uma relação estatisticamente significativa entre o crédito comercial internacional e o prazo médio de pagamento com a política de dividendos. Além disso, contrariando a expectativa teórica, os resultados não confirmaram a hipótese de que empresas sediadas no Município de São Paulo, considerado o centro financeiro nacional, distribuem mais dividendos a seus acionistas.

Aderência da pesquisa com a área de concentração do PPGAdm (Regionalidade e Gestão) e com a linha de pesquisa: O estudo adere à área de concentração Regionalidade e Gestão e à linha de pesquisa Gestão Organizacional e Regionalidade (temática de finanças) ao abordar um dos aspectos da gestão financeira das organizações, qual seja os impactos da internacionalização nas finanças corporativas, considerando as implicações para as empresas integrantes da região na qual a UFU desenvolve maior influência, o que fornece subsídios para o seu desenvolvimento.

Impacto e caráter inovador na produção intelectual: Ampliam-se as evidências sobre os determinantes da política de dividendos em um mercado emergente como o brasileiro, ao analisar o pouco explorado impacto que esta sofre em razão de decisões de curto prazo. Ainda, analisa-se, de forma inédita, a influência do crédito comercial internacional no índice de dividendos distribuídos.

Impacto econômico, social e regional: Economicamente, os resultados orientam gestores na formulação de políticas de dividendos mais eficientes e auxiliam investidores na identificação de empresas com maior potencial de distribuição, inclusive com base em características regionais. Socialmente, a pesquisa amplia a transparência das decisões financeiras corporativas e contribui para a redução da assimetria de informações entre empresas e investidores, fortalecendo a confiança no mercado de capitais. Regionalmente, o estudo desafia a premissa de que empresas situadas em centros financeiros nacionais, como o município de São Paulo, tendem a distribuir mais dividendos, reforçando que a política de dividendos é explicada por fundamentos da firma, e não por sua localização.

Implicações regionais: As implicações econômicas e sociais desta pesquisa podem ser estendidas às empresas integrantes da região na qual a UFU desenvolve maior influência, quais sejam as mesorregiões do Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, sul de Goiás e leste do Mato Grosso do Sul. Os resultados do terceiro ensaio indicam que a política de dividendos de empresas sediadas fora do centro financeiro nacional não é estatisticamente diferente daquelas localizadas no centro financeiro nacional, o que sugere que outros fatores de governança e desempenho se sobrepõem ao efeito geográfico.

Objetivos de Desenvolvimento Sustentável atendidos na pesquisa: A pesquisa promove o ODS 8, ao trabalhar como a obtenção de recursos financeiros perante parceiros comerciais internacionais, que é considerado uma alternativa à obtenção de recursos perante as instituições financeiras, influencia a gestão financeira das empresas, contribuindo para o seu crescimento econômico e do país. Também promove o ODS 17, que prevê o incentivo à exportação proveniente de países menos desenvolvidos, de modo a facilitar o seu acesso ao mercado e aumentar a sua participação nas exportações globais. Assim, ao estudar os impactos da obtenção de crédito perante fornecedores estrangeiros contribui para ampliar a compreensão dos fatores que influenciam a gestão financeira das empresas que atuam ou pretendem atuar internacionalmente.

Palavras-chave: Política de dividendos; gestão do capital de giro; crédito comercial internacional; regionalidade.

ABSTRACT

Contextualization: Dividend policy is at the heart of understanding corporate finance, but it is still a complex and controversial topic in the literature. On the other hand, working capital management, although commonly treated as an operational function, more recent research has shown its impact on long-term finance. This change in perspective opens up space for innovative research. In this context, this research proposes to analyze the impacts of working capital management and regionality on companies' dividend policy, incorporating in an unprecedented way the analysis of the impact of international trade credit on the index of dividends distributed to shareholders.

Objective: The main objective of the thesis is to analyze the determinants of the dividend policy of Brazilian companies, focusing on working capital management, international trade credit and geographic location. The first essay, of a theoretical nature, sought to explain, based on the main theories and empirical evidence, how working capital management and international trade credit influence profit distribution decisions. The second empirical essay aimed to test the hypotheses formulated in the theoretical essay, using data from Brazilian companies. The third essay investigated the impact of the location of the company's headquarters in the national financial center, specifically in the city of São Paulo, on its dividend policy, exploring the effects of regionality in the context of corporate finance.

Method: The first study was developed as a theoretical essay. The second and third essays are empirical research conducted using Tobit regression models with panel data, applied to a sample of 355 non-financial, publicly traded companies listed on B3, from 2010 to 2021.

Results: The results indicate that companies with a shorter cash conversion cycle and shorter average collection and storage periods tend to distribute more dividends. On the other hand, no statistically significant relationship was identified between international trade credit and the average payment period with the dividend policy. Furthermore, contrary to theoretical expectations, the results did not confirm the hypothesis that companies headquartered in the city of São Paulo, considered the national financial center, distribute more dividends to their shareholders.

Adherence of the research with the PPGAdm concentration area (Regionality and Management) and with the research line: The study adheres to the Regionality and Management concentration area and the Organizational Management and Regionality research line (finance theme) by addressing one of the aspects of the financial management of organizations, namely the impacts of internationalization on corporate finance, considering the implications for companies that are part of the region in which UFU has greater influence, which provides support for its development.

Impact and innovative character in intellectual production: The evidence on the determinants of dividend policy in an emerging market such as Brazil is expanded by analyzing the little-explored impact that this policy suffers due to short-term decisions. Furthermore, the influence of international commercial credit on the index of distributed dividends is analyzed for the first time.

Economic, social and regional impact: Economically, the results guide managers in formulating more efficient dividend policies and help investors identify companies with greater distribution potential, including based on regional characteristics. Socially, the research

increases the transparency of corporate financial decisions and contributes to reducing information asymmetry between companies and investors, strengthening confidence in the capital market. Regionally, the study challenges the premise that companies located in national financial centers, such as the city of São Paulo, tend to distribute more dividends, reinforcing that dividend policy is explained by the firm's fundamentals, not its location.

Regional implications: The economic and social implications of this research can be extended to companies in the region where UFU has the greatest influence, namely the mesoregions of Triângulo Mineiro, Alto Paranaíba, southern Goiás and eastern Mato Grosso do Sul. The results of the third trial indicate that the dividend policy of companies headquartered outside the national financial center... is not statistically different from those located in the center, which suggests that other governance and performance factors override the geographic effect.

Sustainable Development Goals met in the research: The research promotes SDG 8, by working on how obtaining financial resources from international trading partners, which is considered an alternative to obtaining resources from financial institutions, influences the financial management of companies, contributing to their economic growth and that of the country. It also promotes SDG 17, which provides for the incentive to exports from less developed countries, in order to facilitate their access to the market and increase their share in global exports. Thus, studying the impacts of obtaining credit from foreign suppliers contributes to broadening the understanding of the factors that influence the financial management of companies that operate or intend to operate internationally.

Keywords: Dividend policy; working capital management; international trade credit; regionality.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Síntese das hipóteses da pesquisa	17
Figura 2 - Framework sobre o impacto da gestão do capital de giro e do crédito comercial internacional na política de dividendos.	41
Figura 3 – Distribuição Setorial da Amostra.....	61
Figura 4 - Taxa SELIC Média Anual – 2010 a 2021	95
Figura 5 - Síntese dos resultados das hipóteses de pesquisa	102

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Descrição das variáveis do estudo	57
Tabela 2 - Estatística descritiva	62
Tabela 3 - Estatística Descritiva por Macro Setor	63
Tabela 4 - Matriz de correlação	66
Tabela 5 - Resultados das regressões Tobit com dados em painel	68
Tabela 6 - Descrição das variáveis do estudo	84
Tabela 7 - Estatística descritiva	88
Tabela 8 - Matriz de correlação	90
Tabela 9 - Resultados da regressão Tobit com dados em painel	92
Tabela 10 - Resultados do teste de robustez	97

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BETA – Risco sistemático
CCC – Ciclo de Conversão de Caixa
CCI – Crédito Comercial Internacional
CIC – Câmara de Comércio Internacional
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
CX – Caixa
DIV – Índice de distribuição de dividendos
FAGEN – Faculdade de Gestão e Negócios
FIV – Fator de Inflação de Variância
GMM – Método dos Momentos Generalizados
INT – Internacionalização
LCX – Caixa
LEV – Alavancagem
LEVPL – Alavancagem
LIQ – Liquidez
MKB – Oportunidades de investimento
MQO – Método dos Mínimos Quadrados
NIC – Normas Internacionais de Contabilidade
ODS – Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
ONU – Organização das Nações Unidas
PIB – Produto Interno Bruto
PME – Prazo Médio de Estoques
PMP – Prazo Médio de Pagamento
PMR – Prazo Médio de Recebimento
PPGAdm – Programa de Pós-Graduação em Administração
REG – Regionalidade
ROA – Rentabilidade
ROE – Rentabilidade
SELIC – Taxa básica de juros da economia
SPELL – *Scientific Periodicals Electronic Library*
TAM – Tamanho
TANG – Nível de tangibilidade dos ativos

TOBIN – Oportunidades de investimento

UFU – Universidade Federal de Uberlândia

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1: Introdução Geral.....	16
CAPÍTULO 2: Gestão do Capital de Giro e Crédito Comercial Internacional: Impactos na Política de Dividendos	20
2.1 Introdução	21
2.2 Teorias sobre Política de Dividendos	24
2.3 Gestão do Capital de Giro e Política de Dividendos	29
2.4 Pesquisas Empíricas	31
2.5 Crédito Comercial.....	34
2.6 Crédito Comercial Internacional e Política de Dividendos.....	37
2.7 Considerações Finais	42
CAPÍTULO 3: Política de Dividendos de Empresas Brasileiras: Uma Análise do Impacto da Gestão do Capital de Giro e do Crédito Comercial Internacional	45
3.1 Introdução	46
3.2 Referencial Teórico.....	48
3.2.1 Gestão do Capital de Giro e Política de Dividendos	48
3.2.2 Crédito Comercial Internacional e Política de Dividendos	53
3.3 Aspectos Metodológicos.....	55
3.4 Análise e Discussão dos Resultados.....	60
3.4.1 Estatística Descritiva.....	60
3.4.2 Análise de Correlação	65
3.4.3 Análise de Regressão	67
3.5 Considerações Finais	72
CAPÍTULO 4: Efeitos da Regionalidade na Política de Dividendos: As Empresas do Centro Financeiro Nacional Distribuem Mais Dividendos?.....	75
4.1 Introdução	76
4.2 Referencial Teórico.....	77
4.2.1 Regionalidade e Desenvolvimento Socioeconômico.....	78
4.2.2 Impacto da Regionalidade nas Decisões Financeiras	79
4.2.3 Assimetria de Informação e Custos de Agência na Política de Dividendos.....	81
4.3 Aspectos Metodológicos.....	82
4.4 Análise e Discussão dos Resultados.....	87
4.4.1 Estatística Descritiva.....	87
4.4.2 Análise de Correlação	90
4.4.3 Análise de Regressão	91

4.4.4 Teste de Robustez	96
4.5 Considerações Finais	98
CAPÍTULO 5: Considerações Finais Gerais	101
REFERÊNCIAS	104

CAPÍTULO 1: Introdução Geral

A política de dividendos é o processo de determinação do percentual de lucros a ser distribuído aos acionistas (Pinto et al., 2020). Embora ocupe posição central nas finanças corporativas, permanece como um dos temas mais controversos e complexos da área. Após décadas de estudos, ainda há divergências quanto à teoria que melhor explica a política de dividendos, os seus determinantes e como estes interagem (Bhattacharya, 2007; Booth & Zhou, 2017). Nesse contexto, destaca-se a necessidade contínua de aprofundamento teórico e empírico sobre o tema (Allen & Michaely, 1995), a fim de superar a clássica metáfora de Black (1976), que comparava a política de dividendos a um quebra-cabeça com peças que não se encaixam.

A recente evolução do mercado de capitais brasileiro, que se consolidou como a principal infraestrutura do mercado financeiro do país com alta tecnologia e avançados segmentos de governança como o Novo Mercado, torna ainda mais relevante o estudo sobre os determinantes da política de dividendos. Nesse cenário, marcado pela volatilidade dos juros e por um salto no número de investidores de 700 mil para 5 milhões em seis anos (B3, 2025), a literatura ainda carece de estudos que articulem a distribuição de lucros com fatores operacionais (Xu et al., 2021) e contextuais (Yao et al., 2019), a exemplo da gestão do capital de giro, da regionalidade e do impacto do crédito comercial internacional.

A gestão eficiente do capital de giro também desempenha um papel relevante nas finanças corporativas, sendo considerada um componente essencial da administração empresarial (Boisjoly et al., 2020). A Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa (CCC), proposta por Richards e Laughlin (1980), fornece uma ferramenta importante para avaliar essa eficiência. O CCC compreende a gestão de estoques, a concessão de crédito aos clientes e a utilização de crédito junto a fornecedores. Ele representa o intervalo de tempo entre o pagamento pela aquisição de insumos e o recebimento das vendas. Quanto menor o CCC, mais eficiente é a gestão do capital de giro.

As pesquisas sobre gestão do capital de giro têm se concentrado na análise do seu impacto sobre a rentabilidade das empresas (Prasad et al., 2019). No entanto, Kieschnick et al. (2013) ampliaram esse debate ao demonstrar que a eficiência nessa atividade também impacta o valor de mercado das firmas, indicando que as decisões operacionais podem ter efeitos estratégicos e de longo prazo (Kieschnick et al., 2013). Esse avanço teórico abre espaço para novas abordagens que integrem a gestão do capital de giro a outras decisões financeiras, como a política de dividendos. Ainda assim, a relação entre essas duas dimensões é pouco explorada (Xu et al., 2021), e a possível influência da utilização estratégica do crédito comercial

internacional sobre a distribuição de lucros ainda não foi investigada, o que representa uma importante lacuna.

O crédito comercial internacional é uma modalidade de financiamento de curto prazo concedido por fornecedores estrangeiros, que permite às empresas postergar pagamentos em transações internacionais, reduzindo o seu CCC (Pattnaik et al., 2020). Essa modalidade pode desempenhar um papel estratégico na gestão do capital de giro e nas decisões financeiras no Brasil, mercado que, apesar dos avanços em sua infraestrutura, é marcado por alta volatilidade dos juros, tornando fontes alternativas de financiamento essenciais para as companhias.

Outro aspecto pouco explorado diz respeito à influência da regionalidade na política de dividendos. A localização da empresa em centros financeiros nacionais, como São Paulo, pode proporcionar vantagens institucionais que afetam o acesso a recursos e informações (Farooq & Aktaruzzaman, 2020). Apesar disso, a literatura brasileira carece de análises empíricas que investiguem como esses fatores regionais impactam a distribuição de lucros. Assim, a presente tese visa explorar essa relação, ampliando a compreensão dos determinantes da política de dividendos no país.

Com o objetivo de preencher essas lacunas, esta tese está estruturada em três ensaios. O primeiro consiste em um ensaio teórico que, com base nas Teorias dos Custos de Agência e de Sinalização, defende que a gestão eficiente do capital de giro e a utilização estratégica do crédito comercial internacional influenciam positivamente a política de dividendos das empresas. O segundo ensaio testa empiricamente essas hipóteses, utilizando uma amostra composta por empresas brasileiras. O terceiro ensaio investiga, também de forma empírica, se a localização da sede da empresa em São Paulo, principal centro financeiro do país, está associada a uma maior distribuição de lucros.

A Figura 1 sintetiza as hipóteses da pesquisa que são objeto de investigação empírica nos capítulos 3 e 4.

Figura 1 - Síntese das hipóteses da pesquisa

Capítulo	Hipótese	Descrição
3	H ₁	O Ciclo de Conversão de Caixa apresenta efeito negativo no índice de distribuição de dividendos de empresas brasileiras.
	H ₂	O Prazo Médio de Recebimento apresenta efeito negativo no índice de distribuição de dividendos de empresas brasileiras.
	H ₃	O Prazo Médio de Estoques apresenta efeito negativo no índice de distribuição de dividendos de empresas brasileiras.
	H ₄	O Prazo Médio de Pagamento apresenta efeito positivo no índice de distribuição de dividendos de empresas brasileiras.
	H ₅	O Crédito Comercial Internacional apresenta efeito positivo no índice de distribuição de dividendos de empresas brasileiras.

4	H ₁	A localização da sede da empresa na cidade de São Paulo tem relação positiva com o índice de distribuição de dividendos.
---	----------------	--

Fonte: Elaboração própria.

A principal contribuição teórica do trabalho é o desenvolvimento da tese de que o crédito comercial internacional impacta positivamente a política de dividendos das empresas. Diante dessa formulação, amplia-se o escopo das finanças corporativas ao propor que decisões financeiras de curto prazo podem influenciar escolhas estratégicas de longo prazo. Adicionalmente, ampliam-se as evidências sobre os determinantes da política de dividendos em um mercado emergente como o brasileiro, ao analisar os impactos do CCC, de cada um de seus componentes e da regionalidade na política de dividendos.

Do ponto de vista empírico, a tese oferece contribuições práticas relevantes para gestores, investidores e formuladores de políticas públicas. Para os gestores, os estudos desenvolvidos auxiliam na tomada de decisões mais eficientes relacionadas à distribuição de lucros. Para os investidores, os achados auxiliam na identificação de empresas com maior potencial de pagamento de dividendos, inclusive com base em características regionais, como a localização em centros financeiros. Já para os formuladores de políticas públicas, a pesquisa indica a importância de medidas que estimulem o acesso ao mercado de capitais por empresas situadas fora do centro financeiro nacional e promovam um crescimento econômico mais equilibrado e sustentável.

A pesquisa também gera contribuição social ao tornar a política de dividendos das companhias mais transparente para os investidores, proporcionando uma compreensão mais aprofundada dos fatores que influenciam as decisões financeiras das companhias. Ao reduzir a assimetria de informações entre investidores e gestores, o estudo possibilita que os investidores tomem decisões mais informadas, alinhadas com seus objetivos de recebimento de dividendos ou valorização de capital. Esse avanço fortalece a confiança no mercado de capitais, estimula investimentos e contribui para um ambiente de negócios mais equitativo e sustentável.

Do ponto de vista regional, a tese enriquece o debate sobre as desigualdades territoriais ao investigar se empresas localizadas no centro financeiro brasileiro apresentam vantagens comparativas na distribuição de dividendos. As evidências ressaltam a necessidade de políticas públicas voltadas à descentralização econômica, à redução das disparidades regionais e à ampliação do acesso ao mercado financeiro por empresas de diferentes localidades. Ao evidenciar como a localização geográfica influencia a política de dividendos, a pesquisa também contribui para reflexões mais amplas sobre o papel da regionalidade no desenvolvimento corporativo e econômico nacional.

Em consonância com a área de concentração “Regionalidade e Gestão” do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGAdm) da Faculdade de Gestão e Negócios (FAGEN) da Universidade Federal de Uberlândia (UFU), os resultados obtidos nesta pesquisa, especialmente no terceiro ensaio, são de particular interesse para as empresas localizadas na região de influência da UFU. O estudo investigou se a localização fora do centro financeiro nacional impactaria a política de dividendos, mas os resultados empíricos não confirmaram um efeito estatisticamente significativo. Isso sugere que, para as empresas situadas na região de influência da UFU, a distância do centro financeiro nacional, por si só, não se mostrou um fator determinante em sua política de distribuição de dividendos, indicando que outras variáveis de gestão e de mercado podem ser mais relevantes.

Vale mencionar que ao contribuir para uma melhor compreensão dos aspectos organizacionais e regionais que influenciam a gestão financeira das empresas brasileiras, a pesquisa contribui para o crescimento econômico nacional e, consequentemente, ajuda a promover dois dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da Organização das Nações Unidas (ONU).

Em primeiro lugar, promove o ODS 8 ao trabalhar como a obtenção de recursos financeiros junto a parceiros comerciais internacionais, que é considerado uma alternativa à obtenção de recursos perante as instituições financeiras, influencia a gestão financeira das empresas, contribuindo para o seu crescimento econômico e do país.

Em segundo lugar, promove o ODS 17, que prevê o incentivo à exportação proveniente de países menos desenvolvidos, de modo a facilitar o seu acesso ao mercado e aumentar a sua participação nas exportações globais. Assim, ao estudar os impactos da obtenção de crédito junto a fornecedores estrangeiros, a pesquisa contribui para ampliar a compreensão dos fatores que podem interferir na gestão financeira das empresas internacionalizadas ou que pretendem se internacionalizar.

CAPÍTULO 2: Gestão do Capital de Giro e Crédito Comercial Internacional: Impactos na Política de Dividendos

Resumo

A política de dividendos e a gestão do capital de giro são consideradas decisões financeiras importantes para as empresas, principalmente no cenário de internacionalização. Dentre as diversas teorias que buscam explicar a política de dividendos, destacam-se a da Irrelevância, de Suavização, do Pássaro na Mão, de Catering, de Sinalização, dos Custos de Agência e do Ciclo de Vida. A gestão do capital de giro por sua vez está intrinsecamente relacionada à Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa, que fornece um referencial importante para mensurar a sua eficiência. Esse ciclo, representado pela gestão de recebíveis, estoques e crédito comercial, reflete o intervalo de tempo entre o desembolso para aquisição de insumos e o retorno do capital via vendas. Quanto menor o ciclo de conversão de caixa, mais eficiente é a gestão do capital de giro. Nesse sentido, este ensaio teórico tem como objetivo aprofundar a compreensão da relação entre a gestão do capital de giro e a política de dividendos, bem como discutir, de forma inédita, os possíveis impactos do crédito comercial internacional no índice de distribuição de dividendos. O crédito comercial internacional tem se tornado cada vez mais importante para as empresas, especialmente as brasileiras, que buscam expandir suas operações no mercado internacional. A sua utilização mitiga as incertezas do mercado externo e os desafios do mercado financeiro nacional, que, apesar de sua sofisticação e avanços em governança, opera em um cenário de alta volatilidade das taxas de juros que eleva os custos de captação de recursos. As premissas inéditas das relações entre a gestão do capital de giro, fornecedores internacionais e a política de dividendos que esta pesquisa estabelece foram fundamentadas principalmente nas Teorias de Sinalização e dos Custos de Agência. A redução do ciclo de conversão de caixa, obtida por meio da restrição à concessão de crédito, da diminuição dos custos com estoques e do financiamento operacional junto a fornecedores nacionais e internacionais, contribui diretamente para o aumento da liquidez, do caixa e da rentabilidade das empresas. No contexto do crédito comercial internacional, os fluxos de caixa livre auferidos com a exclusão da taxa cobrada pelas instituições financeiras e do aproveitamento das flutuações cambiais ampliam o volume de recursos disponíveis. Esse excedente intensifica a utilidade dos dividendos como instrumento de redução dos custos de agência e de sinalização de boas perspectivas futuras de desempenho. Como sugestão para futuras pesquisas, propõe-se o teste empírico da hipótese construída neste ensaio.

Palavras-chave: Teoria de Sinalização; Teoria dos Custos de Agência; Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa; crédito comercial internacional.

Abstract

Dividend policy and working capital management are considered important financial decisions for companies, especially in the context of internationalization. Among the various theories that seek to explain dividend policy, the most prominent are Irrelevance, Smoothing, Bird in the Hand, Catering, Signaling, Agency Costs, and Life Cycle Theory. Working capital management, in turn, is intrinsically related to the Cash Conversion Cycle Theory, which provides an important benchmark for measuring its efficiency. This cycle, represented by the

management of receivables, inventory, and trade credit, reflects the time lag between the disbursement for the acquisition of inputs and the return on capital through sales. The shorter the cash conversion cycle, the more efficient the working capital management. Therefore, this theoretical essay aims to deepen the understanding of the relationship between working capital management and dividend policy, as well as to discuss, in a unique way, the possible impacts of international trade credit on the dividend payout ratio. International trade credit has become increasingly important for companies, especially Brazilian ones, seeking to expand their operations in the international market. Its use mitigates the uncertainties of the foreign market and the challenges of the domestic financial market, which, despite its sophistication and advances in governance, operates in a scenario of highly volatile interest rates that increases the costs of raising funds. The unprecedented premises of the relationship between working capital management, international suppliers, and dividend policy established in this research were based primarily on Signaling and Agency Cost Theories. The reduction in the cash conversion cycle, achieved through restrictions on credit granting, reduced inventory costs, and operational financing from domestic and international suppliers, directly contributes to increased liquidity, cash flow, and profitability of companies. In the context of international trade credit, the free cash flows obtained by excluding the fees charged by financial institutions and taking advantage of exchange rate fluctuations increase the volume of available resources. This surplus intensifies the usefulness of dividends as a tool for reducing agency costs and signaling positive future performance prospects. As a suggestion for future research, we propose empirically testing the hypothesis developed in this essay.

Keywords: Signaling Theory; Agency Cost Theory; Cash Conversion Cycle Theory; International Trade Credit.

2.1 Introdução

A política de dividendos consiste no processo de determinação do percentual de lucros a ser distribuído aos acionistas da empresa. É uma decisão de grande importância para as firmas, pois influencia as suas decisões de investimento e financiamento. Também é relevante para os investidores e acionistas, pois permite que tomem decisões de investimentos condizentes com as suas expectativas (Pinto et al., 2020).

Algumas teorias foram desenvolvidas para explicar a política de dividendos das empresas, como a Teoria da Irrelevância (Miller & Modigliani, 1961), a de Suavização (Lintner, 1956), a do Pássaro na Mão (Lintner, 1956; Gordon, 1959), a de *Catering* (Baker & Wurgler, 2005), a de Sinalização (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985), a dos Custos de Agência (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986) e a do Ciclo de Vida das Empresas (Fama & French, 2001).

Dentre essas teorias, este ensaio fundamenta-se nas de Sinalização, dos Custos de Agência e do Ciclo de Vida para analisar o impacto da gestão do capital de giro e do crédito comercial internacional na política de dividendos. Em relação às demais teorias, parte-se do

pressuposto de que a política de dividendos não é irrelevante para as empresas, seus gestores e investidores. Considera-se, ainda, que há pouca suavização por parte das empresas brasileiras, havendo uma rápida incorporação dos lucros à sua política de dividendos (Prazeres & Lagioia, 2020; Prazeres et al., 2021). As Teorias do Pássaro na Mão e de *Catering* não são abordadas de forma aprofundada, pois estão mais relacionadas às preferências dos investidores e à demanda por dividendos, enquanto o foco deste ensaio é o efeito de determinados aspectos da gestão operacional no percentual de lucros que são distribuídos aos acionistas.

Além das teorias desenvolvidas sobre políticas de dividendos, pesquisas empíricas têm sido realizadas para testá-las e identificar seus determinantes. No entanto, os resultados desses estudos são diversos e ainda não resolveram as controvérsias existentes (Pinto et al., 2020). Nesse contexto, continua atual a observação de Brealey e Myers (2003) no sentido de que a política de dividendos é um dos problemas mais importantes não resolvidos da área de finanças.

Uma das questões ainda pouco explorada na literatura é a relação entre a gestão do capital de giro e a política de dividendos (Xu et al., 2021). A gestão do capital de giro também tem importância significativa na literatura de finanças corporativas e é um aspecto crucial da gestão empresarial. Empresas como a Dell e a GE demonstraram ser possível economizar bilhões de dólares com a gestão eficiente do capital de giro, por meio de estratégias como a extensão de dias a pagar, minimização do estoque e maximização da velocidade de recebimento de contas (Boisjoly et al., 2020).

Nesse sentido, o presente ensaio teórico se vale da Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa, aprimorada para o nível estratégico, para defender que a gestão eficiente do capital de giro e de cada um de seus componentes gera efeitos positivos sobre a distribuição de dividendos aos acionistas. Essa teoria, proposta por Richards e Laughlin (1980), é uma ferramenta importante para avaliar a eficiência da gestão do capital de giro. O Ciclo de Conversão de Caixa envolve a gestão de recebíveis, de estoques e a utilização de crédito comercial. Ele reflete o intervalo de tempo entre o momento em que uma empresa realiza um desembolso de caixa para adquirir insumos e o momento em que ela recebe de volta o caixa proveniente das vendas de produtos. Assim, quanto menor o CCC, mais eficiente é a gestão do capital de giro.

A Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa foi criada sob um viés operacional (Kieschnick et al., 2013). Assim, o foco das pesquisas sobre gestão do capital de giro tem sido a análise da Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa com a rentabilidade das empresas, o que indica a necessidade de trabalhar o tema sob outras perspectivas (Prasad et al., 2019). Um viés mais estratégico e menos operacional da Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa foi inaugurado

na literatura por Kieschnick et al. (2013), quando pesquisaram o seu impacto nas finanças de longo prazo, mais especificamente no valor das empresas.

Seguindo a sugestão de futuras pesquisas de Prasad et al. (2019) e de Carroll e Neumann (2022), bem como a necessidade de análise da Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa sob um prisma mais estratégico, inaugurada por Kieschnick et al. (2013), entende-se relevante ampliar os fundamentos teóricos acerca dos impactos da gestão do capital de giro na política de dividendos das empresas, e investigar, de forma inédita, os possíveis impactos da obtenção de crédito comercial internacional no percentual dos lucros que é distribuído aos acionistas.

O crédito comercial internacional é uma modalidade de financiamento de curto prazo concedida por fornecedores estrangeiros a empresas compradoras de bens e serviços no comércio internacional (Pattnaik et al., 2020). Esse crédito permite que as empresas adquiram mercadorias e insumos sem a necessidade de pagamento imediato, funcionando como um importante substituto ou complemento às fontes tradicionais de financiamento, como a emissão de títulos e ações (Yazdanfar & Öhman, 2016), e aos empréstimos bancários (Casey & O'Toole, 2014).

Em um contexto de restrições de crédito e elevada complexidade do comércio exterior, essa forma de financiamento viabiliza operações internacionais ao reduzir a necessidade de capital de giro imediato (Bajaher & Shatari, 2022). Além disso, permite a otimização da gestão financeira, possibilitando maior flexibilidade no pagamento e a exploração estratégica das flutuações cambiais (Toorn, 1986). Empresas brasileiras, que frequentemente enfrentam riscos como instabilidade monetária e barreiras comerciais (Santos Jhuniór et al., 2021), podem utilizar o crédito comercial internacional para mitigar incertezas e aumentar sua competitividade no mercado global (Eduardsen & Marinova, 2020).

Dessa forma, o estudo tem como objetivo desenvolver a tese de que o crédito comercial internacional impacta positivamente a política de dividendos das empresas, assim como ocorre com a gestão eficiente do capital de giro. Ao permitir o alongamento dos prazos de pagamento e reduzir a necessidade de desembolsos imediatos, o CCI contribui para uma gestão mais eficiente do capital de giro. Essa eficiência gera efeitos positivos no caixa (Gill et al. 2019; Bhatia et al., 2021), na liquidez (Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024) e na rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024), tornando os dividendos um mecanismo útil para reduzir os custos de agência ou para sinalizar boas perspectivas futuras de rentabilidade. Além disso, a exploração do CCI também permite a geração de caixa adicional, seja pela substituição de um mercado financeiro complexo (Emery, 1984), seja pela exploração das flutuações cambiais (Toorn, 1986), favorecendo uma maior distribuição de dividendos.

A pesquisa é conduzida como um ensaio teórico. Segundo Meneghetti (2011), o ensaio precisa ter algum elemento de ineditismo, o que pode se evidenciar na argumentação, no recorte temático, na abordagem epistemológica ou na subversão de paradigmas estabelecidos. No entanto, ele não deve ser confundido com um estudo do tipo estado da arte, no qual são criticamente apresentadas as posições de vários autores, escolas ou correntes (Bertero, 2011). Tampouco deve ser avaliado por sua abrangência de cobertura, como a pesquisa bibliográfica e o artigo de revisão, ou pelo rigor dos processos quantitativos e evidências empíricas, como a pesquisa bibliométrica. Sua avaliação deve se concentrar, sobretudo, na originalidade e ineditismo da proposição (Soares et al., 2018).

Assim, a partir da análise crítica da produção científica sobre política de dividendos, gestão do capital de giro e crédito comercial internacional, buscou-se explorar uma lacuna ainda não abordada pela literatura: os possíveis impactos da obtenção de crédito comercial internacional na política de dividendos. Para isso, foi realizado um levantamento bibliográfico nas bases Web of Science e Scopus, utilizando-se as seguintes palavras-chave: “dividendos”, “capital de giro”, “ciclo de conversão de caixa” e “crédito comercial”. A literatura base também foi ampliada a partir das referências dos artigos identificados.

A estrutura do ensaio teórico foi organizada de modo que as próximas cinco seções abordem os seguintes temas: (i) apresentação das principais teorias que explicam a política de dividendos, com base em estudos seminais; (ii) análise da relação entre a gestão do capital de giro e a política de dividendos, com ênfase nas Teorias de Sinalização e Custos de Agência; (iii) revisão de estudos empíricos recentes sobre essa relação; (iv) apresentação do conceito, benefícios e teorias que buscam explicar a utilização de crédito comercial; (v) discussão dos possíveis impactos que a utilização de crédito comercial internacional pode gerar na política de dividendos das empresas, com a formulação de um *framework* ilustrando a hipótese apresentada.

2.2 Teorias sobre Política de Dividendos

Para compreender como a gestão do capital de giro e o crédito comercial internacional influenciam a política de dividendos, é essencial examinar as teorias que sustentam as decisões de distribuição de lucros corporativos. Diversas abordagens teóricas foram desenvolvidas para explicar os determinantes dessas decisões, cada uma enfatizando diferentes aspectos da dinâmica empresarial (Booth & Zhou, 2017). Diante disso, a presente seção apresenta uma

revisão das principais teorias sobre política de dividendos, destacando aquelas que servem de base para este estudo.

Entre as principais abordagens que buscam explicar a política de dividendos, destacam-se a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (Miller & Modigliani, 1961), a Teoria da Suavização (Lintner, 1956), a Teoria do Pássaro na Mão (Lintner, 1956; Gordon, 1959), a Teoria de *Catering* (Baker & Wurgler, 2005), a Teoria de Sinalização (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985), A Teoria dos Custos de Agência (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986) e a Teoria do Ciclo de Vida das Empresas (Fama & French, 2001).

Antes de detalhar essas teorias, é crucial destacar que sua aplicação no Brasil exige a compreensão de um ambiente legal com características singulares, que o diferenciam de outros mercados e influenciam diretamente as decisões corporativas (Forti et al., 2015). Duas especificidades se destacam: a instituição do dividendo mínimo obrigatório e a figura dos juros sobre o capital próprio. A principal particularidade é a obrigatoriedade da distribuição de lucros estipulada pela Lei nº 6.404/76. Antes desta norma, a distribuição ficava a critério dos acionistas controladores caso o estatuto fosse omissivo (Forti & Freitas, 2020). A legislação atual determina que as empresas distribuam no mínimo 25% de seu lucro ajustado (Forti et al., 2015). Essa obrigatoriedade é um tema controverso, pois ao mesmo tempo que protege acionistas minoritários, também pode restringir a flexibilidade da empresa para financiar novos projetos com recursos internos (Forti & Freitas, 2020).

A segunda especificidade são os juros sobre o capital próprio, instituídos pela Lei nº 9.249/95. Estes funcionam como uma forma alternativa de remuneração com tratamento tributário distinto: para a empresa, o valor é uma despesa financeira dedutível de tributos, enquanto para o acionista pessoa física, há retenção de 15% de imposto na fonte, diferentemente dos dividendos, que são isentos. O valor pago como JSCP pode ser utilizado pela empresa para cumprir a exigência do dividendo mínimo (Forti & Freitas, 2020). Essa estrutura legal e tributária cria um ambiente único, o que reforça a relevância de estudos que analisem como tais particularidades impactam as decisões financeiras (Forti, Peixoto & Alves, 2015).

Partindo para a análise das teorias, um estudo seminal sobre a política de dividendos foi desenvolvido por Miller e Modigliani (1961), os quais propuseram a Teoria de Irrelevância dos Dividendos. De acordo com essa teoria, a política de distribuição de lucros não afeta o valor de mercado da empresa, sendo, portanto, irrelevante. Essa teoria parte do pressuposto de um mercado perfeito, caracterizado pela presença dos seguintes fatores: os investidores são racionais e homogêneos ao ponto de serem incapazes de influenciar o preço das ações, não incidência de tributos sobre dividendos e ganhos de capital, ausência de custos de transação,

ausência de divergência entre os interesses dos gestores e dos acionistas, simetria informacional entre os agentes (Miller & Modigliani, 1961; Baker & Weigand, 2015; Raza et al., 2018).

Segundo essa teoria, o valor de mercado da empresa está associado à sua capacidade de gerar riqueza aos acionistas, independentemente da forma como os lucros são distribuídos. Assim, a política de dividendos seria irrelevante para os acionistas, pois tem como efeito apenas proporcionar o recebimento imediato de um ganho de capital que seria futuro, ou o recebimento futuro de um lucro que já poderia ser distribuído (Miller & Modigliani, 1961; Baker & Weigand, 2015; Raza et al., 2018).

Partindo do pressuposto de que os recursos retidos são reinvestidos em projetos com retorno equivalente ao custo de oportunidade do capital, os investidores podem ajustar sua posição conforme suas preferências individuais. Se a empresa opta por reter a maior parte dos lucros, o acionista que desejar liquidez imediata pode vender parte de suas ações para gerar caixa. Em contrapartida, se os lucros são majoritariamente distribuídos, o acionista que pretende reinvestir pode utilizar os dividendos recebidos para adquirir novas ações da empresa (Miller & Modigliani, 1961).

Por outro lado, sob a perspectiva de relevância dos dividendos, a Teoria de Suavização foi desenvolvida em um estudo realizado por Lintner (1956). A pesquisa foi realizada por meio de entrevistas detalhadas com gerentes de 28 empresas, no período de 1947 a 1953. Concluiu-se que a estabilidade de dividendos é importante para as empresas, o que explica a tendência de seus gestores em adotar uma política de suavização. Os gestores são altamente avessos à possibilidade de ter que reduzir o índice de dividendos e essa relutância decorre da crença de que os acionistas também o são, preferindo dividendos estáveis e crescentes de forma gradual (Baker & Weigand, 2015). Essa preferência pela estabilidade explica por que muitas empresas evitam ajustes abruptos nos dividendos, mesmo diante de mudanças nos lucros (Prazeres et al., 2021).

Assim, com base nos lucros correntes e nos dividendos pagos no exercício anterior, os gestores definem um índice de pagamento alvo. Esse percentual é gradualmente ajustado ao longo do tempo, até se aproximar do nível desejado (Bhattacharya, 2007). Mudanças nesse padrão só são realizadas quando há confiança de que poderão ser sustentadas, evitando revisões que teriam de ser revertidas em um curto intervalo, como dentro de um ano (Booth & Zhou, 2017). Como resultado, os ajustes nos dividendos tendem a refletir apenas parte das variações na rentabilidade da empresa (Baker & Weigand, 2015).

Enfatizando a perspectiva do investidor, Gordon (1959) formulou a teoria conhecida como “Pássaro na Mão”. A ideia central é que “é melhor um pássaro na mão do que dois

voando”, ou seja, os investidores atribuem mais valor aos dividendos recebidos no presente do que à expectativa de ganhos de capital no futuro. Dessa forma, tendem a favorecer empresas que distribuem lucros regularmente em vez daquelas que os retêm para reinvestimentos cujos retornos são incertos. Diante do risco envolvido, a previsibilidade dos dividendos correntes torna-se mais atrativa do que a incerteza associada aos lucros futuros (Lintner, 1956; Gordon, 1959).

Outra abordagem que considera diretamente a preferência dos investidores é a Teoria de Catering de Dividendos, proposta por Baker e Wurgler (2005). Segundo essa teoria, as empresas ajustam suas políticas de dividendos em resposta às variações na demanda dos investidores. Em contextos nos quais há maior valorização por ações que distribuem dividendos, como ocorre em períodos de baixas taxas de juros, os gestores tendem a adotar políticas mais generosas de distribuição de lucros para atrair e reter investidores. Em contrapartida, quando a demanda por dividendos diminui, as empresas podem optar por reter lucros e direcioná-los a investimentos internos. Embora os estudos empíricos sobre o tema ainda sejam limitados e os resultados, por vezes, divergentes, Baker et al. (2011) destacam que a percepção dos gestores parece corroborar os fundamentos dessa teoria.

Além das abordagens previamente discutidas, três teorias se destacam por fornecerem fundamentos essenciais à relação investigada neste estudo: as Teorias de Sinalização, dos Custos de Agência e do Ciclo de Vida das Empresas. Estas serão aprofundadas nas seções subsequentes. A Teoria da Sinalização dos Dividendos, desenvolvida por Bhattacharya (1979) e Miller e Rock (1985), fundamenta-se na existência de assimetria informacional entre gestores e investidores. Parte-se do pressuposto de que os gestores possuem informações privilegiadas sobre a real situação financeira e as perspectivas futuras da empresa, as quais não são plenamente acessíveis aos investidores externos. Nesse contexto, os dividendos são utilizados como um mecanismo de sinalização: ao decidir por uma política de distribuição generosa, os gestores transmitem ao mercado uma mensagem de confiança quanto à lucratividade futura da firma. Os investidores, por sua vez, interpretam o nível de dividendos distribuídos como um indicativo das expectativas gerenciais em relação ao desempenho futuro da empresa.

A credibilidade da política de dividendos como instrumento de sinalização está ancorada na presença de custos intrínsecos que as empresas precisam suportar ao optar por distribuir lucros, o que a torna um sinal custoso e, portanto, confiável (Booth & Zhou, 2017). Bhattacharya (1979) ressalta que um dos principais custos associados a essa decisão é o aumento da necessidade de captação de recursos externos, dada a saída de caixa provocada pelo pagamento de dividendos. Miller e Rock (1985) argumentam que, ao manter uma política de

dividendos elevada, a empresa pode incorrer em distorções em suas decisões ótimas de investimento, uma vez que os recursos distribuídos poderiam ser empregados em projetos com retorno positivo.

A Teoria dos Custos de Agência, proposta por Jensen e Meckling (1976), destaca que o índice de dividendos distribuídos é influenciado pelos conflitos entre gestores e acionistas. Embora os gestores possuam mais conhecimento sobre o negócio e suas oportunidades de investimento, seus interesses nem sempre convergem com os dos acionistas. Sem um monitoramento adequado, podem priorizar objetivos pessoais, como aumentos salariais ou investimentos menos eficientes, em detrimento da maximização do valor para os acionistas. Esses conflitos geram custos de agência, que incluem gastos com mecanismos de controle e monitoramento dos gestores. A distribuição de dividendos atua como uma ferramenta para reduzir esses custos, ao retirar parte dos fluxos de caixa livre da alçada dos gestores, limitando a possibilidade de decisões que possam prejudicar os acionistas (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Por fim, segundo a Teoria do Ciclo de Vida, as empresas atravessam diferentes estágios que incluem o seu nascimento, crescimento, amadurecimento e, em alguns casos, encerramento de suas atividades. Ao longo do seu ciclo de vida, determinados aspectos tendem a se transformar, como risco de negócios, rentabilidade, composição de ativos, situação fiscal, estrutura de propriedade e acesso ao financiamento (Fama & French, 2001).

Fama e French (2001) investigaram a relação entre a política de dividendos e o estágio de maturidade das empresas. Concluíram que aquelas mais maduras, que são geralmente maiores, mais rentáveis e com menores oportunidades de crescimento, tendem a distribuir mais dividendos. Uma possível explicação para esses achados é que à medida que amadurecem, sua capacidade de gerar caixa supera a de encontrar oportunidades de investimento rentáveis, culminando em uma maior distribuição de dividendos.

Dentre as teorias mencionadas, as próximas seções apresentam uma discussão baseada, principalmente, nas Teorias de Sinalização, dos Custos de Agência e do Ciclo de Vida. Por conseguinte, parte-se do pressuposto de que a política de dividendos não é irrelevante para as empresas, seus gestores e investidores. Por sua vez, as Teorias do Pássaro na Mão e de *Catering* de Dividendos, embora relevantes, não são o foco principal, pois estão mais relacionadas à influência da preferência dos investidores sobre a política de dividendos, enquanto a análise deste ensaio se concentra nos impactos da gestão operacional no percentual de lucros distribuídos aos acionistas.

2.3 Gestão do Capital de Giro e Política de Dividendos

A gestão do capital de giro e a política de dividendos desempenham um papel fundamental na literatura de finanças corporativas e na prática empresarial. Grandes corporações, como Dell e GE, demonstraram que estratégias eficazes de gestão do capital de giro podem gerar economias expressivas e ganhos de rentabilidade (Boisjoly et al., 2020). Nesse contexto, a Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa (CCC), formulada por Richards e Laughlin (1980), fornece um referencial importante para mensurar a eficiência da gestão do capital de giro. Segundo essa teoria, o CCC, representado pela gestão de recebíveis, estoques e crédito comercial, reflete o intervalo o desembolso de caixa para aquisição de insumos e o retorno desse capital por meio das vendas.

Em revisão da literatura sobre gestão do capital de giro, Prasad et al. (2019) constataram que a maioria das pesquisas avaliou a relação entre o CCC, bem como de cada um de seus elementos (prazo médio de recebimento, prazo médio de estoques e prazo médio de pagamento), e a rentabilidade das empresas. Evidências empíricas recorrentes apontam uma relação negativa entre essas variáveis (Fernández-López et al., 2020), indicando que ciclos mais longos tendem a reduzir a rentabilidade. Isso ocorre porque os recursos alocados na gestão do capital de giro elevam os custos de financiamento e de oportunidade, comprometendo o desempenho financeiro (Ren et al., 2019). Em consonância com a Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa (Richards & Laughlin, 1980), recomenda-se, portanto, reduzir o prazo médio de recebimento e de estoque, bem como alongar o prazo médio de pagamento, como forma de otimizar a rentabilidade (Prasad et al., 2019).

Em relação ao Prazo Médio de Recebimento (PMR), a adoção de políticas mais restritivas na concessão de crédito aos clientes, aliada a uma cobrança mais rigorosa, tem sido associada a níveis mais elevados de rentabilidade. A redução dos recursos financeiros destinados ao crédito a clientes diminui os custos de oportunidade (Fernández-López et al., 2020), melhora o fluxo de caixa (Ukaegbu, 2014), reduz a exposição a perdas por inadimplência (Jayarathne, 2014) e diminui a dependência de financiamento externo (Rezaei & Pourali, 2015). Dessa forma, períodos mais curtos de recebimento tendem a favorecer a rentabilidade empresarial (Huynh et al., 2025).

Quanto ao Prazo Médio de Estoques (PME), níveis elevados de rentabilidade estão relacionados a uma gestão mais eficiente dessa atividade operacional. O estoque representa um ativo essencial para que as empresas consigam atender, em tempo hábil, à demanda de seus clientes. No entanto, além do capital retido nos produtos armazenados, a manutenção do estoque

também envolve custos como aluguel de espaço, operação de armazém, seguro e mão de obra. Esses recursos, ao ficarem retidos, deixam de ser aplicados em atividades mais produtivas ou rentáveis. Embora uma grande redução do estoque possa expor a empresa ao risco de desabastecimento, a diminuição dos custos decorrentes de uma gestão eficiente libera capital para investimentos que contribuem para o aumento da rentabilidade (Huynh et al., 2025).

Por fim, em relação ao Prazo Médio de Pagamento (PMP), na ausência de descontos para pagamento antecipado, a utilização de crédito comercial concedido pelos fornecedores pode funcionar como uma ferramenta, sem custos, de financiamento das atividades operacionais. Isso contribui para a redução das despesas de financiamento (Yilmaz & Nobanee, 2023) e para a mitigação de problemas de liquidez (Del Gaudio et al., 2018), com potenciais efeitos positivos sobre a rentabilidade. Vale ressaltar que o tema crédito comercial será aprofundado a partir da Seção 2.5.

Dado o impacto da gestão do capital de giro sobre a rentabilidade empresarial, torna-se relevante investigar como as principais teorias de dividendos explicam essa relação. De acordo com a Teoria da Sinalização (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985), os gestores utilizam os dividendos como um mecanismo para transmitir informações privadas aos investidores, especialmente em contextos marcados por assimetria informacional. Nesse sentido, melhorias na gestão do capital de giro tendem a elevar a eficiência operacional e, conseqüentemente, a rentabilidade da empresa. Ao identificar esse ganho de desempenho interno, os gestores podem decidir aumentar a distribuição de dividendos como forma de sinalizar ao mercado a solidez financeira e as boas expectativas futuras, reforçando a credibilidade da empresa perante os investidores.

Além de gerar maior rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024), a gestão eficiente do capital de giro também eleva os níveis de caixa (Gill et al., 2019; Bhatia, et al., 2021) e liquidez (Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024). Essa maior disponibilidade de recursos pode contribuir para uma maior distribuição de lucros. Isso ocorre porque, segundo a Teoria dos Custos de Agência, o aumento do caixa livre confere aos gestores uma grande discricionariedade sobre a utilização desses recursos (Jensen & Meckling, 1976).

Contudo, essa discricionariedade nem sempre beneficia os acionistas, uma vez que os gestores podem direcionar o caixa livre para projetos que atendam a interesses pessoais, como a maximização de seus salários, em detrimento do retorno aos acionistas (Jensen & Meckling, 1976). Para minimizar esse risco, os acionistas precisam assumir custos de agência, monitorando a conduta dos gestores. Nesse contexto, a distribuição de dividendos surge como uma alternativa eficaz para reduzir esses custos, ao retirar o caixa livre da discricionariedade

dos gestores e incentivá-los a buscar financiamento externo para novos projetos (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Outra teoria relevante para este estudo é a do Ciclo de Vida das Empresas. Essa teoria postula que, à medida que as empresas amadurecem e alcançam maior crescimento e rentabilidade, elas tendem a enfrentar escassez de oportunidades de investimento rentáveis, o que resulta em uma maior distribuição de dividendos aos acionistas (Fama & French, 2001). No entanto, essa relação entre maturidade das empresas e a distribuição de dividendos pode ser afetada por outros fatores, como a gestão do capital de giro. Uma gestão eficiente do capital de giro pode aumentar o caixa (Gill et al., 2019; Bhatia et al., 2021), a rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024) e a liquidez das empresas (Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024) das empresas, permitindo que elas distribuam mais dividendos, mesmo em estágios iniciais do ciclo de vida.

Por fim, vale ressaltar que, no Brasil, o impacto positivo da rentabilidade sobre a política de dividendos tende a não ser suavizado pelos gestores. Os acionistas brasileiros, em face do estágio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e das deficiências do ambiente de governança corporativa derivadas do regime jurídico *civil law*, preferem o máximo possível de dividendos e o mínimo de retenção de lucros. Nesse sentido foram os resultados obtidos por Prazeres e Lagioia (2020) e Prazeres et al. (2021), os quais concluíram pela menor propensão de suavização de dividendos por parte das empresas brasileiras.

Essa preferência dos acionistas brasileiros está alinhada com a Teoria do Pássaro na Mão, segundo a qual os acionistas preferem a certeza do recebimento de dividendos à incerteza de futuros ganhos de capital (Lintner, 1956; Gordon, 1959). E a resposta dos gestores a essas preferências é condizente com a Teoria de *Catering* de Dividendos, segundo a qual os gestores, atentos às expectativas dos acionistas, ajustam a política de dividendos para atendê-las (Baker & Wurgler, 2005).

2.4 Pesquisas Empíricas

Conforme discutido na seção anterior, as principais teorias de finanças corporativas sugerem que uma gestão eficiente do capital de giro, ao otimizar a rentabilidade e a liquidez, cria condições favoráveis para uma maior distribuição de dividendos. Contudo, a validação dessa relação na prática, por meio de estudos empíricos, revela um cenário mais complexo e com resultados por vezes divergentes. Esta seção se dedica a analisar os principais achados da

literatura que investigaram essa conexão, demonstrando como a capacidade financeira gerada pela eficiência operacional se traduz, de fato, na política de dividendos das firmas.

Gill et al. (2019), por exemplo, investigaram a influência da gestão do capital de giro sobre a política de dividendos, com base em uma amostra de 6.563 observações de empresas industriais indianas, no período de 2009 a 2015, com dados extraídos da base Compustat. Para representar a gestão do capital de giro, os autores utilizaram sete variáveis: disponibilidade de caixa, índice de liquidez corrente, contas a receber, estoque, contas a pagar, ciclo de conversão de caixa e eficiência de conversão de caixa. Os resultados revelaram que, embora o ciclo de conversão de caixa não tenha apresentado relação estatisticamente significativa com a distribuição de dividendos, houve associação positiva e significativa com o nível de caixa, a liquidez corrente e a eficiência da conversão de caixa.

No mesmo estudo, os autores identificaram que os prazos médios de estoque e de recebimento apresentaram uma relação negativa estatisticamente significativa entre o índice de distribuição de dividendos. Isso indica que prazos mais longos para converter estoques em vendas e para receber dos clientes reduzem a disponibilidade de caixa, o que pode limitar a capacidade de distribuir dividendos. Por sua vez, o prazo médio de pagamento apresentou uma relação positiva com a distribuição de dividendos, tendo em vista que o atraso no pagamento das contas, decorrente da concessão de crédito comercial pelos fornecedores, mantém mais caixa nas contas da empresa por mais tempo (Gill et al., 2019).

Bhatia et al. (2021), em pesquisa realizada com dados secundários de 150 empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores da Índia, no período de 2012 a 2018, aplicaram a técnica de regressão Tobit e constataram que a eficiência do capital de giro possui uma relação negativa com o pagamento de dividendos. As hipóteses de pesquisas foram formuladas com base em estudos empíricos que encontraram uma relação negativa significativa entre o menor ciclo de conversão de caixa com a rentabilidade e o fluxo de caixa livre das empresas, bem como na literatura que relata que estas duas variáveis são determinantes cruciais do pagamento de dividendos.

No entanto, Bhatia et al. (2021) ressaltam que o coeficiente beta da variável ciclo de conversão de caixa foi baixo, argumentando, em face disso, que é difícil sustentar uma forte relação entre essas duas variáveis. Assim, apesar de a eficiência do capital de giro aumentar a rentabilidade e os fluxos de caixa livre das empresas, os gestores podem ter maiores incentivos para manter recursos em caixa, em detrimento de canalizá-lo para maior distribuição de dividendos aos acionistas.

Em contrapartida, Xu et al. (2021) constataram uma relação significativa em forma de U invertido entre o capital de giro e o pagamento de dividendos. Assim, à medida que o capital de giro aumenta, também se eleva o pagamento de dividendos. No entanto, atingido um nível ótimo de capital de giro, a distribuição de dividendos tende a diminuir. O estudo foi realizado com empresas listadas na Bolsa de Valores de Londres, entre 1991 a 2015, por meio da técnica de regressão multivariada com dados em painel.

Xu et al. (2021) elaboraram sua hipótese de pesquisa a partir da ideia de que o capital de giro tem impacto significativo na rentabilidade das empresas, bem como do entendimento de que o ativo e o passivo circulante são os itens contábeis mais líquidos do Balanço Patrimonial, podendo ser rapidamente convertidos em caixa. Essa forte relação do capital de giro com a liquidez e rentabilidade permite supor que as empresas podem ajustar o nível de caixa desejado e distribuir mais dividendos aos seus acionistas.

Outro estudo relevante sobre o tema foi conduzido por Wirama et al. (2024), que analisaram a relação entre capital de giro, despesas de capital e política de dividendos em empresas indonésias em empresas listadas na Bolsa de Valores da Indonésia no período de 2011 a 2020. Os autores concluíram que tanto o capital de giro quanto as despesas de capital têm um efeito negativo sobre a política de dividendos, corroborando a teoria do dividendo residual. Isso indica que as empresas tendem a priorizar investimentos de curto e longo prazo antes de remunerar os acionistas, visando manter a liquidez e sustentar o crescimento.

Wirama et al. (2024) ainda verificaram que essa relação negativa entre capital de giro e dividendos foi mais evidente em empresas com níveis intermediários de pagamento (Q25 a Q60), enquanto aquelas com distribuição muito baixa ou muito alta não apresentaram o mesmo comportamento. O estudo também revelou que empresas mais líquidas e rentáveis tendem a apresentar maior capacidade de distribuir dividendos, embora essa capacidade possa ser limitada quando há necessidade de reter caixa para investimentos estratégicos.

Os resultados destes estudos indicam que a gestão eficiente do capital de giro aumenta os níveis de caixa (Gill et al., 2019; Bhatia et al., 2021), a rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024) e a liquidez das empresas (Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024), fatores estes que impactam a distribuição de dividendos aos acionistas. Contudo, diante das divergências observadas nos achados de Gill et al. (2019), Bhatia et al. (2021), Xu et al. (2021) e Wirama et al. (2024), novas pesquisas empíricas podem ampliar as evidências por meio de análises em outros mercados. Tais investigações podem esclarecer se a relação entre essas variáveis é significativa e se apresenta sinal negativo, em forma de U invertido ou distinto daqueles já encontrados com empresas indianas, britânicas e indonésias.

Neste contexto, o presente ensaio aprofunda a discussão teórica que relaciona a gestão eficiente do capital de giro à maior distribuição de dividendos, com base nas Teorias de Sinalização, dos Custos de Agência e do Ciclo de Vida das Empresas. Avançando nessa análise, as próximas seções abordam a dinâmica do crédito comercial como componente relevante do capital de giro, com ênfase no crédito comercial internacional. Em particular, propõe-se, de forma inédita, que o acesso ao crédito comercial internacional influencia positivamente a política de dividendos das empresas.

2.5 Crédito Comercial

Antes de iniciar a discussão da relação entre o crédito comercial internacional e a política de dividendos das empresas, é importante apresentar o conceito, a relevância e os benefícios da utilização do crédito comercial. O crédito comercial é um tipo de financiamento de curto prazo concedido por empresas não financeiras fornecedoras a seus compradores de bens e serviços (Pattnaik et al., 2020). A maioria das firmas concede crédito comercial aos seus clientes e utiliza crédito comercial oferecido pelos seus fornecedores (Zhang, 2020).

Ao conceder crédito comercial, o fornecedor entrega os bens e oferece financiamento, permitindo que o comprador realize o pagamento ao final do período acordado. Dessa forma, o crédito comercial posterga a data de pagamento originalmente prevista para um momento posterior à entrega (Chod et al., 2019). Esse tipo de crédito tende a ser concedido por empresas com maior disponibilidade financeira a clientes que enfrentam restrições no acesso a financiamentos, proporcionando benefícios operacionais e financeiros, tais como melhoria no desempenho, otimização da gestão de estoques, redução dos custos de transação (Nam & Uchida, 2019) e alívio de problemas de liquidez (Amberg et al., 2021).

Do ponto de vista operacional, ambos os parceiros comerciais podem se beneficiar da redução de custos de transação decorrente da utilização de crédito comercial. O comprador ganha tempo para planejar o pagamento de contas inesperadas, ao prever desembolsos futuros e simplificar o gerenciamento do caixa (Schwartz, 1974). Por sua vez, o fornecedor, ao conceder crédito, pode minimizar os custos associados às flutuações da demanda, especialmente em um contexto de imperfeições no mercado internacional. Isso ocorre porque ele pode ajustar as condições de crédito, relaxando ou restringindo prazos, em vez de recorrer a medidas mais custosas, como ajustes temporários nos preços, na produção, nos estoques ou na fila de clientes (Ferris, 1981).

Do ponto de vista financeiro, tanto compradores quanto vendedores podem se beneficiar da substituição do crédito bancário pelo crédito comercial. Ao evitar a intermediação financeira, elimina-se o custo associado às taxas cobradas pelo sistema bancário. Se o comprador puder pagar uma taxa inferior à cobrada no mercado financeiro e o vendedor receber uma remuneração superior àquela que obteria ao aplicar seus recursos líquidos, surge uma vantagem financeira mútua. Esse ganho pode ser apropriado por um dos agentes ou compartilhado por ambos, o que justifica financeiramente a existência do crédito comercial (Emery, 1984).

Considerando que as restrições de crédito afetam substancialmente as oportunidades de investimento, o crescimento e a estabilidade corporativa (Bajaher & Shatari, 2022), o crédito comercial é um elemento chave das operações empresariais e atua como um importante substituto ou complemento de outras fontes de financiamento tradicionais, como a emissão de dívida, a emissão de ações (Yazdanfar & Öhman, 2016) e o crédito bancário (Casey & O'Toole, 2014).

Por ser uma alternativa relevante de financiamento, o crédito comercial é crucial para as firmas de países com sistemas financeiros subdesenvolvidos (Li et al., 2018). Não obstante a sua relevância para estas economias, em revisão da literatura sobre crédito comercial, Pattnaik et al. (2020) identificaram que apenas 31% das pesquisas sobre crédito comercial são realizadas em economias em desenvolvimento, o que evidencia a necessidade de aprofundar os estudos nesse contexto.

Observa-se, assim, que o crédito comercial desempenha um importante papel nas transações empresariais, proporcionando benefícios para compradores e fornecedores. Sua ampla utilização deu origem a algumas teorias que buscam explicar a sua função e impactos para os parceiros comerciais (Pattnaik et al., 2020). Entre as principais, destacam-se: a Teoria do Financiamento (Schwartz, 1974; Petersen & Rajan, 1997), a Teoria da Diferenciação do Produto (Nadiri, 1969; Blazenko & Vandezande, 2003), a Teoria da Garantia de Qualidade (Long et al., 1993; Ng et al., 2002), a Teoria do Poder de Mercado e de barganha (Wilson & Summers, 2002; Fabbri & Klapper, 2016), a Teoria de Redução de Custos (Ferris, 1981; Petersen & Rajan, 1997) e a Teoria de Discriminação de Preços (Mian & Smith, 1992; Wilner, 2000).

A Teoria do Financiamento considera o crédito comercial como um substituto ou complemento ao crédito bancário, especialmente relevante em contextos de restrições financeiras. Empresas com maior acesso ao mercado de capitais ou menor custo de captação tendem a utilizar o crédito comercial como estratégia para impulsionar suas vendas, ao oferecer prazos mais flexíveis a compradores com menor capacidade financeira. Essa abordagem

favorece a expansão de empresas menores, promove o dinamismo do setor produtivo e contribui para uma maior eficiência na alocação de recursos financeiros, ao suavizar assimetrias no acesso ao crédito (Schwartz, 1974; Petersen & Rajan, 1997).

A Teoria da Diferenciação do Produto interpreta o crédito comercial como uma ferramenta estratégica similar à publicidade, utilizada pelas empresas para ampliar suas vendas, conquistar novos mercados e fidelizar clientes. Nesse contexto, o crédito não é apenas um instrumento financeiro, mas um componente do valor percebido do produto ou serviço oferecido. Ao disponibilizar condições facilitadas de pagamento, além de fornecer bens, informações e atendimento qualificado, as empresas diferenciam sua oferta frente à concorrência. Essa prática contribui para atrair novos parceiros comerciais, estreitar relações já existentes e incentivar futuras transações (Nadiri, 1969; Blazenko & Vandezande, 2003).

A Teoria da Garantia de Qualidade, por sua vez, foca na assimetria de informações entre vendedor e comprador. Nessa perspectiva, o crédito comercial funciona como um mecanismo de sinalização da confiança do fornecedor na qualidade de seus bens ou serviços. Ao permitir que o comprador receba e avalie os produtos antes do pagamento, o fornecedor reduz a percepção de risco do cliente, minimiza dúvidas sobre a integridade da entrega e fortalece a reputação de sua marca. Essa prática contribui para mitigar incertezas contratuais e estreitar o relacionamento entre as partes, favorecendo a continuidade das transações (Long et al., 1993; Ng et al., 2002).

A Teoria do Poder de Mercado e de Barganha destaca que empresas com maior poder de mercado são capazes de impor melhores condições contratuais a seus parceiros comerciais. Compradores com maior poder de barganha, por exemplo, podem negociar prazos mais longos de pagamento, forçando os fornecedores a arcar com o financiamento da transação. Por outro lado, fornecedores com maior poder de barganha também podem usar o crédito comercial como instrumento para manter sua clientela, oferecendo condições mais favoráveis em troca de fidelização (Wilson & Summers, 2002; Fabbri & Klapper, 2016).

A Teoria de Redução de Custos de Transação argumenta que o crédito comercial reduz incertezas e custos operacionais associados às trocas comerciais. Para o comprador, a postergação do pagamento permite alinhar melhor os fluxos de caixa com os ciclos operacionais, reduzindo a necessidade de manter saldos de caixa elevados por motivos de precaução. Para o fornecedor, o crédito contribui para a maior previsibilidade nas vendas, mitigando os efeitos de sazonalidade ou flutuações temporárias do mercado. Assim, o crédito comercial atua como um facilitador das trocas, com efeitos positivos sobre a eficiência operacional de ambos os lados (Ferris, 1981; Petersen & Rajan, 1997).

Por fim, a Teoria de Discriminação de Preços defende que o crédito comercial permite que as empresas ajustem as condições de pagamento de acordo com o perfil financeiro dos seus clientes. Ao oferecer prazos e limites de crédito distintos, os fornecedores são capazes de extrair maior valor de clientes com maior propensão a pagar e, ao mesmo tempo, limitar sua exposição ao risco de inadimplência em relações comerciais mais incertas. A discriminação de preços via crédito, nesse sentido, torna-se uma forma de maximizar a receita, internalizando informações privadas sobre o comportamento financeiro dos clientes (Mian & Smith, 1992; Wilner, 2000).

Diante da relevância do crédito comercial e das diferentes teorias que buscam explicar os seus benefícios nas transações empresariais, este estudo busca compreender suas implicações em um contexto internacional, especialmente no que se refere à sua relação com a política de dividendos. O ambiente global impõe desafios adicionais às relações de crédito, o que pode influenciar as decisões de financiamento e dividendos. Assim, a próxima seção explora como a obtenção de crédito comercial internacional pode impactar a distribuição de lucros aos acionistas.

2.6 Crédito Comercial Internacional e Política de Dividendos

Embora amplamente utilizado nas transações domésticas, o crédito comercial assume importância ainda maior no comércio internacional (Carroll & Neumann, 2022). Em países como Chile e Colômbia, por exemplo, o pagamento mediante a obtenção de crédito comercial representa, respectivamente, 79% e 90% das transações de importação (Ahn, 2014). Estatísticas da Câmara de Comércio Internacional (2017) demonstraram que, em 2017, mais de 80% do comércio internacional era realizado mediante a concessão desse tipo de crédito.

Assim como o crédito comercial obtido junto a fornecedores nacionais pode influenciar a política de dividendos, é razoável supor que os benefícios decorrentes da utilização de crédito concedido por fornecedores estrangeiros também gerem impactos positivos sobre o nível de dividendos distribuídos aos acionistas. A Teoria de Irrelevância dos Dividendos tem como pressuposto a existência de um mercado perfeito (Miller & Modigliani, 1961), mas essa irrelevância é afastada à medida que se consideram as imperfeições a ele inerentes. Como o ambiente internacional é caracterizado por imperfeições ainda mais acentuadas do que aquelas observadas no mercado doméstico (Naumann-Etienne, 1974), a política de dividendos tende a assumir papel ainda mais relevante para empresas com operações globais.

Dentre as principais imperfeições associadas ao comércio internacional, destacam-se: as flutuações cambiais que afetam empréstimos e lucros; a possibilidade de emissão de ações

em diferentes países e moedas; o risco cambial enfrentado por investidores estrangeiros ao adquirirem ações de empresas multinacionais; a maior exposição a riscos externos; o risco de desapropriação; e os diferentes níveis de inflação e tributação entre países. Essas imperfeições elevam o grau de risco e incerteza nas operações internacionais (Naumann-Etienne, 1974).

No contexto brasileiro, Santos Jhuniór et al. (2021) analisaram empresas em processo de internacionalização e verificaram que elas buscam estratégias para mitigar esses riscos e incertezas. Constataram uma forte preocupação das empresas brasileiras com o risco país, que abrange a possibilidade de intervenção governamental, de protecionismo e de barreiras comerciais, bem como com o risco monetário, que envolve as flutuações cambiais. Fatores interculturais também foram identificados, embora tenham apresentado menor relevância no processo decisório.

Apesar dessas imperfeições, a internacionalização deixou de ser apenas uma tendência para se tornar, em muitos casos, uma condição para a sobrevivência e o sucesso empresarial (Eduardsen & Marinova, 2020). Nesse cenário, o aumento da complexidade das decisões financeiras (Naumann-Etienne, 1974), aliado à assimetria de informações e aos riscos e incertezas inerentes aos negócios internacionais (Carroll & Neumann, 2022), podem intensificar os benefícios operacionais e financeiros associados à utilização de crédito comercial. Um exemplo é a possibilidade de postergar o pagamento até após a entrega da mercadoria, o que, combinado com a liberdade de escolha quanto ao momento da aquisição da moeda estrangeira, permite a exploração estratégica das flutuações cambiais.

As flutuações nas taxas de câmbio, caracterizada como uma grande imperfeição do comércio internacional, conferem ainda mais importância a essa liberdade conferida ao comprador de escolher quando pagar e quando comprar a moeda estrangeira. Caso haja expectativa de valorização da moeda estrangeira, o importador pode antecipar sua compra, evitando perdas cambiais ao quitar a dívida no prazo acordado. Por outro lado, se houver expectativa de desvalorização, o comprador pode adiar a aquisição da moeda para o momento do pagamento, aproveitando-se de uma taxa mais favorável (Toorn, 1986).

Nas transações internacionais, os ganhos associados à utilização do crédito comercial, conforme discutido pela Teoria do Financiamento (Schwartz, 1974; Petersen & Rajan, 1997), tendem a ser ampliados. Empresas situadas em mercados emergentes, nos quais o crédito bancário é geralmente mais oneroso e restrito, podem acessar financiamento por meio de fornecedores estrangeiros estabelecidos em economias com sistemas financeiros mais desenvolvidos e crédito mais acessível (Demiroglu et al., 2012).

O crédito comercial internacional, portanto, amplia as possibilidades de financiamento de curto prazo, permitindo a liberação de caixa e a redução do Ciclo de Conversão de Caixa por meio do aumento do Prazo Médio de Pagamento. Essa gestão mais eficiente do capital de giro, por sua vez, contribui para o aumento da rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024), da liquidez (Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024) e das reservas de caixa (Gill et al. 2019; Bhatia et al., 2021), elementos que influenciam diretamente a política de dividendos.

Sob a ótica da Teoria dos Custos de Agência (Jensen & Meckling, 1976), o aumento das reservas de caixa, da rentabilidade e da liquidez pode ter impactos positivos na distribuição de dividendos. Conforme essa teoria, a maior discricionariedade conferida aos gestores em decorrência da existência de fluxos de caixa livre pode levá-los à adoção de projetos desalinhados com os interesses dos acionistas. Nessa perspectiva, a distribuição de dividendos pode funcionar como um mecanismo para mitigar os conflitos de agência e os respectivos custos de monitoramento (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Adicionalmente, ao prolongar o prazo médio de pagamento, o crédito comercial internacional contribui para a redução do ciclo de conversão de caixa e, conseqüentemente, para uma gestão mais eficiente do capital de giro (Richards & Laughlin, 1980). Essa maior eficiência pode levar os gestores a antecipar aos acionistas suas expectativas quanto ao aumento da rentabilidade futura. Em conformidade com a Teoria de Sinalização dos Dividendos (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985), mesmo antes de os resultados efetivos se materializarem, a empresa pode optar por elevar a distribuição de dividendos como forma de sinalizar ao mercado suas boas perspectivas financeiras.

Outro ponto relevante é a elevada assimetria de informações existente entre gestores e investidores de empresas com atuação internacional (Carroll & Neumann, 2022). Essa assimetria decorre da ampla gama de imperfeições que caracterizam o mercado internacional e que tornam altamente complexas as decisões de financiamento, investimento e dividendos (Naumann-Etienne, 1974). Para reduzir essa assimetria de informações a política de dividendos se torna um meio ainda mais relevante para que os gestores transmitam aos acionistas as perspectivas futuras de rentabilidade da empresa, conforme defendido pela Teoria de Sinalização dos Dividendos (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985).

A relação entre o crédito comercial internacional e a política de dividendos também pode ser analisada à luz da Teoria do Ciclo de Vida das Empresas. De acordo com essa abordagem, empresas mais maduras, com alto crescimento e rentabilidade, tendem a enfrentar escassez de oportunidades de investimento, o que leva a um maior nível de distribuição de

dividendos (Fama & French, 2001). No entanto, a relação entre a maturidade das empresas e a distribuição de dividendos pode ser afetada por outros fatores, como a gestão do capital de giro. Uma gestão eficiente do capital de giro pode aumentar o caixa (Gill et al. 2019; Bhatia et al., 2021), a rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024) e a liquidez das empresas (Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024), permitindo que elas distribuam mais dividendos, mesmo em estágios iniciais do ciclo de vida.

No Brasil, o impacto positivo da rentabilidade sobre a política de dividendos tende a não ser suavizado pelos gestores. Dado o estágio de desenvolvimento do mercado nacional e as deficiências do ambiente de governança corporativa, típicas de países com regime *civil law*, os acionistas brasileiros preferem maximizar os dividendos e minimizar a retenção de lucros (Prazeres & Lagioia, 2020; Prazeres et al., 2021). Essa preferência está alinhada à Teoria do Pássaro na Mão (Lintner, 1956; Gordon, 1959), segundo a qual os investidores valorizam dividendos certos em detrimento da incerteza de futuros ganhos de capital, e com a Teoria de *Catering* de Dividendos (Baker & Wurgler, 2005), que sustenta que os gestores ajustam a política de dividendos conforme as preferências dos investidores.

Diante do exposto, este ensaio teórico propõe que o crédito comercial internacional impacta positivamente a política de dividendos das empresas. A liberação de caixa, proporcionada pela substituição de um mercado financeiro complexo (Emery, 1984) e pela exploração estratégica das variações cambiais quando da utilização de crédito comercial internacional (Toorn, 1986), somada aos seus efeitos positivos sobre o caixa (Gill et al. 2019; Bhatia et al., 2021), a liquidez (Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024) e a rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024), intensifica a utilidade dos dividendos como instrumento de redução dos custos de agência e de sinalização de boas perspectivas futuras de desempenho. Ainda, as imperfeições que tornam o mercado internacional mais complexo (Naumann-Etienne, 1974) e aumentam as assimetrias de informações (Carroll & Neumann, 2022) amplificam o papel de sinalização da política de dividendos.

A figura 2 apresenta um *framework* do impacto da utilização de crédito comercial internacional e da gestão do capital de giro na política de dividendos das empresas.

direitos dos acionistas minoritários, os investidores continuam a valorizar dividendos robustos como sinal de saúde financeira e mitigação de riscos de agência (Prazeres & Lagioia, 2020; Prazeres et al., 2021).

Por fim, os efeitos do *framework* podem variar conforme o porte da empresa, o setor de atuação e o grau de internacionalização. Empresas maiores, por possuírem maior poder de barganha, tendem a obter condições mais favoráveis de crédito comercial. Por outro lado, empresas menores, com menor influência nas relações comerciais, enfrentam mais restrições e custos, dependendo mais intensamente desse tipo de financiamento para manter sua liquidez (Lee et al., 2017), o que pode afetar sua capacidade de sustentar políticas de dividendos. Além disso, setores altamente integrados ao comércio internacional, como o de manufatura, tendem a utilizar o crédito comercial internacional de forma mais intensa, contribuindo para maior liquidez e estabilidade nos fluxos de caixa (Carrol & Neumann, 2022), o que pode favorecer a adoção de políticas de dividendos mais consistentes.

2.7 Considerações Finais

O presente ensaio teórico teve como objetivo aprofundar a compreensão da relação entre a gestão do capital de giro e a política de dividendos das empresas e propor, de forma inédita, que o crédito comercial internacional impacta positivamente o índice de dividendos distribuído aos acionistas. Apesar da importância destes tópicos para a literatura, para as empresas e para os investidores, a relação entre a gestão do capital de giro e dividendos ainda é pouco explorada (Xu et al., 2021), e o impacto do crédito comercial internacional na política de dividendos das empresas ainda não foi estudado.

Inicialmente, foram revisitadas as principais teorias sobre política de dividendos, com ênfase naquelas que fundamentam este estudo: Sinalização, Custos de Agência e Ciclo de Vida. Em seguida, discutiu-se como uma gestão eficiente do capital de giro – notadamente a redução do ciclo de conversão de caixa – contribui para o aumento da liquidez, do caixa e da rentabilidade, criando condições favoráveis para uma maior distribuição de lucros. Também foram abordados os potenciais operacionais e financeiros do crédito comercial, com destaque para seus efeitos em ambientes internacionais. Por fim, foi proposto um *framework* teórico que integra esses elementos e sustenta a hipótese de que o CCI eleva o nível de dividendos pagos aos acionistas.

A principal contribuição teórica deste ensaio consiste na defesa da tese de que a utilização de crédito comercial internacional impacta positivamente a política de dividendos

das empresas. Ao sugerir que decisões financeiras de curto prazo também influenciam decisões de longo prazo, como a distribuição de dividendos, o estudo amplia o escopo da literatura, que tradicionalmente tem concentrado seus esforços na análise dos efeitos da gestão do capital de giro sobre a rentabilidade. Essa abordagem oferece uma nova perspectiva teórica ao integrar evidências sobre os benefícios da utilização estratégica de crédito comercial internacional com fundamentos das teorias clássicas de finanças, destacando o papel dos dividendos como instrumento de sinalização e de mitigação de conflitos de agência.

A contribuição empírica do estudo se evidencia ao demonstrar que os gestores devem considerar a gestão do capital de giro como variável relevante na formulação da política de dividendos. Por exemplo, empresas que desejam aumentar a distribuição de lucros devem priorizar a redução do CCC. No contexto brasileiro, um mercado que opera em um cenário complexo, caracterizado por alta volatilidade nas taxas de juros (B3, 2025), o uso estratégico do crédito comercial internacional surge como uma alternativa para mitigar os elevados custos de captação de recursos. Esses ganhos operacionais liberam recursos financeiros, ampliando a capacidade de distribuição de lucros e tornando as empresas mais atraentes aos investidores.

Do ponto de vista social, este estudo contribui ao oferecer subsídios para a formulação de políticas públicas e estratégias empresariais no Brasil. Ao demonstrar que a utilização do CCI pode fortalecer a política de dividendos mesmo em um ambiente econômico complexo, o estudo revela caminhos para a geração de valor. Isso é especialmente relevante no contexto brasileiro, que viu seu número de investidores saltar de 700 mil para 5 milhões em seis anos (B3, 2025), indicando um crescente interesse e confiança no mercado. Mesmo com os avanços em governança, os investidores ainda tendem a preferir retornos via dividendos como sinal de saúde financeira (Prazeres et al., 2021). Nesse sentido, a pesquisa colabora para a promoção de um ambiente corporativo mais transparente, previsível e alinhado aos interesses dos *stakeholders*.

Adicionalmente, o *framework* proposto pode apresentar variações conforme o contexto legal e institucional. Em países com sistema jurídico baseado no *common law*, nos quais os direitos dos acionistas são mais protegidos, a função dos dividendos como mecanismo para mitigar conflitos de agência tende a ser menos acentuada do que em países de tradição *civil law*, como o Brasil, no qual essa proteção é historicamente mais vulnerável (La Porta et al., 2000). De forma semelhante, em economias emergentes com acesso restrito ao crédito bancário e alta volatilidade das taxas de juros, como o Brasil (B3, 2025), o CCI assume papel estratégico na política de dividendos. Por outro lado, em economias desenvolvidas, com mercados financeiros

mais robustos, esse impacto pode ser esse impacto pode ser diluído ou substituído por outras fontes de financiamento de curto prazo.

Diante da escassez de estudos empíricos sobre a relação entre a gestão do capital de giro e a política de dividendos, bem como da divergência nos resultados existentes, sugere-se ampliar as evidências empíricas por meio da análise do tema em diferentes contextos institucionais e econômicos, a exemplo do mercado brasileiro. Além disso, como a relação entre o crédito comercial internacional e a política de dividendos, proposta de forma inédita neste ensaio teórico, ainda não foi objeto de pesquisas empíricas, propõe-se que futuros trabalhos validem empiricamente a hipótese apresentada.

CAPÍTULO 3: Política de Dividendos de Empresas Brasileiras: Uma Análise do Impacto da Gestão do Capital de Giro e do Crédito Comercial Internacional

Resumo

Este estudo tem como objetivo principal analisar o impacto da gestão do capital de giro e do crédito comercial internacional na política de dividendos de empresas listadas na B3, e como objetivos específicos, busca-se analisar a influência de cada componente do ciclo de conversão de caixa na política de dividendos. Para tanto, foram analisados os dados de 355 empresas não financeiras brasileiras, listadas na B3, no período de 2010 a 2021. As variáveis do modelo foram: índice de distribuição de dividendos, ciclo de conversão de caixa, prazo médio de recebimento, prazo médio de estoques, prazo médio de pagamento, crédito comercial internacional, rentabilidade, oportunidades de investimento, tamanho, alavancagem, liquidez, caixa, taxa básica de juros da economia, internacionalização e risco sistemático. A técnica de regressão Tobit com dados em painel foi utilizada para testar as hipóteses do estudo. Os resultados demonstraram que as empresas com reduzido ciclo de conversão de caixa, e menores prazos médios de recebimento e estoque distribuem mais dividendos aos seus acionistas. No entanto, a esperada relação positiva do prazo médio de pagamento e do crédito comercial internacional com a política de dividendos não foi confirmada. As empresas que mais distribuem dividendos também são aquelas com maior rentabilidade, maiores oportunidades de investimentos, menos endividadas e com menor tangibilidade de ativos. O estudo contribui para a literatura ao demonstrar que a gestão do capital de giro é relevante na política de dividendos de empresas brasileiras. Sugere-se para pesquisas futuras, a utilização de outras metodologias, como o Método dos Momentos Generalizados (GMM), para mitigar os problemas de endogeneidade; a utilização do Patrimônio Líquido como denominador da variável de dividendos; e a análise da heterogeneidade dos resultados entre os setores econômicos.

Palavras-chave: Distribuição de dividendos; capital de giro; ciclo de conversão de caixa; crédito comercial internacional; regressão Tobit com dados em painel.

Abstract

The main objective of this study is to analyze the impact of working capital management and international trade credit on the dividend policy of companies listed on B3. The specific objectives are to analyze the influence of each component of the cash conversion cycle on the dividend policy. To this end, data from 355 Brazilian non-financial companies listed on B3 from 2010 to 2021 were analyzed. The model variables were: dividend distribution index, cash conversion cycle, average collection period, average inventory period, average payment period, international trade credit, profitability, investment opportunities, size, leverage, liquidity, cash, the basic interest rate of the economy, internationalization, and systematic risk. The Tobit regression technique with panel data was used to test the study hypotheses. The results showed that companies with a reduced cash conversion cycle and shorter average collection and inventory periods distribute more dividends to their shareholders. However, the expected positive relationship between the average payment period and international trade credit and the dividend policy was not confirmed. Companies that distribute the most dividends are also those with the highest profitability, the greatest investment opportunities, the least debt and the least

tangible assets. This study contributes to the literature by demonstrating that working capital management is relevant to the dividend policy of Brazilian companies. It is suggested that future research use other methodologies, such as the Generalized Method of Moments (GMM), to mitigate endogeneity problems; that Net Equity be used as the denominator of the dividend variable; and that the heterogeneity of results across economic sectors be analyzed.

Keywords: Dividend distribution; working capital; cash conversion cycle; international trade credit; Tobit regression with panel data.

3.1 Introdução

A política de dividendos tem como objetivo definir a parcela dos lucros a ser distribuída aos acionistas (Pinto et al., 2020). Apesar de sua relevância para as finanças corporativas e das décadas de estudo dedicadas ao tema, ela permanece controversa na literatura (Bhattacharya, 2007; Booth & Zhou, 2017), principalmente em mercados emergentes como o brasileiro. As pesquisas existentes sobre os determinantes da política de dividendos no Brasil ainda não exploraram a relação entre a gestão do capital de giro e a política de dividendos, tampouco consideram o impacto do crédito comercial internacional sobre o índice de lucros distribuídos.

Dessa forma, este estudo tem como objetivo principal analisar o impacto da gestão do capital de giro e do crédito comercial internacional na política de dividendos de empresas listadas na B3. Como objetivos específicos, busca-se analisar o impacto do ciclo de conversão de caixa e de cada um de seus componentes sobre o índice de distribuição de dividendos. A escolha por analisar empresas listadas na B3 se justifica pela importância e representatividade da bolsa de valores brasileira no mercado acionário nacional.

A literatura oferece diferentes teorias para explicar o comportamento das empresas em relação ao pagamento de dividendos, como a Teoria da Irrelevância (Miller & Modigliani, 1961), de Suavização (Lintner, 1956), do Pássaro na Mão (Lintner, 1956; Gordon, 1959), de *Catering* (Baker & Wurgler, 2005), de Sinalização (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985), dos Custos de Agência (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986) e do Ciclo de Vida das Empresas (Fama & French, 2001). No entanto, os resultados empíricos não são convergentes, o que reforça a complexidade do fenômeno e a necessidade de novos enfoques (Brealey & Myers, 2003; Pinto et al., 2020).

A gestão eficiente do capital de giro também tem importância significativa na literatura de finanças corporativas e é um aspecto crucial da gestão empresarial. Empresas como a Dell e a GE demonstraram que podem gerar economias expressivas com a extensão de prazos de

pagamento, a redução de estoques e a aceleração dos recebimentos (Boisjoly et al., 2020). A Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa (CCC), proposta por Richards e Laughlin (1980), fornece uma ferramenta importante para avaliar essa eficiência. O CCC é formado pela gestão de recebíveis, estoques e crédito comercial, e representa o intervalo de tempo entre o pagamento pela aquisição de insumos e o recebimento das vendas. Quanto menor o CCC, mais eficiente é a gestão do capital de giro.

O contexto brasileiro confere especial relevância ao estudo da relação entre a gestão do capital de giro e a política de dividendos. Embora o país conte com uma infraestrutura de mercado de capitais sofisticada e com avançados segmentos de governança, seu ambiente de negócios é marcado por um cenário macroeconômico complexo, caracterizado por um ciclo prolongado de juros altos (B3, 2025). Tais condições elevam o custo de capital e podem limitar o acesso ao crédito tradicional. Diante disso, a gestão eficiente do capital de giro e a diversificação das fontes de financiamento tornam-se ainda mais estratégicas para as empresas brasileiras.

Nesse sentido, o crédito comercial internacional emerge como uma alternativa importante para a liberação de recursos, principalmente ao substituir fontes de financiamento tradicionais em mercados financeiros complexos (Emery, 1984). Sua utilização também permite ganhos estratégicos, como a exploração de variações cambiais (Toorn, 1986) e a redução do CCC, o que impacta positivamente o caixa (Gill et al., 2019; Bhatia et al., 2021), a liquidez (Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024) e a rentabilidade das empresas (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024).

Esses benefícios financeiros, observados em um contexto internacional caracterizado por imperfeições como barreiras comerciais, volatilidade cambial e assimetrias de informação (Santos Jhunior et al., 2021; Carroll & Neumann, 2022), reforçam o papel da política de dividendos como instrumento de redução de custos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986) e de sinalização de boas perspectivas futuras de desempenho financeiro (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985).

Considerando essas particularidades, este estudo segue as recomendações de futuras pesquisas de Prasad et al. (2019) e Carroll e Neumann (2022), além da proposta de Kieschnick et al. (2013), de analisar a Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa sob um prisma mais estratégico. Dessa forma, o presente trabalho avança na literatura ao investigar a relação entre a gestão do capital de giro e a política de dividendos no contexto brasileiro, e contribui de forma inédita ao investigar o impacto do crédito comercial internacional sobre a política de dividendos.

3.2 Referencial Teórico

Esta seção desenvolve a fundamentação teórica que sustenta a formulação das hipóteses de pesquisa. Inicialmente, discute-se como a gestão do capital de giro influencia as decisões corporativas, com ênfase na relação entre o Ciclo de Conversão de Caixa, e cada um de seus componentes, com a distribuição de dividendos. Em seguida, explora-se o papel do crédito comercial, nas transações domésticas e internacionais, como fonte de financiamento de curto prazo. Por fim, analisa-se a possível interação do crédito comercial internacional com a política de dividendos.

3.2.1 Gestão do Capital de Giro e Política de Dividendos

A gestão do capital de giro envolve a administração eficiente dos ativos e passivos circulantes de uma empresa, incluindo o controle dos níveis de caixa, a concessão e cobrança de crédito aos clientes, a gestão de estoques, a negociação de crédito com fornecedores e a captação de recursos de curto prazo (Fazzari et al., 2000; Kieschnick et al., 2013; Frankel et al., 2017). Uma importante ferramenta para avaliar essa eficiência operacional é fornecida pela Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa (Richards & Laughlin, 1980).

O Ciclo de Conversão de Caixa (CCC) representa o tempo, em dias, entre o pagamento da aquisição de insumos e o recebimento das vendas. Assim, ele é mensurado pela soma entre o Prazo Médio de Recebimento (PMR) e o Prazo Médio de Estoques (PME), subtraída pelo Prazo Médio de Pagamento (PMP). Quanto menor o CCC, mais eficiente é a gestão do capital de giro, pois indica menor necessidade de financiamento para as atividades operacionais (Richards & Laughlin, 1980).

A Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa originou-se sob uma perspectiva operacional e de curto prazo (Kieschnick et al., 2013). O foco das pesquisas tem sido a sua relação com a rentabilidade das empresas, o que indica a necessidade de trabalhar o tema sob outras perspectivas (Prasad et al., 2019). Nesse sentido, um viés mais estratégico e menos operacional foi inaugurado por Kieschnick et al. (2013), ao investigarem o impacto desse ciclo nas finanças de longo prazo, com ênfase no valor das empresas. No entanto, a relação entre o CCC e a política de dividendos permanece pouco explorada pela literatura (Xu et al., 2021).

Os estudos empíricos ainda são incipientes e apresentam resultados díspares. Enquanto Gill et al. (2019) não identificaram efeitos significativos, Bhatia et al. (2021) observaram uma

correlação negativa fraca, e Xu et al. (2021) encontraram uma relação em formato de U invertido. Wirama et al. (2024) destacaram efeitos negativos, particularmente entre empresas com níveis intermediários de distribuição. A divergência entre os achados reforça a necessidade de aprofundar a investigação empírica, especialmente no Brasil, um mercado que, apesar de contar com uma infraestrutura sofisticada e avanços em governança, opera em um cenário macroeconômico complexo, caracterizado por um ciclo prolongado de juros altos (B3, 2025), fatores que podem influenciar de modo distinto a política de dividendos.

Diante dessas limitações estruturais do mercado brasileiro, a gestão eficiente do capital de giro contribui para a redução das restrições financeiras das empresas, atenuando os entraves impostos pelo limitado acesso ao financiamento externo. Além disso, em um ambiente institucional caracterizado por fragilidades na proteção legal aos acionistas, como é o caso brasileiro, a distribuição de dividendos mais robustos pode ser percebida pelos investidores como uma compensação pelos maiores riscos assumidos (Prazeres & Lagioia, 2020; Prazeres et al., 2021).

A presente pesquisa fundamenta-se em três vertentes teóricas principais sobre a política de dividendos: a Teoria de Sinalização, a Teoria dos Custos de Agência e a Teoria do Ciclo de Vida das Empresas. Assim, afasta-se desde logo algumas Teorias, como a de Irrelevância dos Dividendos, pressupondo-se que as imperfeições do mercado tornam os dividendos relevantes para os gestores e investidores. Afasta-se também a Teoria de Suavização, tendo em vista os resultados obtidos por Prazeres e Lagioia (2020) e Prazeres et al. (2021), no sentido de que os lucros das empresas brasileiras são rapidamente incorporados à sua política de dividendos. Por fim, embora as Teorias do Pássaro na Mão e de *Catering* ofereçam contribuições relevantes baseadas na preferência dos investidores, este estudo foca no impacto da gestão de curto prazo sobre a política de dividendos.

Segundo a Teoria de Sinalização, desenvolvida por Bhattacharya (1979) e Miller e Rock (1985), a distribuição de dividendos pode ser utilizada pelos gestores para sinalizar ao mercado as boas perspectivas futuras de desempenho financeiro da empresa, reduzindo as assimetrias de informações perante os investidores. No contexto da gestão do capital de giro, uma redução no CCC está relacionada a um aumento da rentabilidade das firmas (Prasad et al., 2019), favorecendo, portanto, a distribuição de dividendos como mecanismo de sinalização ao mercado.

Além da rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024), uma gestão eficiente do capital de giro também está ligada a maiores níveis de caixa (Gill et al., 2019; Bhatia, et al., 2021) e liquidez (Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024). Esse excedente de

recursos, conforme a Teoria dos Custos de Agência, amplia a discricionariedade dos gestores, que podem se sentir estimulados a priorizar interesses pessoais, como aumento de salários, em detrimento de aumento de retorno aos acionistas (Jensen & Meckling, 1976). Nessa perspectiva, os dividendos funcionam como um mecanismo disciplinador, ao reduzir os recursos livres sob controle gerencial e, por conseguinte, os custos de monitoramento (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Outra teoria relevante para o estudo é a do Ciclo de Vida das Empresas. Esta teoria disciplina que à medida que as empresas se tornam mais maduras e alcançam um maior crescimento e rentabilidade, elas não possuem oportunidades de investimento suficientes para aplicar os recursos auferidos, o que culmina com um maior índice de distribuição de dividendos aos acionistas (Fama & French, 2001). No entanto, a relação entre a maturidade das empresas e a distribuição de dividendos pode ser afetada por outros fatores, como a gestão do capital de giro. Uma gestão eficiente do capital de giro pode aumentar a rentabilidade, o caixa e a liquidez das empresas, permitindo que elas distribuam mais dividendos, mesmo em estágios iniciais do ciclo de vida.

À luz das evidências teóricas e empíricas apresentadas, propõe-se a seguinte hipótese:

H₁: O Ciclo de Conversão de Caixa apresenta efeito negativo no índice de distribuição de dividendos de empresas brasileiras.

Além da análise agregada do CCC, é fundamental decompor seus elementos para compreender como cada um influencia a política de dividendos. A literatura recente tem demonstrado avanços nessa área evidenciando que cada fase do ciclo de conversão de caixa pode representar uma oportunidade para que as empresas melhorem sua rentabilidade, otimizem o fluxo de caixa, reduzam custos e criem valor (Boisjoly et al., 2020).

No que tange ao PMR, Gill et al. (2019) encontraram uma relação negativa significativa entre essa variável e o pagamento de dividendos. Eles argumentam que a menor velocidade de recebimento reduz os níveis de caixa disponíveis, o que pode limitar a capacidade da empresa de distribuir lucros. Bhatia et al. (2021) corroboram essa evidência, embora tenham encontrado um coeficiente de menor magnitude, o que suscita dúvidas sobre a robustez do efeito.

Manter uma política restritiva de concessão de crédito e acelerar a recuperação dos valores a receber reduz o risco de fluxos de caixa decrescentes (Ukaegbu, 2014). Além disso, diminui a necessidade de obter recursos externos para o financiamento de atividades operacionais (Rezaei & Pourali, 2015). Essa prática, por sua vez, inibe a concessão de crédito

a clientes com menor capacidade financeira, reduzindo a probabilidade de inadimplência (Jayarathne, 2014).

Além de melhorar a liquidez das empresas, a literatura também aponta que o PMR está negativamente relacionado à rentabilidade (Prasad et al., 2019). Sob a ótica da Teoria de Sinalização, resultados positivos em rentabilidade podem levar os gestores a elevar a distribuição de dividendos, sinalizando expectativas favoráveis sobre o desempenho financeiro futuro (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985).

Ademais, apesar de um reduzido PMR contribuir para maior liquidez e rentabilidade, esse excedente de recursos pode gerar custos de agência necessários para monitorar a discricionariedade dos gestores sobre a sua utilização (Jensen & Meckling, 1976). Uma alternativa para evitar que os gestores adotem condutas contrárias aos interesses dos acionistas é distribuir esses recursos como dividendos (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Dessa forma, formula-se a seguinte hipótese:

H₂: O Prazo Médio de Recebimento apresenta efeito negativo no índice de distribuição de dividendos de empresas brasileiras.

No que se refere ao PME, evidências empíricas também indicam para uma relação negativa entre essa variável e o pagamento de dividendos. Gill et al. (2019) sugerem que um período prolongado de estocagem retarda o ciclo operacional e, por consequência, o recebimento de receitas, prejudicando a capacidade de distribuir dividendos. Bhatia et al. (2021) confirmaram essa relação negativa, embora com um coeficiente de baixa magnitude, indicando que estoques mais baixos nem sempre resultam em maior distribuição de lucros.

Altos níveis de estoques tendem a gerar custos adicionais com manutenção, armazenamento, mão de obra, seguro e obsolescência (Kim & Chung, 1990; Deloof, 2003; Raheman & Nasr, 2007), além de aumentar a probabilidade de ocorrência de perdas ou furtos (Ukaegbu, 2014). Esses fatores contribuem para a elevação do CCC, comprometendo a eficiência na gestão do capital de giro.

A literatura empírica demonstra que uma gestão eficiente dos estoques favorece positivamente a rentabilidade das empresas (Prasad et al., 2019). Assim como no caso do PMR, os dividendos podem ser utilizados como mecanismo de sinalização, comunicando expectativas favoráveis de rentabilidade futura (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985) e como

instrumento de monitoramento dos gestores, alinhando os interesses destes com os dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Com isso, sugere-se a seguinte hipótese:

H₃: O Prazo Médio de Estoques apresenta efeito negativo no índice de distribuição de dividendos de empresas brasileiras.

Diferentemente dos demais componentes do CCC, a literatura apresenta resultados divergentes quanto à relação entre o PMP e o índice de distribuição de dividendos. Gill et al. (2019) encontraram uma relação positiva, sugerindo que a utilização de crédito comercial libera recursos de curto prazo que podem ser direcionados à distribuição de lucros. Em contrapartida, Bhatia et al. (2021) identificaram uma relação negativa, embora com coeficiente reduzido, indicando evidências ainda inconclusivas.

Além disso, diferentemente do PMR e do PME, a maioria das pesquisas empíricas indica uma associação positiva do PMP com a rentabilidade (Prasad et al., 2019). Essa relação indica que utilizar crédito comercial pode ser uma estratégia eficaz para preservar liquidez e aumentar os lucros operacionais. Empresas capazes de negociar prazos mais extensos com fornecedores, sobretudo quando não há concessão de descontos por pagamento antecipado, acessam uma fonte alternativa de financiamento de curto prazo. Tal condição permite o redirecionamento de recursos excedentes para o pagamento de dividendos (Yilmaz & Nobanee, 2023).

Com base nas Teorias de Sinalização e dos Custos de Agência, sugere-se que o uso do crédito comercial favorece uma maior distribuição de dividendos. A distribuição aos acionistas do excedente de caixa gerado por prazos de pagamento mais longos pode mitigar conflitos entre gestores e acionistas, ao reduzir a necessidade de monitoramento sobre sua aplicação (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Sob a ótica da Teoria de Sinalização, os dividendos também podem ser utilizados para atenuar a assimetria de informações, transmitindo ao mercado as expectativas favoráveis de rentabilidade futura (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985).

Assim, propõe-se a seguinte hipótese:

H₄: O Prazo Médio de Pagamento apresenta efeito positivo no índice de distribuição de dividendos de empresas brasileiras.

Considerando a escassez de estudos na área e a possibilidade de descoberta de relações estatisticamente significativas no cenário nacional, a presente pesquisa avança, de forma inédita na literatura, ao analisar, na subseção 3.2.2, os impactos da obtenção de crédito comercial não apenas perante fornecedores nacionais, mas também internacionais, na política de dividendos das empresas.

3.2.2 Crédito Comercial Internacional e Política de Dividendos

O crédito comercial é uma fonte importante de financiamento de curto prazo (Seifert et al., 2013), que está presente nos dois lados do balanço patrimonial das empresas (Long et al., 1993). As contas a pagar representam a demanda por crédito, enquanto as contas a receber indicam a oferta de crédito comercial (Petersen & Rajan, 1997). Diversas teorias explicam a dinâmica de demanda e oferta de crédito comercial, destacando sua relevância nas decisões financeiras das empresas.

A Teoria do Financiamento considera o crédito comercial como um substituto ou complemento ao crédito bancário, favorecendo empresas financeiramente restritas (Schwartz, 1974). A Teoria da Diferenciação do Produto o concebe como uma estratégia para ampliar vendas e fidelizar clientes (Nadiri, 1969). A Teoria da Garantia de Qualidade associa sua concessão à mitigação da assimetria de informações, ao permitir que compradores avaliem a qualidade dos bens antes do pagamento (Long et al., 1993). A Teoria do Poder de Mercado aponta que empresas dominantes negociam melhores condições de crédito (Wilson & Summers, 2002), enquanto a Teoria de Redução de Custos o define como um meio de reduzir custos de transação diante da incerteza comercial (Ferris, 1981). A Teoria da Discriminação de Preços sugere o crédito comercial pode ser utilizado para ajustar prazos de pagamento conforme o risco do cliente (Mian & Smith, 1992).

No contexto internacional, a utilização de crédito comercial é ainda mais intensa que no comércio doméstico (Engemann et al., 2014), funcionando como substituto ao crédito bancário no financiamento do capital de giro (Carroll & Neumann, 2022). De acordo com a Câmara de Comércio Internacional (2017), aproximadamente 80% do comércio internacional é realizado mediante crédito comercial. Especificamente, no Chile e na Colômbia, estima-se que essa modalidade financia, respectivamente, 79% e 90% das transações internacionais (Ahn, 2014).

A obtenção de crédito comercial junto a fornecedores estrangeiros também pode influenciar a política de dividendos das empresas. Isso porque o mercado internacional apresenta grandes imperfeições (Naumann-Etienne, 1974), como intervenção governamental,

barreiras comerciais e flutuações cambiais (Santos Jhuniior et al. (2021). Nesse cenário, a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, proposta por Miller e Modigliani (1961), perde força, abrindo espaço para abordagens que consideram a política de dividendos como uma decisão relevante e estratégica diante das imperfeições de mercado.

Essas imperfeições aumentam a complexidade das decisões financeiras das empresas que atuam no mercado internacional (Naumann-Etienne, 1974) e ampliam a assimetria de informações entre gestores e investidores (Carroll & Neumann, 2022). Em consonância com a Teoria de Sinalização de Dividendos, em ambientes com alta assimetria de informações, empresas lucrativas e com boas perspectivas de desempenho tendem a aumentar o pagamento de dividendos para transmitir essas informações ao mercado (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985).

Ademais, as imperfeições inerentes ao mercado internacional (Naumann-Etienne, 1974) podem ampliar os benefícios operacionais e financeiros associados ao uso de crédito comercial internacional. Operacionalmente, o adiamento do pagamento pela aquisição de insumos e mercadorias reduz incertezas e custos de transação, contribuindo para uma gestão mais eficiente do capital de giro (Schwartz, 1974). Financeiramente, permite que o vendedor, o comprador ou ambos os parceiros comerciais se beneficiem da ausência de juros cobrados em financiamentos bancários (Emery, 1984).

As imperfeições do mercado internacional relacionadas às flutuações nas taxas de câmbio também podem intensificar os ganhos financeiros do crédito comercial internacional. Quando o pagamento é postergado, cria-se a possibilidade de otimizar o momento de conversão cambial. Em cenários de expectativa de desvalorização da moeda estrangeira, por exemplo, o comprador pode adquiri-la no ato da transação e realizar o pagamento posteriormente, aproveitando a diferença cambial e reduzindo sua exposição a variações adversas (Toorn, 1986).

Outrossim, ampliação do prazo médio de pagamento proporcionada pela utilização de crédito comercial internacional contribui para a redução do ciclo de conversão de caixa, tornando mais eficiente a gestão do capital de giro. Essa maior eficiência operacional permite supor que o crédito comercial internacional, ao reduzir o CCC, impacta positivamente os níveis de caixa (Gill et al., 2019; Bhatia et al., 2021), rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024) e liquidez das empresas (Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024) e, consequentemente, aumenta o índice de distribuição de dividendos.

De acordo com a Teoria dos Custos de Agência, a existência de recursos sujeitos à discricionariedade dos gestores pode resultar em decisões desalinhadas com os interesses dos

acionistas, gerando custos de monitoramento. Uma alternativa eficaz para reduzir esses custos de agência é a distribuição de dividendos, que retira o caixa livre da discricionariedade dos gestores, direcionando-o aos *shareholders* (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Em países com sistema jurídico baseado no *civil law*, como o Brasil, no qual os direitos dos acionistas são menos protegidos, a função dos dividendos de mitigar conflitos de agência tende a ser mais acentuada (La Porta et al., 2000). Além disso, no contexto brasileiro, marcado por um cenário macroeconômico complexo, caracterizado por um ciclo prolongado de juros altos, o uso estratégico do crédito comercial internacional surge como uma alternativa para mitigar as restrições financeiras impostas pelo elevado custo do crédito. Os ganhos operacionais e financeiros associados a esse tipo de financiamento liberam recursos internos, ampliando a capacidade de distribuição de lucros e aumentando a atratividade das empresas junto aos investidores.

Dessa forma, a partir da análise realizada, formula-se a seguinte hipótese:

H₅: O Crédito Comercial Internacional apresenta efeito positivo no índice de distribuição de dividendos de empresas brasileiras.

Com base na fundamentação teórica apresentada, a próxima seção detalha a estratégia metodológica adotada para a investigação empírica das hipóteses formuladas.

3.3 Aspectos Metodológicos

Com intuito de analisar o impacto da gestão do capital de giro e do crédito comercial internacional na política de dividendos de empresas brasileiras, realizou-se uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa, abrangendo o período de 2010 a 2021. Os dados de internacionalização foram extraídos do item 1.7 do Formulário de Referência das empresas. Os dados das demais variáveis foram obtidos na plataforma Economática.

A população do estudo é composta por 386 empresas de capital aberto listadas na B3. Após a exclusão das instituições financeiras, devido às suas particularidades contábeis e regulatórias (Silva & Brito, 2005; Iquiapaza et al., 2008; Fernandes & Ribeiro, 2013; Almeida et al., 2014; Forti et al., 2015; Rodrigues et al., 2019), a amostra final resultou em 355 empresas não financeiras.

A escolha do período de análise justifica-se pela disponibilidade consistente dos dados relativos ao crédito comercial internacional a partir de 2010, bem como pela padronização dos demonstrativos contábeis com a adoção integral das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC), implementadas plenamente no Brasil a partir desse ano, o que promoveu maior comparabilidade e qualidade informacional (Lorencini & Costa, 2012; Cardoso et al. 2015; Prazeres & Lagioia, 2020).

A variável dependente é o índice de distribuição de dividendos (DIV), calculado pela soma dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio, dividida pelo ativo total. A agregação dessas duas formas de distribuição de lucros justifica-se por ambas representarem retorno financeiro ao acionista, ainda que com implicações fiscais distintas. A opção pelo ativo total como denominador se deve à sua maior estabilidade em relação ao lucro líquido (Forti et al., 2015; Rodrigues et al., 2019), especialmente considerando que empresas podem distribuir dividendos mesmo em períodos de prejuízo contábil (Li & Zhao, 2007; Rodrigues et al., 2019).

O impacto da gestão do capital de giro na política de dividendos é avaliado por meio da análise de 5 variáveis independentes: Ciclo de Conversão de Caixa (CCC), Prazo Médio de Recebimento (PMR), Prazo Médio de Estoques (PME), Prazo Médio de Pagamento (PMP), além do Crédito Comercial Internacional (CCI).

O CCC, uma das *proxies* mais utilizadas nos estudos sobre gestão do capital de giro (Prasad et al., 2019), é obtido pela soma do PMR e do PME, subtraída pelo PMP. Essa métrica representa o intervalo entre o pagamento pela aquisição de insumos e o recebimento pelas vendas, refletindo o tempo que os recursos permanecem comprometidos no ciclo operacional (Deloof, 2003; Lazaridis & Tryfonidis, 2006; Palombini & Nakamura, 2012; Ukaegbu, 2014; Boisjoly et al., 2020).

O PMR representa a política de concessão de crédito comercial. É o período, em dias, entre a venda a prazo do produto acabado e o respectivo recebimento. É mensurado pela razão entre contas a receber e vendas, multiplicada por 365 dias (Deloof, 2003; Lazaridis & Tryfonidis, 2006; Palombini & Nakamura, 2012; Ukaegbu, 2014; Boisjoly et al., 2020).

O PME representa a política de estoque das empresas. É o período, em dias, entre a aquisição a prazo da matéria-prima e a venda do produto acabado. É calculado pela razão entre estoques e o custo dos produtos vendidos, multiplicada por 365 dias (Deloof, 2003; Lazaridis & Tryfonidis, 2006; Palombini & Nakamura, 2012; Ukaegbu, 2014; Boisjoly et al., 2020).

O PMP representa a política de utilização de crédito comercial. É o período, em dias, entre a aquisição de bens e insumos, e o pagamento dos fornecedores. É mensurado pela razão entre contas a pagar e o custo dos produtos vendidos, multiplicado por 365 dias (Deloof, 2003;

Lazaridis & Tryfonidis, 2006; Palombini & Nakamura, 2012; Ukaegbu, 2014; Boisjoly et al., 2020).

A literatura indica uma gestão eficiente do capital de giro, caracterizada por reduzidos CCC, PMR e PME, e um PMP alongado, contribui para uma maior rentabilidade das empresas (Prasad et al., 2019). Com base nisso, as hipóteses deste estudo postulam que esse aumento na rentabilidade resulta em uma maior distribuição de dividendos. Dessa forma, espera-se observar uma relação negativa entre CCC, PMR e PME com o DIV, e uma relação positiva entre PMP e DIV.

A variável CCI, por sua vez, representa o crédito comercial obtido perante fornecedores estrangeiros. É mensurada pela razão entre fornecedores internacionais e o passivo total, denominador que permite avaliar qual a proporção que esta fonte de financiamento operacional representa diante da soma de todas as dívidas da empresa, sejam elas operacionais ou financeiras (Petersen & Rajan, 1997; Fisman & Love, 2003). De modo análogo ao PMP, espera-se que o acesso ao CCI contribua para o aumento da capacidade financeira e de distribuição de dividendos da empresa, o que fundamenta a expectativa de uma relação positiva entre CCI e DIV.

A Tabela 1 sintetiza as variáveis do estudo, com suas respectivas siglas, formas de mensuração, expectativas teóricas quanto à direção do efeito e principais referências bibliográficas.

Tabela 1 - Descrição das variáveis do estudo

Variáveis	Sigla	Forma de mensuração	Efeitos	Referências
Índice de distribuição de dividendos	DIV	$\frac{DI + JCP}{AT}$	n/a	Li e Zhao (2007), Lozano e Caltabiano (2014), Forti et al. (2015), Rodrigues et al. (2019), Xu et al. (2021).
Crédito Comercial Internacional	CCI	$\frac{FE}{PT}$	+	Contribuição do estudo.
Ciclo de conversão de caixa	CCC	$PMR + PME - PMP$	-	Bhatia et al. (2021).
Prazo médio de recebimento	PMR	$\frac{CR}{V} \times 365$	-	Gill et al. (2019), Bhatia et al. (2021).
Prazo médio de estoques	PME	$\frac{E}{CPV} \times 365$	-	Gill et al. (2019), Bhatia et al. (2021).
Prazo médio de pagamento	PMP	$\frac{CP}{C} \times 365$	- +	Bhatia et al. (2021). Gill et al. (2019).
Rentabilidade	ROA	$\frac{LL}{AT}$	+	Fama e French (2001), Abor e Bokpin (2010), Baker et al. (2013), Kamat e Kamat (2013), Xu et al. (2021), Wirama et al. (2024).

Oportunidades de investimento	TOBIN	$\frac{VM + VD}{AT}$	-	Abor e Bokpin (2010).
Tamanho	TAM	$Ln(AT)$	+	Fama e French (2001), Al-Najjar e Belghitar (2011), Baker et al. (2013), Lozano e Caltabiano (2014), Yusof e Ismail (2016), Gill et al. (2019), Farooq e Aktaruzzaman (2020), Wirama et al. (2024).
Alavancagem	LEV	$\frac{PC + PNC}{AT}$	-	Aivazian et al. (2003), Lozano e Caltabiano (2014), Yusof e Ismail (2016), Gill et al. (2019), Farooq e Aktaruzzaman (2020), Wirama et al. (2024).
			+	Al-Najjar e Belghitar (2011).
Caixa	CX	$\frac{CEC}{AT}$	+	Farooq e Aktaruzzaman (2020), Lozano e Caltabiano (2014).
			-	Al-Najjar e Belghitar (2011).
Liquidez	LIQ	$\frac{AC}{PC}$	+	Gill et al. (2019), Xu et al. (2021), Wirama et al. (2024).
Taxa básica de juros da economia	SELIC	Taxa SELIC	-	Daniel et al. (2021).
Internacionalização	INT	$\frac{RE}{RT}$	+	Aggarwal e Kyaw (2010), Gill e Obradovich (2012).
Risco sistemático	BETA	Índice Económica	-	Al-Najjar e Belghitar (2011), Lozano e Caltabiano (2014).
Nível de tangibilidade dos ativos	TANG	$\frac{AI}{AT}$	+	Kamat e Kamat (2013).
			-	Aivazian et al. (2003).

Notas: DI = dividendos, JCP = juros sobre capital próprio, AT = ativo total, FE = fornecedores estrangeiros, PT = passivo total, PMR = prazo médio de recebimento, PME = prazo médio de estoques, PMP = prazo médio de pagamento, CR = contas a receber, V = vendas, E = estoques, CPV = custo dos produtos vendidos, CP = contas a pagar, C = compras, LL = lucro líquido, VM = valor de mercado das ações, VD = valor contábil das dívidas, Ln = logaritmo natural, PC = passivo circulante, PNC = passivo não circulante, CEC = caixa e equivalente de caixa, AC = ativo circulante, RE = receita de exportação, RT = receita total, AI = ativo imobilizado.

Fonte: Elaboração própria.

A técnica de regressão Tobit com dados em painel foi utilizada para analisar os dados. Essa metodologia é adequada para modelos em que a variável dependente é censurada em zero, como é o caso do índice de distribuição de dividendos, devido à grande quantidade de observações de empresas que não pagaram dividendos (Tobin, 1958; Forti et al., 2015; Bhatia et al., 2021). A utilização de dados em painel permite controlar os efeitos não observáveis específicos de cada empresa ao longo do tempo, aumentando a eficiência das estimativas (Gujarati & Porter, 2011).

Por se tratar de um modelo não-linear, a interpretação dos resultados exige uma abordagem específica. Os coeficientes da regressão Tobit não representam o efeito marginal

direto sobre a variável dependente. Por essa razão, a análise foi fundamentada no cálculo dos efeitos marginais pós-estimação, que medem o impacto de cada variável no valor esperado dos dividendos, permitindo assim uma interpretação economicamente significativa (Gujarati & Porter, 2011). Ressalta-se, por fim, que embora a técnica seja robusta para dados censurados, reconhece-se que modelos Tobit podem apresentar problemas de endogeneidade, que ocorrem quando variáveis explicativas são correlacionadas com o termo de erro (Barros et al., 2010; Forti & Freitas, 2020).

A presença de multicolinearidade entre CCC, PMR, PME e PMP foi diagnosticada por meio do Fator de Inflação da Variância (FIV). Seguindo os critérios de Hair et al. (2009), considerou-se a sua existência quando o FIV individual e o FIV médio do modelo superaram o valor de 10. Para mitigar seus efeitos e assegurar a robustez dos resultados, foram estimados quatro modelos Tobit distintos, conforme a abordagem de Bhatia et al. (2021): um com o CCC e outros três substituindo-o individualmente por PMR, PME e PMP. As equações que representam os modelos de regressão propostos são expostas nas Fórmulas 1 a 4.

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCI_{it} + \beta_2 CCC_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 TOBIN_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 CX_{it} + \beta_8 LIQ_{it} + \beta_9 SELIC_{it} + \beta_{10} INT_{it} + \beta_{11} BETA_{it} + \beta_{12} TANG_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCI_{it} + \beta_2 PMR_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 TOBIN_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 CX_{it} + \beta_8 LIQ_{it} + \beta_9 SELIC_{it} + \beta_{10} INT_{it} + \beta_{11} BETA_{it} + \beta_{12} TANG_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCI_{it} + \beta_2 PME_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 TOBIN_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 CX_{it} + \beta_8 LIQ_{it} + \beta_9 SELIC_{it} + \beta_{10} INT_{it} + \beta_{11} BETA_{it} + \beta_{12} TANG_{it} + \mu_{it} \quad (3)$$

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCI_{it} + \beta_2 PMP_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 TOBIN_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 CX_{it} + \beta_8 LIQ_{it} + \beta_9 SELIC_{it} + \beta_{10} INT_{it} + \beta_{11} BETA_{it} + \beta_{12} TANG_{it} + \mu_{it} \quad (4)$$

As Fórmulas 1 a 4 representam os modelos econométricos estimados neste estudo, nos quais β_0 corresponde ao intercepto, i representa a empresa, t indica o ano da observação, e μ designa o termo de erro. As variáveis, respectivas siglas, formas de mensuração e sinais esperados foram detalhados na Tabela 1.

Os dados foram winsorizados ao nível de 5% para tratar os *outliers* presentes em algumas variáveis. Embora não haja consenso teórico quanto ao nível de winsorização, a literatura empírica frequentemente adota percentuais entre 0,5% e 5% (Wan, 2014). A

winsorização substitui os valores extremos pelo valor do quinto percentil (para *outliers* inferiores) e do nonagésimo quinto percentil (para *outliers* superiores). Essa técnica, amplamente utilizada em estudos de finanças, visa reduzir a influência dos *outliers* nos resultados da regressão sem eliminar completamente as observações (Ruppert, 2014).

Por fim, testes de diagnóstico apontaram a presença de autocorrelação (teste de Wooldridge) e heterocedasticidade (teste de Wald), exigindo a correção dos erros-padrão para validar os testes t de significância. Vale ressaltar que embora a fundamentação teórica sugira uma direção para as hipóteses, os testes estatísticos seguiram a abordagem bicaudal, que testa a hipótese nula de ausência de efeito ($H_0: \beta=0$) contra a alternativa de que o efeito é diferente de zero ($H_1: \beta \neq 0$). Como a clusterização de erros-padrão por empresa não é suportada pelo comando xttobit no Stata, a correção foi realizada via reamostragem bootstrap (Flood, 1985), garantindo a fidedignidade das inferências estatísticas.

3.4 Análise e Discussão dos Resultados

Inicialmente, é realizada uma estatística descritiva das variáveis, com a exposição da quantidade de observações, média, desvio padrão, valores mínimo e máximo, assimetria e curtose, permitindo uma compreensão inicial do comportamento da amostra. Em seguida, é conduzida uma análise de correlação por meio do coeficiente de correlação de Pearson. Após são discutidos os achados dos modelos econométricos, relacionando-os à literatura existente e às teorias subjacentes.

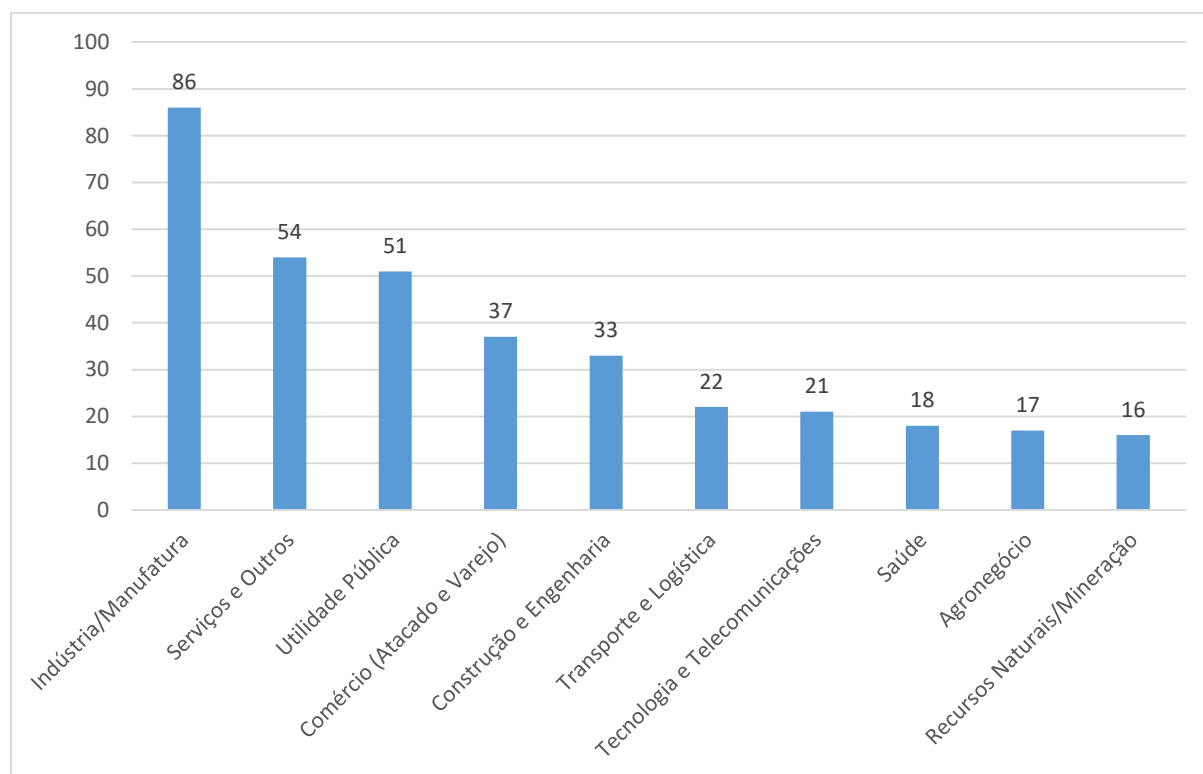
3.4.1 Estatística Descritiva

A amostra do presente estudo é composta por 355 empresas de capital aberto listadas na B3. Para uma compreensão aprofundada do perfil da amostra, realizou-se uma análise de sua composição setorial. Devido à alta granularidade das classificações originais, as companhias foram agrupadas em 10 macro setores, permitindo uma visualização mais clara e agregada da distribuição, conforme detalhado na Figura 3.

A análise da Figura 3 revela uma concentração significativa no setor de Indústria/Manufatura, que compreende 86 empresas (24,2% do total). O setor de Serviços e Outros figura como o segundo mais representativo, com 54 empresas (15,2%), seguido por Utilidade Pública, com 51 empresas (14,4%). Juntos, esses três setores representam mais da metade da amostra (53,8%). A composição restante é distribuída entre os setores de Comércio

(10,4%), Construção e Engenharia (9,3%), entre outros, demonstrando uma base diversificada, porém com predominância de setores ligados à economia tradicional.

Figura 3 – Distribuição Setorial da Amostra



Fonte: Dados da pesquisa.

Após a caracterização setorial da amostra, a Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis do estudo. Observa-se que o índice médio de DIV é de 1,94%, com desvio padrão de 2,85%. A assimetria positiva (1,8051) e a alta curtose (5,3613) indicam uma distribuição concentrada próxima de zero, com algumas empresas pagando dividendos significativamente maiores, o que sugere heterogeneidade nas práticas de distribuição entre as companhias da amostra.

Entre as variáveis explicativas de interesse, o CCI, a média é de 0,37%, com desvio padrão de 0,94%. A distribuição da variável é fortemente assimétrica à direita (2,7432) e apresenta alta curtose (9,2838), indicando a predominância de valores próximos de zero e a ocorrência de poucos casos com níveis elevados de CCI. Esse comportamento sugere que a maior parte das empresas da amostra recorre de maneira limitada ao CCI, enquanto uma minoria faz uso mais intenso desse instrumento.

Já o CCC apresenta elevada dispersão (desvio padrão de 162,30), com média de 98,25 dias e variação de -118 a 580 dias, evidenciando a diversidade na gestão do capital de giro entre

as empresas. As variáveis componentes do CCC (PMR, PME e PMP) também apresentam altos desvios padrão, indicando práticas distintas de gestão de recebíveis, estoques e pagamentos. Todas essas variáveis possuem assimetrias e curtoses elevadas, refletindo a presença de valores extremos e padrões variados nas estratégias operacionais adotadas.

Tabela 2 - Estatística descritiva

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose
DIV	3.667	0,0194	0,0285	0,0000	0,1039	1,8051	5,3613
CCI	3.021	0,0037	0,0094	0,0000	0,0368	2,7432	9,2838
CCC	3.561	98,2498	162,3040	-118,3611	580,2585	1,6624	5,5167
PMR	3.624	80,4018	67,5933	9,5383	287,3134	1,8318	5,9258
PME	3.561	79,4963	100,8388	0,0000	379,3666	1,6811	5,2245
PMP	3.561	66,2003	59,5360	9,4336	245,1552	1,7235	5,3868
ROA	3.875	0,0119	0,1120	-0,3129	0,1690	-1,4265	4,9985
TOBIN	3.044	1,0986	0,7342	0,2886	3,1265	1,4264	4,3841
TAM	3.866	21,7322	1,9754	17,3851	24,9337	-0,3865	2,5767
LEV	3.874	0,6633	0,3972	0,1196	1,9048	1,6078	5,9918
LIQ	3.857	1,9882	1,5829	0,3236	7,0000	1,8928	6,3023
CX	3.855	0,0866	0,0886	0,0010	0,3289	1,3454	4,0609
INT	861	0,2356	0,2484	0,0000	0,9370	1,0523	3,1530
SELIC	4.615	9,0921	3,3224	2,7600	14,0200	-0,3253	2,0836
BETA	2.234	0,8123	0,4807	0,0949	1,8107	0,4836	2,3627
TANG	3.852	0,2282	0,2184	0,0000	0,7016	0,7393	2,4253

Notas: DIV = índice de distribuição de dividendos, CCI = Crédito Comercial Internacional, CCC = ciclo de conversão de caixa, PMR = prazo médio de recebimento, PME = prazo médio de estoques, PMP = prazo médio de pagamento, ROA = rentabilidade, TOBIN = oportunidades de investimento, TAM = tamanho, LEV = alavancagem, LIQ = liquidez, CX = caixa, INT = internacionalização, SELIC = taxa básica de juros da economia, BETA = risco sistemático, TANG = nível de tangibilidade dos ativos.

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação às variáveis de controle, vale destacar que ROA apresenta média de 1,19%, com assimetria negativa (-1,4265), sugerindo que uma parcela das empresas reportou prejuízos operacionais. A distribuição da variável TOBIN, indicador de oportunidades de crescimento, mostra média próxima de 1,10 e também é assimétrica (1,4264), revelando que algumas empresas possuem valor de mercado consideravelmente superior ao valor contábil.

Destaca-se, ainda, a elevada média da taxa SELIC (9,09%), com mínimo de 2,76% e máximo de 14,02%, refletindo um custo de capital elevado e alta volatilidade da política monetária brasileira durante o período analisado. O LIQ, com média de 1,99 e desvio padrão de 1,59, apresenta uma distribuição bastante dispersa e assimétrica, indicando que há empresas com dificuldades de liquidez e outras com folga financeira. Por fim, a variável INT apresentou média de 23,56%, com assimetria positiva moderada (1,0523) e curtose de 3,1530, o que sugere que poucas empresas possuem níveis elevados de receita no exterior, enquanto a maior parte mantém participação externa abaixo da média.

Realizou-se, ainda, uma análise descritiva complementar para explorar a heterogeneidade setorial das variáveis centrais do estudo. A Tabela 3 apresenta as estatísticas da política de dividendos (DIV), do Crédito Comercial Internacional (CCI), do Ciclo de Conversão de Caixa (CCC) e de seus componentes para cada um dos 10 macro setores da amostra.

Tabela 3 - Estatística Descritiva por Macro Setor

	Variável	Observações	Média	Desvio Padrão
Agronegócio	DIV	141	0,02	0,031
	CCI	112	0,005	0,012
	CCC	108	70,52	128,772
	PMR	121	58,593	58,660
	PME	108	50,957	65,256
	PMP	108	56,832	37,356
Comércio (Atacado e Varejo)	DIV	350	,017	0,022
	CCI	280	,005	0,011
	CCC	357	117,435	178,630
	PMR	357	87,662	75,915
	PME	357	68,915	102,785
	PMP	357	52,991	50,289
Construção e Engenharia	DIV	331	0,019	0,029
	CCI	236	0,003	0,009
	CCC	319	87,717	172,221
	PMR	319	72,927	73,358
	PME	319	63,165	92,695
	PMP	319	62,034	59,980
Indústria e Manufatura	DIV	950	0,02	0,029
	CCI	839	0,002	0,006
	CCC	951	105,655	163,492
	PMR	968	82,036	66,302
	PME	951	83,195	104,982
	PMP	951	62,351	55,717
Recursos Naturais/Mineração	DIV	166	0,015	0,025
	CCI	132	0,007	0,013
	CCC	170	130,231	195,757
	PMR	170	97,787	78,100
	PME	170	92,942	119,076
	PMP	170	67,707	75,592

Saúde	DIV	163	0,012	0,019
	CCI	157	0,006	0,012
	CCC	173	84,327	164,891
	PMR	182	87,228	61,302
	PME	173	87,406	98,657
	PMP	173	90,832	84,634
Serviços e Outros	DIV	579	0,023	0,032
	CCI	489	0,006	0,011
	CCC	571	85,806	152,307
	PMR	580	81,395	66,819
	PME	571	83,342	98,316
	PMP	571	78,3	63,308
Tecnologia e Telecomunicações	DIV	209	0,022	0,032
	CCI	166	0,001	0,006
	CCC	194	46,016	118,871
	PMR	205	62,581	54,866
	PME	194	57,274	89,782
	PMP	194	74,054	63,310
Transporte e Logística	DIV	225	0,02	0,031
	CCI	190	0,004	0,009
	CCC	202	99,239	149,301
	PMR	205	85,076	75,239
	PME	202	71,517	91,774
	PMP	202	59,287	45,971
Utilidade Pública	DIV	553	0,017	0,027
	CCI	420	0,004	0,009
	CCC	516	110,796	159,060
	PMR	517	78,023	59,576
	PME	516	96,211	102,617
	PMP	516	64,58	53,822

Notas: DIV = índice de distribuição de dividendos, CCI = Crédito Comercial Internacional, CCC = ciclo de conversão de caixa, PMR = prazo médio de recebimento, PME = prazo médio de estoques, PMP = prazo médio de pagamento.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados demonstram a existência de dinâmicas operacionais e de financiamento distintas entre os setores. A heterogeneidade é verificável no Ciclo de Conversão de Caixa (CCC), que apresenta uma média de apenas 46,01 dias no setor de Tecnologia e Telecomunicações, enquanto atinge 130,23 dias no setor de Recursos Naturais. Da mesma

forma, a utilização do Crédito Comercial Internacional (CCI) também se mostra uma característica setorial, sendo mais expressiva em setores como Recursos Naturais (média de 0,0068) e menos relevante em Tecnologia e Telecomunicações (média de 0,0012).

Essa constatação reforça a importância do modelo de regressão multivariada utilizado, que, ao controlar por um conjunto de características da firma (como tamanho, rentabilidade e alavancagem), consegue isolar os efeitos de interesse para além dessas particularidades setoriais, validando as conclusões do estudo.

3.4.2 Análise de Correlação

Foi realizada uma análise de correlação, cujos coeficientes de correlação de Pearson são apresentados na Tabela 4, com destaque para aqueles que se mostraram estatisticamente significativos ao nível de 1%. A partir dos resultados obtidos para as variáveis representativas de gestão do capital de giro, observa-se que o CCC, o PMR, o PME e o PMP estão negativamente correlacionados ao índice de distribuição de dividendos. Por outro lado, não foi constatada uma correlação estatisticamente significativa entre o CCI e o referido índice.

Vale destacar a presença de correlação moderada entre CCC e PMR ($r = 0,68$, $p < 0,01$), bem como de correlação forte entre CCC e PME ($r = 0,81$, $p < 0,01$), indicando possível multicolinearidade entre essas variáveis. Para investigar essa hipótese, foi realizada a análise do FIV. O critério para a identificação de multicolinearidade foi o valor superior a 10 para os FIVs individuais e para o FIV médio do modelo. Os resultados revelaram que os FIVs da variável CCC, de seus três componentes (PMR, PME e PMP), da taxa SELIC e o FIV médio ultrapassaram esse limite.

Esses resultados podem ser atribuídos ao fato de que as variáveis PMR, PME e PMP são os elementos do cálculo da variável CCC, cuja fórmula é dada por $CCC = PMR + PME - PMP$. Para evitar a solução de exclusão de variáveis potencialmente relevantes, optou-se por estimar 4 modelos de regressão distintos: um incluindo o CCC e outros três, cada um com um de seus componentes, conforme metodologia empregada por Bhatia et al. (2021). Ainda, decidiu-se por manter a SELIC nos modelos, tendo em vista que é considerada uma variável relevante no contexto brasileiro, dada a especificidade da alta volatilidade das taxas de juros praticadas no país e a sua capacidade de influenciar a distribuição de dividendos (Daniel et al., 2021).

Tabela 4 - Matriz de correlação

	DIV	CCI	CCC	PMR	PME	PMP	ROA	TOBIN	TAM	LEV	LIQ	CX	INT	SELIC	BETA	TANG
DIV	1															
CCI	-0,0210	1														
CCC	-0,0950*	-0,0314	1													
PMR	-0,0837*	-0,0977*	0,6838*	1												
PME	-0,1318*	0,0860*	0,8166*	0,4571*	1											
PMP	-0,0798*	0,0789*	-0,2886*	0,0980*	0,0550*	1										
ROA	0,4691*	0,0216	-0,0285	-0,0906*	-0,1057*	-0,2137*	1									
TOBIN	0,3751*	-0,0404	-0,1482*	-0,0942*	-0,1224*	0,0040	0,2223*	1								
TAM	0,1352*	0,1031*	-0,1045*	-0,0127	-0,1067*	0,0750*	0,2866*	-0,1152*	1							
LEV	-0,2836*	0,0421	-0,0774*	0,0307	0,0143	0,2206*	-0,4460*	-0,0293	-0,1177*	1						
LIQ	0,1196*	-0,0757*	0,2476*	0,1061*	0,1730*	-0,2034*	0,0961*	0,1133*	-0,2039*	-0,5115*	1					
CX	0,0576*	0,0409	-0,1093*	-0,1130*	-0,0809*	-0,0059	-0,029	0,1486*	-0,1433*	-0,2444*	0,3621*	1				
INT	-0,0205	0,3530*	0,0113	-0,2582*	0,1983*	-0,0224	-0,0462	-0,1168*	0,3309*	0,0192	0,0399	0,1508*	1			
SELIC	-0,0008	-0,0109	0,0108	-0,0026	-0,0061	-0,0790*	-0,0449*	-0,1364*	0,0051	-0,0326	-0,0179	-0,0634*	-0,0252	1		
BETA	-0,2181*	0,0261	0,2006*	0,1352*	0,2193*	0,0043	-0,1587*	-0,1270*	0,1424*	0,0917*	-0,0466	-0,0463	-0,1654*	-0,1587*	1	
TANG	-0,1104*	0,1069*	-0,2713*	-0,3228*	-0,1380*	0,0482*	-0,0118	-0,0444	0,0703*	0,1117*	-0,2354*	-0,1253*	0,0722	0,0439*	-0,0461	1

Notas: DIV = índice de distribuição de dividendos, CCI = Crédito Comercial Internacional, CCC = ciclo de conversão de caixa, PMR = prazo médio de recebimento, PME = prazo médio de estoques, PMP = prazo médio de pagamento, ROA = rentabilidade, TOBIN = oportunidades de investimento, TAM = tamanho, LEV = alavancagem, LIQ = liquidez, CX = caixa, INT = internacionalização, SELIC = taxa básica de juros da economia, BETA = risco sistemático, TANG = nível de tangibilidade dos ativos. * = nível de significância de 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Após a reespecificação dos modelos, os FIVs médios dos quatro modelos de regressão ficaram levemente acima de 7, permanecendo dentro do limite de identificação de multicolinearidade (Hair et al., 2009). Por fim, foram aplicados os testes de Wooldridge e de Wald para verificar a presença de autocorrelação e heterocedasticidade, respectivamente. Em razão da detecção dessas características, os modelos foram estimados com erros-padrão robustos por meio da técnica bootstrap, conforme recomendado por Flood (1985).

3.4.3 Análise de Regressão

Os resultados dos 4 modelos de regressão Tobit com dados em painel, bem como dos testes FIV, Wooldridge, Wald e de razão de verossimilhança (χ^2) são expostos na Tabela 5. O teste de razão de verossimilhança rejeitou a hipótese nula de que não existem efeitos ao nível de painel, indicando a adequação da estimação do modelo Tobit com dados em painel.

Os modelos 1, 2 e 3 confirmam as hipóteses de pesquisa H1, H2 e H3. No Modelo 1, a variável Ciclo de Conversão de Caixa (CCC) apresentou um efeito marginal de -0,00005, estatisticamente significativo. Este resultado indica que, para cada dia adicional no ciclo de caixa, o valor esperado do índice de dividendos (DIV) diminui em 0,00005 unidades. De forma análoga, os Prazo Médio de Recebimento (PMR) e o Prazo Médio de Estoques (PME) também revelaram efeitos marginais negativos e significantes, com valores de -0,00009 e -0,0001, respectivamente.

Essa relação negativa sugere que empresas com maior eficiência na gestão do capital de giro tendem a distribuir mais dividendos. Os resultados corroboram as descobertas de Gill et al. (2019) e Bhatia et al. (2021), no sentido de que as empresas que optam por uma política restritiva de concessão de crédito e que mantêm níveis reduzidos de estoques tendem a distribuir mais dividendos. Esses resultados podem ser explicados com base nas Teorias de Custos de Agência, de Sinalização e do Ciclo de Vida.

Em consonância com a Teoria dos Custos de Agência, os maiores níveis de rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024), alcançados por meio de uma gestão eficiente do capital de giro, tendem a aumentar a distribuição de dividendos. Isso ocorre porque esses recursos excedentes geram custos de monitoramento dos gestores, a fim de evitar que os utilizem em benefício próprio ou em projetos ineficientes. Ao serem distribuídos na forma de dividendos, essa medida atua como um mecanismo para mitigar esses custos de agência, pois reduz a quantidade de recursos sujeitos à discricionariedade dos gestores (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Tabela 5 - Resultados das regressões Tobit com dados em painel

	(1) CCC	(2) PMR	(3) PME	(4) PMP
CCI	0,0750 (0,52)	0,101 (0,70)	0,179 (1,14)	0,169 (1,05)
CCC	-0,0000513* (-1,73)			
PMR		-0,0000926* (-1,92)		
PME			-0,000139*** (-2,69)	
PMP				-0,0000462 (-0,68)
ROA	0,00118*** (3,23)	0,00116*** (3,17)	0,00124*** (3,43)	0,00120*** (3,26)
TOBIN	0,0129*** (2,62)	0,0130*** (2,66)	0,0130*** (2,76)	0,0137*** (2,75)
TAM	0,00272 (1,41)	0,00354** (2,02)	0,00276 (1,52)	0,00428** (1,98)
LEV	-0,0002225** (-2,05)	-0,000219* (-1,93)	-0,000283*** (-2,84)	-0,000253** (-2,24)
LIQ	0,00164 (0,63)	0,00112 (0,43)	0,000619 (0,26)	-0,00000841 (-0,03)
CX	-0,0196 (-0,82)	-0,0155 (-0,65)	-0,0226 (-0,88)	-0,0112 (-0,48)
INT	0,00395 (0,40)	-0,000848 (-0,08)	0,00793 (0,88)	0,00104 (0,11)
SELIC	0,00257 (0,93)	0,00236 (0,86)	0,00416 (1,57)	0,00299 (1,07)
BETA	-0,00755* (-1,69)	-0,00786* (-1,69)	-0,00707 (-1,60)	-0,00756 (-1,62)
TANG	-0,0317*** (-2,59)	-0,0342*** (-2,73)	-0,0271** (-2,35)	-0,0270** (-2,34)
<i>Dummy p/ ano</i>	Sim	Sim	Sim	Sim
FIV médio	7,42	7,44	7,37	7,38
Wooldridge	0,0027	0,0025	0,0044	0,0050
Wald	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Obs.	453	453	453	453

Notas: DIV = índice de distribuição de dividendos, CCI = Crédito Comercial Internacional, CCC = ciclo de conversão de caixa, PMR = prazo médio de recebimento, PME = prazo médio de estoques, PMP = prazo médio de pagamento, ROA = rentabilidade, TOBIN = oportunidades de investimento, TAM = tamanho, LEV = alavancagem, LIQ = liquidez, CX = caixa, INT = internacionalização, SELIC = taxa básica de juros da economia, BETA = risco sistemático, TANG = nível de tangibilidade dos ativos. Os níveis de significância são: * p < 0,10, ** p < 0,05 e *** p < 0,01.

Fonte: Dados da pesquisa.

Ainda, conforme a Teoria de Sinalização (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985), a maior rentabilidade e as boas perspectivas futuras de desempenho, obtidas com a maior eficiência do CCC, PMR e PME (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024), estimulam os gestores a sinalizar este cenário favorável ao mercado por meio da distribuição de dividendos.

Outra teoria relevante é a do Ciclo de Vida, desenvolvida por Fama e French (2001). Essa teoria sugere que as empresas mais maduras, as quais são caracterizadas por maior rentabilidade, maiores e menores oportunidades de investimento, distribuem mais dividendos aos acionistas (Fama & French, 2001). No entanto, a relação entre a maturidade das empresas e a distribuição de dividendos pode ser influenciada por outros fatores, como a gestão do capital de giro. Uma gestão eficiente do capital de giro tem o potencial de elevar a rentabilidade e a liquidez das empresas, possibilitando uma maior distribuição de dividendos mesmo em estágios iniciais do seu ciclo de vida.

No entanto, não foi constatada relação estatisticamente significativa para a variável PMP, razão pela qual não foi confirmada a hipótese de pesquisa H4. Esse resultado inesperado pode ser reflexo do contexto específico das empresas brasileiras, que, operando em um cenário macroeconômico complexo, caracterizado por um ciclo prolongado de juros altos, utilizam o PMP como estratégia de financiamento operacional para mitigar o elevado custo de capital, e não como instrumento para geração de caixa voltado à distribuição de dividendos.

Ainda, em nenhum dos 4 modelos foi constatada uma relação positiva estatisticamente significativa entre CCI e DIV, afastando-se a hipótese de pesquisa H5. A ausência de relação entre o crédito comercial internacional e a política de dividendos pode indicar que as empresas brasileiras da amostra não utilizam essa fonte de financiamento como forma de aumentar a distribuição de dividendos.

Em relação à variável ROA, foi constatado um efeito marginal positivo e estatisticamente significativo em todos os modelos, com um valor médio de aproximadamente +0,00119. Este resultado sugere que um aumento de 1 ponto percentual na rentabilidade sobre os ativos está associado a um aumento esperado de 0,00119 unidades no índice de dividendos. Assim, confirma-se o resultado de outras pesquisas no sentido de que as empresas mais rentáveis, por serem mais capazes de acumular recursos ao longo do tempo, distribuem mais lucros aos seus acionistas (Fama & French, 2001; Abor & Bokpin, 2010; Baker et al., 2013; Kamat & Kamat, 2013; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024). Este resultado sustenta as hipóteses de pesquisa do estudo no sentido de que uma gestão eficiente do capital de giro, ao

gerar maior rentabilidade para as empresas, tende a elevar o índice de dividendos distribuídos aos acionistas.

O resultado positivo estatisticamente significativo encontrado nos 4 modelos para a variável TOBIN apresentou um efeito marginal médio de aproximadamente +0,0131. Este valor demonstra que as empresas com maiores oportunidades de investimentos distribuem mais dividendos aos seus acionistas. O resultado é contrário ao encontrado por Abor e Bokpin (2010), mas está em consonância com os achados de Yusof e Ismail (2016), que sugerem que as empresas com elevadas oportunidades de investimento têm acesso a outras opções de financiamento externo e não dependem de rendimentos internos para financiar investimentos futuros, o que permite que direcionem estes recursos aos acionistas.

A literatura, incluindo pesquisas de Fama e French (2001), Al-Najjar e Belghitar (2011), entre outros, aponta para uma relação positiva entre o tamanho da empresa (TAM) e a distribuição de dividendos (DIV). No entanto, a presente análise encontrou evidências mistas para essa relação. O efeito marginal positivo se mostrou estatisticamente significativo ao nível de 5% em duas das quatro especificações do modelo (especificamente nos modelos que controlam por PMP e PMP), mas perdeu a significância estatística nos outros dois. Nos modelos em que a relação foi significativa, o efeito marginal médio foi de aproximadamente +0,00391, indicando um impacto positivo, embora de magnitude modesta, na política de dividendos. Essa falta de robustez nos resultados sugere que a relação entre o tamanho da empresa e o pagamento de dividendos é apenas marginal na amostra analisada.

A relação positiva, observada em parte dos modelos, pode ser explicada pelo fato de que empresas maiores costumam ser mais bem-sucedidas, possuir mais recursos, ter melhor acesso ao capital externo e menor necessidade de reter caixa, fatores esses que impactam positivamente na sua capacidade de distribuir dividendos (Lozano & Caltabiano, 2014; Gill et al., 2019). Adicionalmente, essa mesma relação pode ser interpretada sob a ótica da Teoria dos Custos de Agência, uma vez que a grande dispersão da propriedade comumente presente em grandes empresas dificulta o monitoramento das atividades de financiamento internas e externas. Este cenário aumenta a assimetria de informações e, consequentemente, os custos de agência, o que torna os dividendos uma alternativa para mitigar esse problema (Yusof & Ismail, 2016).

Em conformidade com os achados de Aivazian et al. (2003), Lozano e Caltabiano (2014), Yusof e Ismail (2016), Gill et al. (2019), Farooq e Aktaruzzaman (2020), e Wirama et al. (2024), a variável LEV apresentou relação negativa estatisticamente significativa. O efeito marginal médio, consistente entre os modelos em torno de -0,00024, demonstra que um aumento de 1 ponto percentual na alavancagem financeira está associado a uma redução de

0,00024 unidades no índice de dividendos esperado. A explicação para esse resultado é que as empresas com alto endividamento possuem menor disponibilidade de recursos e ainda precisam arcar os juros das dívidas, o que reduz a sua capacidade de pagar dividendos (Yusof & Ismail, 2016; Aivazian et al., 2003; Lozano & Caltabiano, 2014).

As variáveis LIQ e CX não apresentaram relação estatisticamente significativa. Esperava-se que a maior liquidez (Xu et al. 2021; Wirama et al., 2024) e caixa (Gill et al., 2019; Bhatia et al., 2021), ao gerar maiores custos de agência decorrentes desses fluxos de caixa livre, gerassem maior distribuição de dividendos como medida de redução dos custos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986), o que não foi constatado para a amostra analisada.

Também não foi encontrada relação estatisticamente significativa para as variáveis INT e SELIC. Esperava-se que a maior assimetria de informações e custos de monitoramento dos gestores de multinacionais, decorrentes do alto nível de complexidade das atividades operacionais internacionais, (Wright et a., 2002; Aggarwal & Kyaw, 2010; Sheng & Pereira, 2014) impactassem positivamente na distribuição de dividendos como forma de reduzir esses custos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Aggarwal & Kyaw, 2010), o que não se verificou.

Em relação à SELIC, a expectativa era que a redução das taxas de juros atraísse mais investidores em busca de rendimentos (Hartzmark & Solomon, 2019; Jiang & Sun, 2020; Daniel et al., 2021) e, conseqüentemente, gerasse nas empresas o aumento do pagamento de dividendos para atender a esse desejo dos investidores, em consonância com a Teoria de *Catering* de Dividendos (Baker & Wurgler, 2005). No entanto, este comportamento esperado não foi confirmado com os resultados da pesquisa.

Enquanto estudos como os de Al-Najjar e Belghitar (2011) e Lozano e Caltabiano (2014) apontam para uma relação negativa entre BETA e DIV, a presente pesquisa encontrou evidências mistas. O efeito marginal se mostrou negativo e estatisticamente significativo ao nível de 10% em duas das quatro especificações do modelo (naquelas que controlam por CCC e PMR), mas perdeu a significância nos outros dois. Nos modelos em que a relação foi significativa, o efeito marginal foi de aproximadamente -0,007. Essa falta de robustez sugere que a evidência de uma relação entre o risco da empresa e sua política de dividendos é apenas marginal para a amostra em estudo. A perspectiva teórica para o efeito, onde ele se manifesta, é que empresas mais arriscadas tendem a enfrentar maiores problemas de caixa (Al-Najjar & Belghitar, 2011) e, portanto, distribuem dividendos apenas se estiverem seguras de que esta prática pode ser sustentada por lucros futuros (Francis et al., 2011).

Por fim, a variável TANG apresentou relação negativa estatisticamente significativa, assim como em Aivazian et al. (2003). O efeito marginal médio de aproximadamente -0,03, mostra uma influência notável: um aumento de 1 ponto percentual na proporção de ativos tangíveis está ligado a uma diminuição de 0,03 unidades no índice de dividendos. A relação negativa pode ser explicada com base na menor garantia da dívida bancária de curto prazo, decorrente da maior quantidade de ativos tangíveis das empresas, considerados de longo prazo. Isso gera uma redução da capacidade de financiamento de curto prazo em mercados dominados pelos bancos, o que acarreta maiores restrições financeiras às empresas que operam nesses mercados e afeta a sua capacidade de distribuir dividendos (Aivazian et al., 2003).

3.5 Considerações Finais

Este estudo teve como objetivo analisar o impacto da gestão do capital de giro e do crédito comercial internacional na política de dividendos de empresas brasileiras. Os resultados da pesquisa demonstram que a gestão eficiente do capital de giro é um fator determinante na política de dividendos, o que contribui para a literatura sobre finanças corporativas e para a prática empresarial.

As empresas com maior eficiência na gestão do capital de giro tendem a distribuir mais dividendos. Isso pode ser explicado pela utilização dos dividendos como mecanismo para reduzir os custos de agência e sinalizar bom desempenho, diante dos maiores níveis de rentabilidade, caixa e liquidez obtidos com uma gestão eficiente do capital de giro. Esses resultados têm implicações importantes para os gestores, que devem buscar otimizar a gestão do capital de giro como forma de aumentar a atratividade da empresa para os investidores.

Por outro lado, o estudo também revelou que o crédito comercial internacional não tem impacto na política de dividendos das empresas brasileiras. Esse resultado sugere que as empresas brasileiras ainda não exploram o potencial do crédito comercial internacional para financiar suas operações e distribuir mais dividendos.

Em relação às variáveis independentes de controle, constatou-se que empresas mais rentáveis, com melhores oportunidades de investimentos, menos endividadas e com menor tangibilidade de ativos tendem a distribuir mais dividendos aos seus acionistas. Para as variáveis de tamanho e risco de mercado, a evidência se mostrou mista, com a significância estatística dos resultados variando a depender da especificação do modelo. Por fim, não foi encontrada uma relação estatisticamente significativa entre DIV e as variáveis de controle liquidez, caixa, internacionalização e SELIC.

A contribuição teórica deste estudo consiste em ampliar as evidências sobre os determinantes da política de dividendos em mercados emergentes, destacando o impacto da gestão do capital de giro em decisões financeiras de longo prazo. Ao se afastar da tradicional ênfase da literatura na relação entre gestão do capital de giro e rentabilidade, o trabalho demonstra que a eficiência no ciclo de conversão de caixa, nos prazos médios de recebimento e de estoque elevam a distribuição de dividendos, ao reduzir custos de agência e sinalizar robustez financeira. Adicionalmente, ao testar de forma inédita o efeito do crédito comercial internacional sobre a política de dividendos, e constatar a ausência de impacto significativo no contexto brasileiro, o estudo amplia a compreensão sobre as limitações desse instrumento em mercados emergentes, oferecendo novas perspectivas para a integração entre decisões de curto e longo prazo no campo das finanças corporativas.

Os resultados desta pesquisa possuem implicações práticas para diferentes agentes do mercado. Para as empresas, os resultados indicam que uma gestão eficiente do capital de giro pode ser uma estratégia fundamental para aumentar a distribuição de dividendos, tornando-as mais atraentes para investidores. Para os investidores, os achados auxiliam na identificação de empresas com potencial de distribuição de dividendos mais consistentes, facilitando a tomada de decisões alinhadas a seus objetivos de renda ou ganhos de capital. Já para os formuladores de políticas públicas, a pesquisa fornece subsídios para o desenvolvimento de mecanismos que incentivem práticas financeiras mais eficientes, fortalecendo o mercado de capitais brasileiro e estimulando o crescimento sustentável das empresas.

Por fim, o estudo contribui socialmente com as práticas de governança corporativa ao tornar a política de dividendos das companhias mais transparente, reduzindo a assimetria de informações entre gestores e investidores. Isso permite que os investidores tomem decisões de investimentos mais condizentes com os seus objetivos financeiros, fortalecendo a confiança no mercado de capitais brasileiro. Empresas financeiramente saudáveis e capazes de remunerar seus acionistas de forma consistente tendem a estimular o desenvolvimento do mercado financeiro, promovendo um ambiente corporativo mais previsível, transparente e alinhado aos interesses dos *stakeholders*.

Como limitação do presente trabalho, destaca-se o uso do modelo de regressão Tobit com dados em painel, que, apesar de ser o método mais adequado para amostras com quantidade considerável de observações censuradas à esquerda (Tobin, 1958; Forti et al., 2015; Bhatia et al., 2021), não é capaz de contornar a possibilidade latente de endogeneidade entre dividendos, investimento e endividamento (Barros et al., 2010; Forti & Freitas, 2020). Além disso, reconhece-se que a métrica da variável dependente, que compara o fluxo de caixa destinado

exclusivamente aos acionistas com uma base de capital que representa todos os financiadores, embora amparada pela literatura (Li & Zhao, 2007; Rodrigues et al., 2019), pode ser aprimorada.

Para pesquisas futuras, sugere-se a utilização de outras metodologias, como o Método dos Momentos Generalizados (GMM), para mitigar os problemas de endogeneidade. Adicionalmente, as análises realizadas na presente pesquisa podem ser incrementadas com a utilização do Patrimônio Líquido como denominador da variável dividendos, o que alinharia o fluxo do dono ao capital do dono e permitiria testar a robustez dos achados apresentados. Por fim, aponta-se como um profícuo caminho para futuras investigações a análise da heterogeneidade dos resultados entre os setores. A segmentação da amostra, seja por meio de análise de clusters ou pela estimação de modelos individuais, permitiria aprofundar a compreensão sobre como as particularidades de cada setor influenciam a relação da gestão do capital de giro e do crédito comercial internacional com a política de dividendos.

CAPÍTULO 4: Efeitos da Regionalidade na Política de Dividendos: As Empresas do Centro Financeiro Nacional Distribuem Mais Dividendos?

Resumo

No Brasil, a concentração de empresas no município de São Paulo, principal centro financeiro do país, levanta questões sobre a influência da regionalidade na política de dividendos. Este estudo investiga se a localização no centro financeiro nacional impacta a política de dividendos das empresas brasileiras. A hipótese da pesquisa foi testada por meio da técnica de regressão Tobit com dados em painel, em uma amostra composta por 355 empresas não financeiras, de capital aberto e listadas na B3, no período de 2010 a 2021. O modelo inclui as seguintes variáveis: índice de distribuição de dividendos, regionalidade, ciclo de conversão de caixa, rentabilidade, oportunidades de investimento, tamanho, alavancagem, liquidez, caixa, taxa básica de juros da economia, internacionalização, risco sistemático e nível de tangibilidade dos ativos. Contrariando a expectativa teórica, os resultados indicam que a localização em São Paulo não apresentou um efeito estatisticamente significativo sobre o índice de distribuição de dividendos, após o controle por outras características das firmas. A análise revelou, no entanto, que os determinantes robustos da política de dividendos são gestão mais eficiente do capital de giro, menor alavancagem, menor risco sistemático, maior rentabilidade, mais oportunidades de investimento, maior tamanho e maior liquidez. Este estudo contribui para a literatura ao demonstrar que a regionalidade não é um fator preponderante na política de dividendos no contexto brasileiro, e que a decisão de distribuir lucros é mais bem explicada por fundamentos operacionais, financeiros e de mercado.

Palavras-chave: Distribuição de dividendos; regionalidade; centro financeiro nacional; regressão Tobit.

Abstract

In Brazil, the concentration of companies in the city of São Paulo, the country's main financial center, raises questions about the influence of regionality on dividend policy. This study investigates whether location in the national financial center impacts the dividend policy of Brazilian companies. The research hypothesis was tested using Tobit regression with panel data, in a sample of 355 publicly traded non-financial companies listed on the B3 stock exchange, from 2010 to 2021. The model includes the following variables: dividend payout ratio, regionality, cash conversion cycle, profitability, investment opportunities, size, leverage, liquidity, cash, the economy's benchmark interest rate, internationalization, systematic risk, and asset tangibility. Contrary to theoretical expectations, the results indicate that location in São Paulo did not have a statistically significant effect on the dividend payout ratio, after controlling for other firm characteristics. The analysis revealed, however, that the robust determinants of dividend policy are more efficient working capital management, lower leverage, lower systematic risk, higher profitability, more investment opportunities, larger size, and greater liquidity. This study contributes to the literature by demonstrating that regionality is not a preponderant factor in dividend policy in the Brazilian context, and that the decision to distribute profits is better explained by operational, financial, and market fundamentals.

Keywords: Dividend distribution; regionality; national financial center; Tobit regression.

4.1 Introdução

O mercado de capitais brasileiro tem apresentado um crescimento significativo nas últimas décadas, com um número crescente de empresas buscando recursos por meio da emissão de ações (Anbima, 2022). No entanto, a concentração de empresas no Município de São Paulo, principal centro financeiro do país, levanta questões sobre a influência da localização nas decisões financeiras. Dados da B3 mostram que 36% das empresas listadas estão sediadas no Município de São Paulo. Essa concentração pode gerar disparidades regionais no acesso a recursos e informações, o que pode afetar as decisões de dividendos das empresas (Farooq & Aktaruzzaman, 2020).

A regionalidade, tradicionalmente abordada pela Geografia, tem ganhado espaço em áreas como Economia, Administração, Sociologia e Saúde (Gil et al., 2013). Compreendida como uma construção social e histórica, ela resulta da interação entre agentes públicos, organizações e comunidades que compartilham características históricas, sociais e culturais (Gil et al., 2004; Pettinati, 2012). Essa perspectiva territorial tem sido incorporada aos estudos organizacionais para explicar variações no comportamento das empresas a partir do contexto em que estão inseridas (Santana & Souza, 2022).

No campo da política de dividendos, estudos conduzidos em países como Estados Unidos, China e Índia encontraram relações significativas entre a localização das empresas e suas decisões de distribuição de lucros. Os resultados são atribuídos a fatores como: maiores custos de agência decorrentes da redução da observabilidade em empresas localizadas remotamente (John et al., 2011), na demanda geograficamente variável em face da idade dos investidores (Becker et al., 2011), nas variações geográficas da cultura local (Ucar, 2015), nas facilidades de acesso, maior transparência e menor restrição financeira dos grandes centros (Yao et al., 2019) e no melhor ambiente informacional do centro financeiro nacional (Farooq & Aktaruzzaman, 2020).

Apesar do avanço da literatura internacional, ainda são escassos os estudos empíricos que relacionam a política de dividendos à localização geográfica das empresas em países emergentes (Yao et al., 2019). No caso brasileiro, essa lacuna é ainda mais evidente. Levantamento realizado na base SPELL, utilizando os termos “dividendo” combinados com “regionalidade”, “região” ou “regional”, identificou apenas um estudo diretamente relacionado

ao tema, centrado em companhias sediadas em Minas Gerais (Silva et al., 2019). A maioria das pesquisas brasileiras concentra-se em temas como governança corporativa, estrutura de capital, reações do mercado e efeitos de crises sobre os dividendos, deixando a dimensão regional em segundo plano.

Diante desse contexto, este estudo busca responder às seguintes perguntas: 1) as empresas localizadas no centro financeiro nacional distribuem mais dividendos do que as empresas localizadas em outras regiões? 2) quais os fatores explicam essa relação? 3) qual o papel da assimetria de informação e dos custos de agência na relação entre regionalidade e política de dividendos?

O objetivo principal da pesquisa é analisar a influência que a localização da sede das empresas no centro financeiro nacional brasileiro exerce na sua política de dividendos. Para alcançar esse propósito, foram definidos os seguintes objetivos específicos: 1) identificar, com base na revisão da literatura, como a regionalidade pode afetar as decisões financeiras das empresas; 2) testar a hipótese, fundamentada na literatura internacional, de que empresas sediadas na cidade de São Paulo distribuem mais dividendos; 3) analisar os resultados, relacionando-os à literatura existente e às teorias subjacentes.

Para atingir esses objetivos, utiliza-se a técnica de regressão Tobit com dados em painel, aplicada a uma amostra de 355 empresas não financeiras, de capital aberto, listadas na B3, no período de 2010 a 2021. O modelo Tobit foi escolhido por ser considerado o mais adequado para o estudo de variável dependente que apresenta uma quantidade considerável de observações censuradas em zero, como é o caso do índice de distribuição de dividendos (Tobin, 1958; Forti et al., 2015; Bhatia et al., 2021). As variáveis de controle foram selecionadas com base em estudos anteriores sobre os determinantes da política de dividendos. O recorte temporal adotado fundamenta-se na consolidação das normas contábeis internacionais no Brasil a partir de 2010 (Lorencini & Costa, 2012; Cardoso et al., 2015; Prazeres & Lagioia, 2020).

4.2 Referencial Teórico

A partir do problema de pesquisa e dos objetivos propostos, esta seção busca fornecer a sustentação teórica para o estudo. Inicialmente, discute-se o papel da regionalidade no desenvolvimento socioeconômico, destacando como fatores históricos, culturais e institucionais influenciam a organização dos territórios e das atividades produtivas. Em seguida, são abordados os impactos da regionalidade nas decisões financeiras, evidenciando como a proximidade geográfica afeta a disseminação de informações e a formulação de estratégias

empresariais, especialmente no que se refere à política de dividendos. Por fim, explora-se o impacto da assimetria de informação e dos custos de agência na política de dividendos, ressaltando como a localização das empresas pode influenciar a distribuição de lucros.

4.2.1 Regionalidade e Desenvolvimento Socioeconômico

Há um crescente interesse das pesquisas que tratam do desenvolvimento socioeconômico pelo estudo de fatores regionais (Gil et al., 2013). Ao atuar em diferentes territórios, os diferentes atores sociais, agentes públicos, organizações, mercados, comunidades e sociedades podem configurar diferentes regiões (Gil et al., 2013). Mas acepções mais recentes trabalham a ideia de que as regiões não são delimitadas apenas pelas fronteiras geográficas. Aspectos históricos, sociais, culturais e ideológicos contribuem para a construção e desenvolvimento de regiões (Pettinati, 2012).

Questões regionais, antes restritas ao campo da Geografia, atualmente também abrangem áreas como a Economia, a Sociologia, a Saúde, o Urbanismo, e cursos multidisciplinares como os de Desenvolvimento Regional e Desenvolvimento Local. Na Administração, esse movimento tem levado ao fortalecimento de abordagens voltadas à compreensão do contexto territorial, como a Gestão para o Desenvolvimento da Regionalidade. Essa área considera não apenas as organizações, mas também as comunidades e sociedades, promovendo competências voltadas para a captação de recursos, para o envolvimento dos atores regionais, para o desenvolvimento de uma governança regional e para a maior compreensão da regionalidade (Gil et al., 2013).

Nesse sentido, a regionalidade tem sido delineada como uma construção social, uma consciência coletiva que une indivíduos em torno de características comuns, formando diferentes regiões (Gil et al., 2004). Essa consciência regional ou identidade regional possui três dimensões. Uma dimensão cognitiva, referente aos elementos físicos como fronteiras, cultura e organizações. Uma dimensão afetiva, que consiste na solidariedade que envolve os indivíduos de uma região em torno das necessidades dos seus integrantes. E uma dimensão conativa, que abrange o envolvimento ativo dos integrantes de uma região com as organizações e ações regionais (Gil et al., 2013).

Em consonância, sobretudo, com a dimensão cognitiva da regionalidade, algumas pesquisas demonstraram que as decisões financeiras são impactadas pela região na qual as empresas estão localizadas.

4.2.2 Impacto da Regionalidade nas Decisões Financeiras

A influência da regionalidade nas decisões financeiras tem sido objeto de estudo de diversos autores. Ivkovic e Weisbenner (2005) demonstraram que investidores locais tendem a usufruir de uma vantagem informacional em relação a investidores externos. Em linha com essa perspectiva, Coval e Moskowitz (2001) concluíram que os gestores de fundos mútuos obtêm retornos significativamente superiores ao investirem em empresas próximas. A proximidade geográfica em relação aos analistas também impacta a acurácia das suas previsões de lucros (Malloy, 2005; Bae et al., 2008). O acesso facilitado a informações privadas de empresas locais contribui para maiores retornos em fusões e aquisições (Kedia et al., 2005; Kang & Kim, 2008). Da mesma forma, a proximidade com agências de classificação de risco facilita a obtenção de *soft information*, minimizando erros na atribuição de *ratings* aos títulos emitidos (Jaggi & Tang, 2015).

Assim, observa-se que o estudo dos fatores regionais passou a integrar as pesquisas em finanças corporativas e que resultados têm sido encontrados no sentido de que a regionalidade impacta as decisões financeiras (Yao et al., 2019). No entanto, ainda há uma escassez de análises empíricas envolvendo a relação entre a política de dividendos e a regionalidade, sobretudo em países emergentes (Yao et al., 2019).

Pesquisas realizadas nos Estados Unidos, na China e na Índia concluíram que a regionalidade impacta as decisões de dividendos das empresas e que esse impacto ocorre em face dos maiores custos de agência decorrentes da redução da observabilidade em empresas localizadas remotamente (John et al., 2011), da demanda geograficamente variável em face da idade dos investidores (Becker et al., 2011), dos traços culturais regionais (Ucar, 2015), da distância dos grandes centros (Yao et al., 2019) e da distância do centro financeiro nacional (Farooq & Aktaruzzaman, 2020).

John et al. (2011), ao analisarem empresas estadunidenses entre 1992 e 2006, identificaram que companhias localizadas em regiões remotas tendem a pagar dividendos com maior regularidade. Apesar dos avanços tecnológicos, a distância geográfica ainda impõe custos de agência, dificultando o monitoramento da gestão pelos acionistas. Para mitigar essa assimetria informacional, empresas em áreas isoladas adotam políticas de dividendos mais atrativas, especialmente quando têm elevados fluxos de caixa livre e poucas oportunidades de crescimento.

A demanda por dividendos também é influenciada por características demográficas regionais. Becker et al. (2011), ao examinarem empresas dos Estados Unidos entre 1980 e 2000,

constatarem que regiões com maior concentração de idosos apresentam uma demanda mais elevada por dividendos. Esse fenômeno é explicado pela conjunção de dois fatores: a preferência dos investidores mais velhos por ações que oferecem pagamentos regulares e a tendência dos investidores individuais de adquirirem ativos de empresas locais.

Além da estrutura etária, aspectos culturais também afetam a política de dividendos. Ucar (2015), ao analisar empresas dos Estados Unidos entre 1990 e 2010, verificou que a composição religiosa da região impacta as decisões corporativas. Empresas situadas em áreas predominantemente protestantes, caracterizadas por maior aversão ao risco financeiro, adotam políticas de dividendos mais conservadoras, priorizando distribuições regulares em detrimento de ganhos de capital futuro. Em contrapartida, empresas localizadas em regiões de predominância católica, nas quais os investidores são menos avessos ao risco, tendem a pagar menos dividendos. Esse efeito de clientela geograficamente variável é superior em empresas com maior proporção de investidores locais, demonstrando a relevância da cultura regional na formulação das estratégias corporativas.

O ambiente informacional e a infraestrutura local também são determinantes na política de dividendos. Yao et al. (2019), ao estudarem empresas listadas na China entre 2007 e 2014, verificaram que companhias situadas em grandes centros urbanos, cidades com trens de alta velocidade ou regiões próximas a esses polos econômicos tendem a pagar dividendos mais elevados. Esse resultado é atribuído ao aumento da transparência informacional, à maior frequência de visitas de analistas e à redução das restrições financeiras. O efeito se manifesta com maior intensidade em empresas localizadas em áreas sem aeroportos regionais, em regiões com menor PIB e em cidades mais distantes dos principais centros financeiros.

Corroborando a importância do ambiente informacional, Farooq e Aktaruzzaman (2020) investigaram empresas indianas entre 2001 e 2016 e identificaram que aquelas sediadas em Mumbai, principal centro financeiro da Índia, apresentam índices de distribuição de dividendos significativamente mais altos do que as localizadas em outras cidades. Esse fenômeno é particularmente evidente em empresas com maior cobertura de analistas, sugerindo que um ambiente informacional mais robusto favorece uma maior distribuição de dividendos.

Os estudos apresentados evidenciam a importância da regionalidade nas decisões financeiras das empresas, particularmente no que diz respeito à política de dividendos. Diferenças culturais, preferências dos investidores, custos de agência e a qualidade do ambiente informacional emergem como determinantes da política de dividendos, reforçando a importância do contexto regional na formulação das estratégias corporativas.

4.2.3 Assimetria de Informação e Custos de Agência na Política de Dividendos

A Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), fornece um *framework* para analisar a influência da regionalidade na política de dividendos. Segundo essa teoria, os interesses dos gestores nem sempre estão alinhados com os dos acionistas. Apesar de os gestores possuírem um conhecimento mais aprofundado sobre a empresa e os investimentos que podem gerar melhores retornos, a literatura especializada indica que, se não forem supervisionados adequadamente, eles podem se valer dessa assimetria de informações para priorizar interesses pessoais. Isso pode levar à utilização dos fluxos de caixa livre da empresa para aumentar seus próprios salários, em vez de focar na maximização dos retornos para os acionistas.

No contexto da regionalidade, a distância geográfica entre as empresas e o centro financeiro nacional pode aumentar a assimetria de informações e intensificar os problemas de agência, o que, por sua vez, pode levar a uma menor distribuição de dividendos. Um ambiente informacional menos qualificado aumenta as oportunidades para que os gestores adotem práticas expropriatórias dos investidores. Assim, a maior autonomia dos gestores na tomada de decisões tende a resultar em uma distribuição mais restrita dos lucros corporativos (Farooq & Aktaruzzaman, 2020).

Por outro lado, a concentração de empresas no centro financeiro nacional cria um ambiente com informações de maior qualidade. A proximidade a essas regiões proporciona dados mais precisos e confiáveis para os participantes do mercado de ações, além de facilitar o acesso a essas informações a custos mais baixos. A maior proximidade com instituições financeiras, corretoras e outros agentes financeiros atrai mais atenção para as empresas localizadas nesses centros, o que contribui para um maior fluxo de informações (Farooq & Aktaruzzaman, 2020).

Ainda, empresas situadas nos centros financeiros nacionais possuem vantagens adicionais, como fluxos de informações mais rápidos e menos onerosos, devido à maior concentração de analistas financeiros, instituições financeiras, fornecedores, clientes e uma infraestrutura compartilhada. Essa maior transparência facilita o acesso ao mercado de capitais, tornando suas ações mais atraentes. Consequentemente, essas empresas tendem a ser menos restritas financeiramente, o que diminui a necessidade de retenção de recursos para financiar suas atividades e permite uma distribuição de dividendos mais elevada (Yao et al., 2019).

Diante do exposto, a hipótese de pesquisa proposta é a seguinte:

H₁: A localização da sede da empresa na cidade de São Paulo tem relação positiva com o índice de distribuição de dividendos.

Esta hipótese sugere que as empresas situadas na cidade de São Paulo, considerada o centro financeiro do Brasil, possuem um ambiente informacional mais favorável, o que pode resultar em menores custos de agência e, consequentemente, em uma política de dividendos mais generosa.

4.3 Aspectos Metodológicos

Com o intuito de analisar o impacto da região de localização regional da sede de empresas brasileiras em sua política de dividendos, foi realizada uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, no período de 2010 a 2021. A informação sobre a cidade-sede das empresas foi coletada no Portal Dados Abertos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), enquanto os dados de internacionalização foram obtidos no item 1.7 do Formulário de Referência das companhias. Os dados das demais variáveis foram extraídos da base de dados Económica.

A população da pesquisa compreende 386 empresas de capital aberto listadas na B3. Foram excluídas da amostra as companhias do setor financeiro, devido às suas peculiaridades contábeis e regulatórias (Silva & Brito, 2005; Iquiapaza et al., 2008; Fernandes & Ribeiro, 2013; Almeida et al., 2014; Forti et al., 2015; Rodrigues et al., 2019), resultando em uma amostra final de 355 empresas. O período analisado justifica-se pela uniformidade dos dados a partir de 2010, quando houve a completa adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (NIC) no Brasil (Lorencini & Costa, 2012; Cardoso et al., 2015; Prazeres & Lagioia, 2020).

A variável dependente é o índice de distribuição de dividendos (DIV), obtido por meio da soma dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio, divididos pelo ativo total. A escolha desse indicador se justifica por representar ambas as formas de distribuição de lucros, ainda que com implicações tributárias distintas, bem como pelo fato de que este estudo não tem como objetivo entender o motivo para a distribuição dos lucros sob uma forma ou outra (Forti et al., 2015). A utilização do ativo total como denominador se justifica por ser mais estável que o lucro líquido (Forti et al., 2015; Rodrigues et al., 2019), além de algumas empresas manterem dividendos mesmo em períodos de prejuízo contábil (Li & Zhao, 2007; Rodrigues et al. 2019).

Considerando que o mercado brasileiro se caracteriza por uma forte concentração de empresas no Município de São Paulo, que é o centro financeiro do Brasil (Medeiros & Sposito,

2005), esta pesquisa analisa o aspecto regional por meio de uma variável *dummy* que segrega a amostra em duas categorias: empresas com sede no Município de São Paulo e empresas com sede em outros municípios do Brasil. De acordo com Farooq e Aktaruzzaman (2020), espera-se que a localização das empresas em centros financeiros aumente a pressão por transparência e reduza as oportunidades de expropriação de riqueza dos acionistas minoritários, gerando maior distribuição dos lucros.

A variável de controle representativa do ciclo de conversão de caixa (CCC) foi mensurada como a soma do prazo médio de recebimento (PMR) e do prazo médio de estoques (PME), subtraindo-se o prazo médio de pagamento (PMP). Essa métrica indica o período entre o pagamento das matérias-primas e o recebimento das vendas dos produtos acabados, refletindo a eficiência da empresa na gestão de seu capital de giro (Deloof, 2003; Lazaridis & Tryfonidis, 2006; Palombini & Nakamura, 2012; Ukaegbu, 2014; Boisjoly et al., 2020). Espera-se que um reduzido CCC aumente a rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024) e, conseqüentemente, a capacidade de distribuição de dividendos.

À luz da Teoria do Ciclo de Vida das empresas, espera-se que empresas maiores, mais rentáveis e com menores oportunidades de investimento distribuam mais dividendos (Fama & French, 2001). Para representar essas características, foram utilizadas as seguintes variáveis: tamanho da empresa (TAM), medido pelo logaritmo natural do ativo total (Gill et al., 2019; Farooq & Aktaruzzaman, 2020); rentabilidade (ROE), dada pela razão entre lucro líquido e patrimônio líquido (Aivazian et al., 2003; Lozano & Caltabiano, 2014); e oportunidades de crescimento (MKB), mensuradas pela razão entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido (Fama & French, 2001; Al-Najjar & Belghitar, 2011; Baker et al., 2013).

A liquidez (LIQ), calculada pela razão entre o ativo circulante e o passivo circulante, reflete a capacidade da empresa de cumprir obrigações de curto prazo (Gill et al., 2019; Xu et al. 2021). O caixa (LCX) foi calculado como o logaritmo natural do caixa e equivalentes de caixa (Xu et al. 2021), enquanto a alavancagem (LEVPL), corresponde à razão entre o passivo total e o ativo total (Yusof & Ismail, 2016; Aivazian et al., 2003; Lozano & Caltabiano, 2014). Espera-se que maior liquidez (Xu et al. 2021; Wirama et al., 2024) e caixa (Gill et al., 2019; Bhatia et al., 2021), bem como menor alavancagem (Yusof & Ismail, 2016; Aivazian et al., 2003; Lozano & Caltabiano, 2014) reduzam os pagamentos de dividendos. Isso, pois segundo a Teoria dos Custos de Agência, a distribuição de lucros atua como mecanismo para mitigar conflitos entre acionistas e gestores (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

Outras variáveis relevantes incluem a tangibilidade dos ativos (TANG), medida pela razão entre ativo imobilizado e ativo total; o risco sistemático da empresa (BETA); e o nível de internacionalização (INT), representado pela razão entre receita de exportação e receita total. Espera-se que empresas com maior tangibilidade tenham mais facilidade de acesso ao crédito e, portanto, maior capacidade de distribuir dividendos (Kamat & Kamat, 2013). Empresas com maior risco sistemático, por sua vez, tendem a enfrentar maiores restrições de caixa, o que pode limitar o pagamento de dividendos (Al-Najjar & Belghitar, 2011; Francis et al., 2011). Já empresas internacionalizadas lidam com maior complexidade operacional e custos de agência decorrentes da assimetria de informações (Wright et al., 2002; Aggarwal & Kyaw, 2010; Sheng & Pereira, 2014), o que pode motivar uma política de dividendos mais generosa como forma de mitigar esses custos (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Aggarwal & Kyaw, 2010).

Por fim, a variável macroeconômica representada pela taxa básica de juros da economia (SELIC) serve como um importante indicador do custo do capital no país, influenciando diretamente as decisões corporativas. Espera-se que, diante de reduzidas taxas de juros, as empresas paguem mais dividendos para atender aos interesses de investidores em busca de rendimentos (Hartzmark & Solomon, 2019; Jiang & Sun, 2020; Daniel et al., 2021).

A Tabela 6 sintetiza as siglas, as formas de mensuração, os efeitos e as referências da variável dependente, da variável independente de interesse e das variáveis de controle utilizadas no estudo.

Tabela 6 - Descrição das variáveis do estudo

Variáveis	Sigla	Forma de mensuração	Efeitos	Referências
Índice de distribuição de dividendos	DIV	$\frac{DI + JCP}{AT}$	n/a	Li e Zhao (2007), Lozano e Caltabiano (2014), Forti et al. (2015), Rodrigues et al. (2019), Xu et al. (2021).
Regionalidade	REG	Dummy: 1 para empresas com sede no Município de São Paulo e 0 caso contrário	+	Farooq e Aktaruzzaman (2020).
Ciclo de conversão de caixa	CCC	$PMR + PME - PMP$	-	Bhatia et al. (2021).
Rentabilidade	ROE	$\frac{LL}{PL}$	-	Al-Najjar e Belghitar (2011).
			+	Aivazian et al. (2003), Lozano e Caltabiano (2014), Wirama et al. (2024).
Oportunidades de investimento	MKB	$\frac{VMPL}{VCPL}$	-	Fama e French (2001), Al-Najjar e Belghitar (2011), Baker et al. (2013).

			+	Aivazian et al. (2003), Lozano e Caltabiano (2014), Xu et al. (2021).
Tamanho	TAM	$Ln(AT)$	+	Fama e French (2001), Al-Najjar e Belghitar (2011), Baker et al. (2013), Lozano e Caltabiano (2014), Yusof e Ismail (2016), Gill et al. (2019), Farooq e Aktaruzzaman (2020), Wirama et al. (2024).
Alavancagem	LEVPL	$\frac{PT}{PL}$	-	Xu et al. (2021), Bhatia et al. (2021), Wirama et al. (2024).
Liquidez	LIQ	$\frac{AC}{PC}$	+	Gill et al. (2019), Xu et al. (2021), Wirama et al. (2024).
Caixa	LCX	$Ln(CEC)$	+	Gill et al. (2019).
Taxa básica de juros da economia	SELIC	Taxa SELIC	-	Daniel et al. (2021).
Internacionalização	INT	$\frac{RE}{RT}$	+	Aggarwal e Kyaw (2010), Gill e Obradovich (2012).
Risco sistemático	BETA	Índice Económica	-	Al-Najjar e Belghitar (2011), Lozano e Caltabiano (2014).
Nível de tangibilidade dos ativos	TANG	$\frac{AI}{AT}$	+	Kamat e Kamat (2013).
			-	Aivazian et al. (2003).

Notas: DI = dividendos, JCP = juros sobre capital próprio, AT = ativo total, PMR = prazo médio de recebimento, PME = prazo médio de estoques, PMP = prazo médio de pagamento, LL = lucro líquido, PL = patrimônio líquido, VMPL = valor de mercado do patrimônio líquido, VCPL = valor contábil do patrimônio líquido, Ln = logaritmo natural, PT = passivo total, AC = ativo circulante, PC = passivo circulante, CEC = caixa e equivalente de caixa, RE = receita de exportação, RT = receita total, AI = ativo imobilizado.

Fonte: Elaboração própria.

A variável dependente, o índice de distribuição de dividendos, apresenta uma característica peculiar: uma quantidade considerável de observações censuradas em zero, representando empresas que não distribuem dividendos. Essa característica viola os pressupostos do modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), tornando o modelo Tobit, proposto por Tobin (1958), mais adequado para a análise. O modelo Tobit permite a estimação consistente dos parâmetros na presença de censura, considerando a probabilidade de a empresa pagar dividendos e o valor dos dividendos pagos, condicionalmente a essa probabilidade (Tobin, 1958; Forti et al., 2015; Bhatia et al., 2021).

Por se tratar de um modelo não-linear, a interpretação dos resultados do Tobit exige uma abordagem específica. Os coeficientes da regressão não representam o efeito marginal direto

sobre o índice de dividendos observado. Por essa razão, a análise dos resultados é fundamentada no cálculo dos efeitos marginais pós-estimação, que medem o impacto de cada variável no valor esperado dos dividendos, permitindo assim uma interpretação economicamente significativa (Gujarati & Porter, 2011).

É importante reconhecer que o modelo Tobit, apesar de ser adequado para analisar dados censurados, apresenta algumas limitações. Uma delas é a possibilidade de relações endógenas entre as variáveis, o que pode levar a estimativas inconsistentes dos parâmetros. No contexto deste estudo, a endogeneidade pode surgir da relação simultânea entre dividendos, investimento e endividamento. A decisão de pagar dividendos pode afetar as decisões de investimento e financiamento da empresa, e vice-versa (Barros et al., 2010; Forti & Freitas, 2020).

A equação que representa o modelo de regressão é apresentada na Fórmula 5.

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 REG_{it} + \beta_2 CCC_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 MKB_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 LEVPL_{it} + \beta_7 LIQ_{it} + \beta_8 LCX_{it} + \beta_9 SELIC_{it} + \beta_{10} INT_{it} + \beta_{11} BETA_{it} + \beta_{12} TANG_{it} + \mu_{it} \quad (5)$$

No qual β_0 representa o intercepto, i representa a empresa, t representa o ano, e μ representa o termo de erro. As variáveis, respectivas siglas, formas de mensuração e sinais esperados estão resumidos na Tabela 6.

Para lidar com a presença de *outliers*, que podem distorcer os resultados da regressão, os dados foram winsorizados ao nível de 2,5%. No entanto, como os dados ainda apresentavam valores extremos, foi necessário realizar a winsorização ao nível de 5%. Não há uma orientação teórica definida quanto à fração a ser utilizada, mas esta costuma ser arbitrada pela literatura entre 0,5% e 5% (Wan, 2014). A winsorização substitui os valores extremos pelo valor do quinto percentil (para *outliers* inferiores) e do nonagésimo quinto percentil (para *outliers* superiores). Essa técnica, frequentemente utilizada em estudos de finanças, visa reduzir a influência dos *outliers* nos resultados da regressão sem eliminar completamente as observações (Ruppert, 2014).

Para identificar a presença de multicolinearidade, as variáveis foram submetidas à análise do FIV. O critério para a identificação de multicolinearidade é o valor de FIV para cada variável maior que 10 e o FIV médio do modelo também maior que 10 (Hair et al., 2009). Por fim, testes de diagnóstico apontaram a presença de autocorrelação (teste de Wooldridge) e heterocedasticidade (teste de Wald), exigindo a correção dos erros-padrão para validar os testes t de significância. Vale ressaltar que embora a fundamentação teórica sugira uma direção para a hipótese de pesquisa, os testes estatísticos seguiram a abordagem bicaudal, que testa a hipótese

nula de ausência de efeito ($H_0: \beta=0$) contra a alternativa de que o efeito é diferente de zero ($H_1: \beta \neq 0$). Como a clusterização de erros-padrão por empresa não é suportada pelo comando `xttobit` no Stata, a correção foi realizada via reamostragem bootstrap (Flood, 1985), garantindo a fidedignidade das inferências estatísticas.

4.4 Análise e Discussão dos Resultados

Inicialmente, é realizada uma estatística descritiva das variáveis, com a exposição da quantidade de observações, média, desvio padrão, valores mínimo e máximo, assimetria e curtose, permitindo uma compreensão inicial do comportamento da amostra. Em seguida, é conduzida uma análise de correlação por meio do coeficiente de correlação de Pearson. Após são discutidos os achados do modelo econométrico, relacionando-os à literatura existente e às teorias subjacentes. Por fim, realiza-se um teste de robustez para verificar a consistência dos resultados.

4.4.1 Estatística Descritiva

A estatística descritiva das variáveis após o tratamento dos *outliers* é apresentada na Tabela 7. Observa-se que a variável independente de interesse, regionalidade (REG), apresenta média de 0,3634, indicando que aproximadamente 36,34% das empresas da amostra estão localizadas na cidade de São Paulo.

A variável dependente DIV, que representa o índice de distribuição de dividendos, indica que, em média, as empresas distribuem 1,9% de seu ativo sob a forma de dividendos. O desvio padrão de 0,028 e a assimetria de 1,805 demonstram que a distribuição da variável é assimétrica à direita, com uma concentração de empresas com baixo índice de distribuição de dividendos. A curtose de 5,361 ressalta que algumas empresas possuem um índice bastante elevado, o que indica a presença de valores extremos.

Em relação às variáveis independentes de controle, vale destacar que o Ciclo de Conversão de Caixa (CCC) possui uma média de 98,24 dias e apresenta uma elevada dispersão, com desvio padrão de 162,30 dias e valores que variam de -118,36 a 580,25 dias. A assimetria positiva de 1,662 indica que a maioria das empresas opera com ciclos de conversão de caixa reduzidos. Não obstante, a curtose elevada de 5,516 evidencia a presença de valores extremos, com algumas corporações lidando com ciclos bastante prolongados.

Tabela 7 - Estatística descritiva

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose
DIV	3.667	0,019444	0,02851	0	0,103854	1,805124	5,361357
REG	4.589	0,363380	0,481606	0	1	0,5588622	1,312327
CCC	3.561	98,24977	162,304	-118,3611	580,2585	1,662419	5,516732
ROE	3.274	6,978348	21,9554	-57,30016	43,66789	-1,203923	5,034348
MKB	2.844	1,813905	1,821338	-0,318099	6,805563	1,343687	4,207591
TAM	3.866	21,73215	1,975436	17,38512	24,9337	-0,386508	2,576762
LEVPL	3.868	153,9124	217,4861	-243,2976	747,3871	0,9243284	4,448888
LIQ	3.857	1,988232	1,582905	0,3235854	7	1,892803	6,302381
LCX	3.819	18,51576	2,710203	12,24739	22,54597	-0,619506	2,791707
SELIC	4.615	9,092308	3,321736	2,76	14,02	-0,3253599	2,083631
INT	861	0,235608	0,248423	0	0,937	1,052361	3,153009
BETA	2.234	0,812275	0,480739	0,0948502	1,810658	0,4836039	2,362732
TANG	3.852	0,228215	0,218441	0	0,701591	0,7393235	2,425328

Notas: DIV = índice de distribuição de dividendos, REG = regionalidade, CCC = ciclo de conversão de caixa, ROE = rentabilidade, MKB = oportunidades de investimento, TAM = tamanho, LEVPL = alavancagem, LIQ = liquidez, LCX = caixa, INT = internacionalização, SELIC = taxa básica de juros da economia, BETA = risco sistemático, TANG = nível de tangibilidade dos ativos.

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise da variável rentabilidade (ROE) revela uma média de 6,978 e um desvio padrão de 21,955, o que indica uma grande variabilidade no desempenho financeiro das empresas da amostra. A assimetria negativa de -1,203 revela a presença de uma cauda à esquerda, o que indica que há uma concentração de empresas com resultados substancialmente inferiores à média, o que pode afetar a sua capacidade de distribuir dividendos.

As oportunidades de investimento (MKB) das empresas, apresenta média de 1,813, o que reflete expectativas positivas do mercado sobre o seu crescimento. No entanto, o desvio padrão de 1,821 e a assimetria positiva de 1,343 sugere que algumas empresas são significativamente mais valorizadas que outras. A curtose de 4,207 revela a presença de valores extremos.

A variável TAM, que representa o tamanho das empresas por meio do logaritmo natural do ativo total, apresenta uma média de 21,732 e um desvio padrão de 1,975, o que sinaliza uma predominância de grandes empresas na amostra. No entanto, a assimetria levemente negativa de -0,3865 indica uma cauda alongada à esquerda, sugerindo a presença de algumas empresas com ativos ligeiramente inferiores à média, enquanto a curtose de 2,576, indica a ausência de valores extremos.

A variável LEVPL, que reflete a alavancagem, apresenta uma média de 153,912 e um desvio padrão elevado de 217,486, evidenciando a grande heterogeneidade no perfil de

endividamento das empresas. A presença de valores negativos (mínimo de -243,297) indica casos de patrimônio líquido negativo, enquanto a assimetria positiva (0,924) e a curtose de 4,448 apontam para uma distribuição com cauda à direita, ou seja, algumas empresas demonstram níveis de endividamento extremamente altos em comparação à maioria.

No que diz respeito à liquidez (LIQ), a média de 1,9882 indica que, em média, as empresas da amostra possuem ativos circulantes quase duas vezes maiores que suas obrigações de curto prazo. A assimetria positiva de 1,8928 e a curtose elevada de 6,302 sugerem que, embora muitas empresas apresentem índices de liquidez mais próximos à média, um grupo restrito possui níveis excepcionalmente altos.

A variável LCX, medida pelo logaritmo natural do caixa e dos equivalentes de caixa, apresenta uma média de 18,52 e um desvio padrão de 2,71, o que revela que as empresas mantêm níveis expressivos de liquidez imediata. A assimetria moderadamente negativa -0,6195 indica uma leve inclinação dos dados para à esquerda, valores menores e a curtose de 2,7917 sugerem uma distribuição relativamente simétrica, sem a presença de valores extremos.

A SELIC, que representa a taxa básica de juros da economia, exibe uma média de 9,092, o que indica um nível relativamente elevado de juros ao longo do período de 2010 a 2021. O desvio padrão de 3,3217, além da taxa mínima de 2,76 e máxima de 14,02, demonstram que a SELIC passou por flutuações significativas. A assimetria negativa de -0,33 indica que a distribuição dos dados possui uma cauda mais longa à esquerda, sugerindo que a taxa de juros esteve predominantemente em patamares mais elevados.

A variável INT, que mensura a internacionalização das empresas, apresenta média de 0,2356, indicando que, em média, cerca de 23,6% da sua receita total advém de operações no exterior. O desvio padrão de 0,248 e a assimetria positiva de 1,052 evidenciam que, embora a maioria das empresas opere predominantemente no mercado interno, há aquelas que se destacam por uma participação expressiva nas exportações, conforme reforçado pela curtose de 3,153.

A variável BETA, que mede o risco sistemático das empresas em relação ao mercado, apresenta uma média de 0,81, indicando que, em média, as empresas da amostra possuem volatilidade inferior à do mercado. O desvio padrão de 0,480 e o intervalo de 0,094 a 1,810 demonstram uma variabilidade moderada, enquanto a assimetria de 0,483 e a curtose de 2,362 sugerem que a maioria das empresas apresenta níveis inferiores de risco, sem a presença de *outliers*.

Por fim, a variável TANG, que representa o nível de tangibilidade dos ativos, apresenta média de 0,2282, indicando que, em média, cerca de 22,8% dos ativos das empresas são

constituídos por bens imobilizados. O desvio padrão de 0,218, a assimetria de 0,739 e a curtose de 2,425 apontam para uma distribuição com leve inclinação à direita, evidenciando que algumas empresas possuem uma estrutura de ativos significativamente mais concentrada em bens tangíveis, sem a presença de valores extremos.

4.4.2 Análise de Correlação

A Tabela 8 apresenta os coeficientes de correlação de Pearson entre as variáveis do modelo, com destaque para aqueles que se mostraram estatisticamente significativos ao nível de 1%. A variável REG foi excluída da análise, uma vez que o coeficiente de correlação de Pearson é adequado apenas para o estudo de variáveis contínuas (Fávero & Belfiore, 2017).

Tabela 8 - Matriz de correlação

	DIV	CCC	ROE	MKB	TAM	LEVPL	LIQ	LCX	SELIC	INT	BETA	TANG
DIV	1											
CCC	-0,0950*	1										
ROE	0,4295*	-0,0693*	1									
MKB	0,3597*	-0,1794*	0,2211*	1								
TAM	0,1352*	-0,1045*	0,1894*	0,1552*	1							
LEVPL	-0,0369	-0,0661*	-0,1693*	0,4610*	0,2650*	1						
LIQ	0,1196*	0,2476*	-0,0795*	0,0557*	-0,2039*	-0,1707*	1					
LCX	0,1714*	-0,1400*	0,2405*	0,2280*	0,8269*	0,2909*	-0,1064*	1				
SELIC	-0,0008	0,0108	-0,0837*	-0,1464*	0,0051	-0,0236	-0,0179	-0,0278	1			
INT	-0,0205	0,0113	-0,0658	0,0037	0,3309*	0,1638*	0,0399	0,3048*	-0,0252	1		
BETA	-0,2181*	0,2006*	-0,1481*	-0,1383*	0,1424*	0,0326	-0,0466	0,1314*	-0,1587*	-0,1654*	1	
TANG	-0,1104*	-0,2713*	-0,0024	-0,0649*	0,0703*	0,0147	-0,2354*	0,0368	0,0439*	0,0722	-0,0461	1

Notas: DIV = índice de distribuição de dividendos, CCC = ciclo de conversão de caixa, ROE = rentabilidade, MKB = oportunidades de investimento, TAM = tamanho, LEVPL = alavancagem, LIQ = liquidez, LCX = caixa, INT = internacionalização, SELIC = taxa básica de juros da economia, BETA = risco sistemático, TANG = nível de tangibilidade dos ativos. * = nível de significância de 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Entre os principais achados da Tabela 8, destaca-se a correlação positiva e estatisticamente significativa entre a variável DIV e ROE ($r = 0,4295$, $p < 0,01$), bem como entre DIV e MKB ($r = 0,3597$, $p < 0,01$), indicando que empresas mais rentáveis e com maiores oportunidades de investimento tendem a remunerar melhor seus acionistas. Por outro lado, a correlação negativa entre DIV e BETA ($r = -0,2181$, $p < 0,01$) sugere que empresas menos voláteis distribuem mais dividendos.

Embora mais fracas, foram observadas correlações positivas entre DIV e TAM ($r = 0,1352$, $p < 0,01$), LIQ ($r = 0,1196$, $p < 0,01$) e LCX ($r = 0,1714$, $p < 0,01$), além de correlações

negativas com CCC ($r = -0,0950$, $p < 0,01$) e TANG ($r = -0,1104$, $p < 0,01$). Esses resultados sugerem que companhias maiores, com maior liquidez e disponibilidade de caixa, bem como aquelas que possuem uma gestão mais eficiente do capital de giro e maior proporção de ativos intangíveis, tendem a distribuir mais dividendos.

No que tange às variáveis de controle, destacam-se as correlações de maior magnitude. A correlação positiva e estaticamente significativa entre MKB e LEVPL ($r = 0,4610$, $p < 0,01$) sugere que empresas com maior potencial de crescimento tendem a ser mais endividadas, possivelmente para financiar seus projetos de expansão. Além disso, a correlação positiva entre TAM e INT ($r = 0,3309$, $p < 0,01$) indica que empresas maiores tendem a apresentar maior envolvimento com atividades de exportação. A correlação positiva entre LCX e INT ($r = 0,3048$, $p < 0,01$) sugere que companhias internacionalizadas tendem a manter maiores disponibilidades de caixa.

Por fim, destaca-se a forte correlação entre as variáveis TAM e LCX ($r = 0,8269$, $p < 0,01$), indicando que empresas maiores tendem a manter mais caixa. No entanto, esse coeficiente elevado sugere a presença de multicolinearidade, o que pode comprometer a interpretação dos coeficientes do modelo de regressão. Para investigar essa possibilidade, analisou-se o Fator de Inflação da Variância (FIV). Segundo Hair et al. (2009), considera-se a presença de multicolinearidade quando o FIV de uma variável ou do modelo é superior a 10.

O FIV médio obtido foi de 6,89. Na análise de cada variável, apenas a SELIC obteve um FIV superior a 10. Ainda assim, optou-se por sua manutenção no modelo, considerando sua relevância no contexto brasileiro de elevada volatilidade das taxas de juros e a sua capacidade de influenciar a distribuição de dividendos (Daniel et al., 2021). Por fim, por meio dos testes de Wooldridge e Wald, foi verificada a presença de autocorrelação e heterocedasticidade, respectivamente, razão pela qual o modelo foi estimado com erros-padrão ajustados por meio da técnica *bootstrap* (Flood, 1985).

4.4.3 Análise de Regressão

O resultado da análise de regressão, apresentado na Tabela 9, indica que a hipótese inicial do estudo não foi confirmada. O efeito marginal da variável REG, que representa a localização da empresa em São Paulo, não se mostrou estatisticamente significativo (efeito marginal = 0,0040, erro padrão = 0,0047, $z = 0,85$, $p = 0,394$). Este resultado sugere que, após controlar pelos demais fatores incluídos no modelo, a localização em um centro financeiro

como São Paulo não exerce, por si só, uma influência estatisticamente discernível sobre o índice de distribuição de dividendos das empresas da amostra.

Tabela 9 - Resultados da regressão Tobit com dados em painel

	Efeito marginal	Erros padrão <i>bootstrap</i>	z	P>z	Intervalo de confiança de 95%	
REG	0,0040383	0,0047339	0,85	0,394	-0,0052399	0,0133166
CCC	-0,0000434	0,0000195	-2,23	0,026	-0,0000816	-0,0000052
ROE	0,0004619	0,0001257	3,67	0,000	0,0002155	0,0007083
MKB	0,0047722	0,0015196	3,14	0,002	0,0017939	0,0077504
TAM	0,0027271	0,0015958	1,71	0,087	-0,0004005	0,0058548
LEVPL	-0,0000487	0,0000118	-4,13	0,000	-0,0000718	-0,0000256
LIQ	0,0040629	0,0023740	1,71	0,087	-0,0005900	0,0087158
LCX	-0,0007917	0,0012659	-0,63	0,532	-0,0032728	0,0016893
SELIC	0,0045372	0,0019760	2,30	0,022	0,0006643	0,0084101
INT	-0,0034542	0,0078857	-0,44	0,661	-0,0189099	0,0120016
BETA	-0,0074118	0,0037334	-1,99	0,047	-0,0147291	-0,0000944
TANG	-0,0211483	0,0131271	-1,61	0,107	-0,0468769	0,0045804
<i>Dummy p/ ano</i>			Sim			
FIV médio			6,89			
Wooldridge			0,0030			
Wald			0,0000			
Obs.			599			

Notas: DIV = índice de distribuição de dividendos, REG = regionalidade, CCC = ciclo de conversão de caixa, ROE = rentabilidade, MKB = oportunidades de investimento, TAM = tamanho, LEVPL = alavancagem, LIQ = liquidez, LCX = caixa, INT = internacionalização, SELIC = taxa básica de juros da economia, BETA = risco sistemático, TANG = nível de tangibilidade dos ativos.

Fonte: Dados da pesquisa.

Esse achado diverge da expectativa teórica baseada em uma vertente da literatura sobre custos de agência e assimetria de informação. Trabalhos como os de Farooq e Aktaruzzaman (2020) e Yao et al. (2019) argumentam que a concentração de empresas em centros financeiros cria um ambiente informacional mais rico, com maior monitoramento por parte de analistas e investidores. Essa pressão por transparência reduziria as assimetrias de informação e os custos de agência, limitando a capacidade dos gestores de expropriar a riqueza dos acionistas e, conseqüentemente, favorecendo uma maior distribuição de lucros. Nossos resultados não oferecem suporte a essa visão no contexto brasileiro.

Curiosamente, a ausência de um efeito significativo também não corrobora a vertente oposta da literatura, representada por John et al. (2011). Estes autores sugerem que empresas

localizadas remotamente, por estarem sujeitas a um menor monitoramento direto, utilizariam os dividendos como um mecanismo de sinalização para o mercado, comprometendo-se a pagar mais aos acionistas para demonstrar que os recursos não estão sendo utilizados de forma indevida pela gestão. A neutralidade do coeficiente de localização em nosso estudo indica que essa dinâmica de substituição entre monitoramento geográfico e política de dividendos também não prevalece na amostra analisada.

Portanto, a ausência de uma relação estatística entre localização e dividendos sugere que, para as empresas brasileiras no período estudado, outros fatores são os determinantes preponderantes da política de dividendos, sobrepondo-se a qualquer efeito que a regionalidade pudesse ter. É possível que a evolução tecnológica e a disseminação de informações tenham atenuado as vantagens informacionais que antes eram exclusivas dos grandes centros financeiros, tornando a localização um fator menos crítico para a política de dividendos do que a teoria tradicional previa.

A variável CCC apresentou um efeito marginal negativo e estatisticamente significativo (efeito marginal = -0,00004, erro padrão = 0,00002, estatística $z = -2,23$, $p < 0,05$), indicando que empresas com menor CCC tendem a registrar maiores índices de distribuição de dividendos. Isso ocorre porque a gestão eficiente do capital de giro contribui positivamente para a melhoria da rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024), o que, de acordo com a Teoria de Sinalização dos Dividendos (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985), incentiva os gestores a comunicar esse desempenho ao mercado por meio do pagamento de dividendos.

Outra explicação para a relação negativa entre CCC e DIV pode ser extraída da Teoria dos Custos de Agência (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Os maiores níveis de rentabilidade (Bhatia et al., 2021; Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024), caixa (Gill et al., 2019; Bhatia et al., 2021) e liquidez (Xu et al., 2021; Wirama et al., 2024), obtidos com uma gestão eficiente do capital de giro, levam as empresas a aumentar o pagamento de dividendos como forma de reduzir os custos de monitoramento que surgiriam se esses recursos permanecessem sob a livre discricionariedade dos gestores.

O efeito marginal da variável ROE foi positivo e estatisticamente significativo (efeito marginal = 0,0005, erro padrão = 0,0001, estatística $z = 3,67$, $p < 0,01$). Essa relação pode ser explicada pelo fato de que a rentabilidade é um reflexo do bom desempenho da empresa e os dividendos são simplesmente a distribuição de parte dos lucros obtidos com esta melhoria de desempenho (Lozano & Caltabiano, 2014). Este resultado está em conformidade com as

pesquisas empíricas realizadas por Aivazian et al. (2003), Lozano e Caltabiano (2014) e Wirama et al. (2024).

A variável MKB apresentou um efeito marginal positivo e estatisticamente significativo (efeito marginal = 0,0048, erro padrão = 0,0015, estatística $z = 3,14$, $p < 0,01$), o que indica que empresas com maiores oportunidades de investimento distribuem mais dividendos. Esse resultado corrobora os achados de Aivazian et al. (2003), Lozano e Caltabiano (2014) e Xu et al. (2021). Uma explicação pode ser dada pela Teoria de Sinalização dos Dividendos (Bhattacharya, 1979; Miller & Rock, 1985), segundo a qual os dividendos podem ser utilizados pela gestão para sinalizar aos investidores as boas perspectivas futuras da empresa em relação às oportunidades de investimentos.

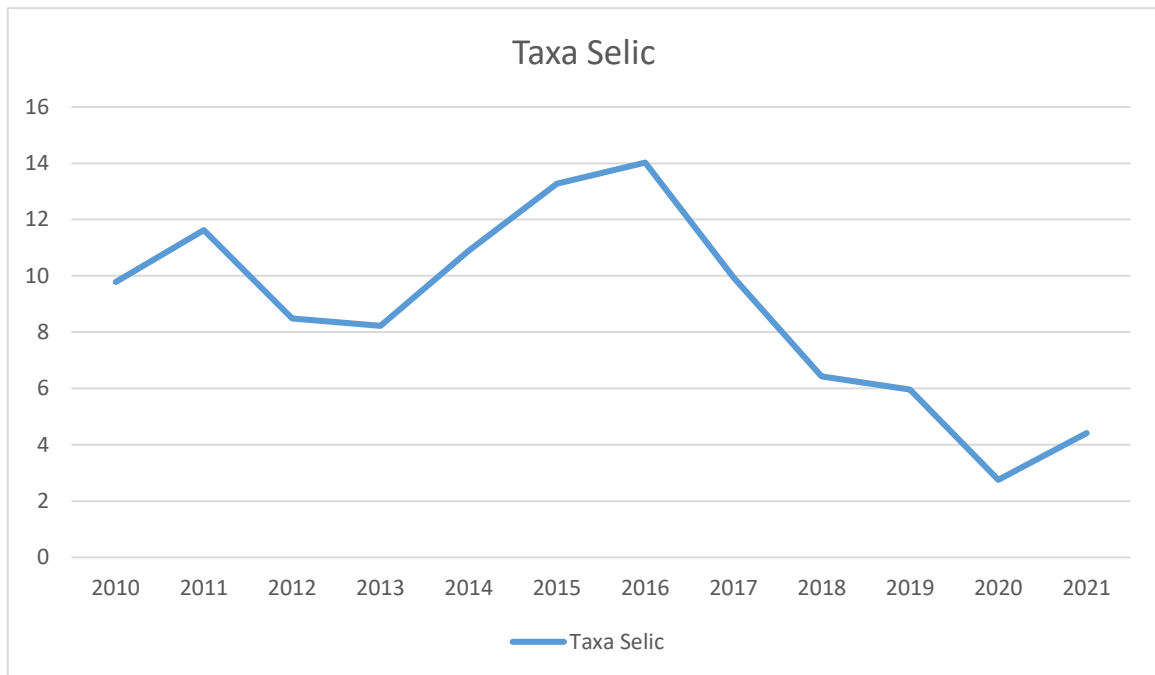
A análise dos resultados revelou que a variável TAM, representativa do tamanho da companhia, possui uma relação positiva e estatisticamente significativa com a política de dividendos (efeito marginal = 0,0027, erro padrão = 0,0015, $z = 1,71$, $p < 0,1$). Este achado pode ser explicado por diferentes vertentes teóricas. Primeiramente, empresas maiores costumam ser mais maduras e bem-sucedidas, possuindo mais recursos, melhor acesso a capital externo e menor necessidade de reter caixa, fatores que impactam positivamente sua capacidade de distribuir dividendos (Lozano & Caltabiano, 2014; Gill et al., 2019). Adicionalmente, o resultado é consistente com a Teoria dos Custos de Agência, que postula que a grande dispersão de propriedade em grandes empresas aumenta a assimetria de informações. Nesse cenário, os dividendos atuam como um importante mecanismo para mitigar os custos de agência e alinhar os interesses de gestores e acionistas (Yusof & Ismail, 2016).

Em relação às variáveis LEVPL, LIQ e LCX, esperava-se que uma maior disponibilidade de recursos, sujeitos à discricionariedade dos gestores, gerasse maiores custos de monitoramento, o que, por sua vez, tornaria os dividendos uma alternativa para reduzir esses custos (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Nesse sentido, a análise dos efeitos marginais confirmou relações estatisticamente significativas para LEVPL, com sinal negativo (efeito marginal = -0,00005, erro padrão = 0,00001, estatística $z = -4,13$, $p < 0,01$), e para LIQ, com sinal positivo (efeito marginal = 0,0041, erro padrão = 0,0024, estatística $z = 1,71$, $p < 0,10$), enquanto a variável LCX não apresentou significância ($p = 0,532$). Assim, conclui-se que empresas mais líquidas e menos endividadas tendem a distribuir mais dividendos, enquanto a disponibilidade de caixa não impacta esse comportamento.

A variável SELIC apresentou um efeito marginal positivo e significativo (efeito marginal = 0,0045, $p < 0,05$), contrariando a expectativa inicial de que juros mais baixos estimulariam maiores dividendos. Conforme demonstrado no gráfico apresentado na Figura 4,

o período analisado foi marcado por uma alta volatilidade da taxa de juros, com um mínimo de 2,76% e um máximo de 14,02%. Uma explicação para esse resultado, fundamentada na Teoria de *Catering* de Dividendos (Baker & Wurgler, 2005), é que, em períodos de juros elevados, as empresas aumentam o pagamento de dividendos para competir com investimentos atrelados à taxa de juros, como forma de atrair investidores em busca de rendimentos.

Figura 4 - Taxa SELIC Média Anual – 2010 a 2021



Fonte: Dados da pesquisa.

A variável INT não apresentou significância estatística. A expectativa era que a alta complexidade da gestão de empresas internacionais, ao elevar a assimetria de informações e os custos de monitoramento dos administradores (Wright et al., 2002; Aggarwal & Kyaw, 2010; Sheng & Pereira, 2014), impactasse positivamente os dividendos pagos aos acionistas como forma de reduzir esses custos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986; Aggarwal & Kyaw, 2010). No entanto, para as empresas da amostra, a internacionalização não apresentou influência significativa sobre o pagamento de dividendos.

A variável BETA apresentou um efeito marginal negativo e estatisticamente significativo (efeito marginal = -0,0074, erro padrão = 0,0037, estatística $z = -1,99$, $p < 0,05$). Isso indica que empresas com maior risco sistemático tendem a distribuir menos dividendos, resultado também encontrado por Al-Najjar e Belghitar (2011) e Lozano e Caltabiano (2014). Empresas mais arriscadas são mais propensas a enfrentar problemas de caixa (Al-Najjar e

Belghitar, 2011) e, por isso tendem a reter lucros para mitigar incertezas futuras (Francis et al., 2011).

O efeito marginal da variável TANG não foi estatisticamente significativo ($p = 0,107$). Esperava-se que uma menor proporção de ativos tangíveis, ao oferecer menor garantia para a obtenção de crédito bancário, reduzisse a capacidade de financiamento das empresas. Em consequência, essas empresas sofreriam com maiores restrições financeiras, o que afetaria a sua capacidade de distribuir dividendos (Kamat & Kamat, 2013). Todavia, essa relação não foi observada para as empresas da amostra.

Apesar da relevância dos achados, esta análise apresenta limitações que devem ser consideradas na interpretação dos resultados. A utilização do modelo Tobit com dados em painel, embora apropriada para lidar com observações censuradas, não elimina completamente a possibilidade de endogeneidade, sobretudo diante da interdependência entre decisões de dividendos, investimento e endividamento (Barros et al., 2010; Forti & Freitas, 2020). Outro fator de endogeneidade é a omissão de variáveis potencialmente relevantes, o que pode comprometer a robustez das inferências realizadas (Wooldridge, 2010). Diante dessas potenciais limitações e para assegurar a validade dos achados, a próxima seção apresenta um teste de robustez que incorpora variáveis de controle adicionais, como o setor de atuação da empresa e sua idade.

4.4.4 Teste de Robustez

Para verificar a robustez dos resultados, o modelo de regressão Tobit, apresentado na Fórmula 5, foi reestimado com a inclusão de duas variáveis de controle: o setor de atuação da empresa e a sua idade. A idade foi representada pelo logaritmo natural do total de anos desde a constituição da companhia, cuja informação foi extraída do respectivo Formulário de Referência. Já os dados sobre a atividade econômica das empresas foram obtidos no Economática. Essas atividades foram classificadas nos três setores tradicionais da economia: primário, secundário e terciário. Após, foram criadas duas variáveis *dummies*: uma para o setor primário e outra para o setor secundário, enquanto o setor terciário foi definido como grupo de controle.

Pesquisa realizada por Jangphanish et al. (2025) indica que o estágio de maturidade da firma, aliado às características setoriais, influencia de forma diferenciada a política de dividendos. No setor financeiro e imobiliário, empresas mais antigas tendem a distribuir mais dividendos, possivelmente devido à estabilidade operacional e histórico consolidado de lucros.

Por outro lado, nos setores agrícola e de consumo, firmas mais jovens enfrentam maiores incertezas operacionais e demandas por capital para expansão, o que as torna mais propensas a reinvestir os lucros, resultando em menores pagamentos de dividendos.

Tabela 10 - Resultados do teste de robustez

	Efeito marginal	Erros padrão bootstrap	z	P>z	Intervalo de Confiança de 95%	
REG	0,0021655	0,0057236	0,38	0,705	-0,0090526	0,0133835
CCC	-0,0000429	0,0000207	-2,07	0,039	-0,0000835	-0,0000022
ROE	0,0004595	0,0001252	3,67	0,000	0,0002142	0,0007049
MKB	0,0049665	0,0014829	3,35	0,001	0,0020601	0,0078729
TAM	0,0029349	0,0016001	1,83	0,067	-0,0002013	0,0060710
LEVPL	-0,0000492	0,0000117	-4,20	0,000	-0,0000721	-0,0000263
LIQ	0,0041720	0,0024750	1,69	0,092	-0,0006790	0,0090230
LCX	-0,0011564	0,0013546	-0,85	0,393	-0,0038115	0,0014986
SELIC	0,0046522	0,0019014	2,45	0,014	0,0009256	0,0083788
INT	-0,0037686	0,0080468	-0,47	0,640	-0,0195400	0,0120027
BETA	-0,0071697	0,0036576	-1,96	0,050	-0,0143384	-0,0000010
TANG	-0,0227103	0,0131542	-1,73	0,084	-0,0484920	0,0030715
IDA	0,0000410	0,0031997	0,01	0,990	-0,0062302	0,0063122
PRIM	-0,0269110	0,0440647	-0,61	0,541	-0,1132762	0,0594542
SEC	-0,0034528	0,0032580	-1,06	0,289	-0,0098384	0,0029328
<i>Dummy p/ ano</i>			Sim			
FIV médio			6,40			
Wooldridge			0,0030			
Wald			0,0000			
Obs.			599			

Notas: DIV = índice de distribuição de dividendos, REG = regionalidade, CCC = ciclo de conversão de caixa, ROE = rentabilidade, MKB = oportunidades de investimento, TAM = tamanho, LEVPL = alavancagem, LIQ = liquidez, LCX = caixa, INT = internacionalização, SELIC = taxa básica de juros da economia, BETA = risco sistemático, TANG = nível de tangibilidade dos ativos, IDA = idade, PRIM = setor primário, SEC = setor secundário.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados do teste de robustez, apresentados na Tabela 10, corroboram a maior parte dos achados do modelo principal. A variável REG permaneceu estatisticamente não significativa, reforçando a conclusão de que a localização em um centro financeiro não é um determinante robusto da política de dividendos para a amostra analisada.

A estabilidade geral do modelo foi, em grande parte, confirmada, uma vez que a maioria das variáveis de controle manteve a significância e o sinal observados na análise principal.

Apenas a variável TANG, que não era significativa, passou a apresentar significância estatística. Isso indica que a relação entre a tangibilidade dos ativos e a política de dividendos é sensível à especificação do modelo, tornando-se estatisticamente aparente apenas quando um conjunto mais amplo de características da firma é considerado.

As demais variáveis do modelo principal permaneceram, em geral, com sinais e níveis de significância semelhantes, conferindo estabilidade parcial aos achados anteriores. As novas variáveis de controle (idade e *dummies* de setor), por sua vez, não apresentaram significância estatística, indicando que não impactam diretamente a distribuição de dividendos, mas a sua presença no modelo é relevante por alterar a dinâmica das outras variáveis.

4.5 Considerações Finais

Este estudo teve como objetivo investigar o impacto da região de localização da sede de empresas brasileiras sobre sua política de dividendos. Foram utilizados dados secundários referentes ao período de 2010 a 2021, extraídos das bases Economática, Portal Dados Abertos da CVM e Formulário de Referência, resultando em uma amostra composta por 355 companhias abertas não financeiras listadas na B3. A análise foi conduzida por meio de um modelo Tobit com dados em painel, cujos resultados foram confirmados por meio de um teste de robustez.

Os achados desta pesquisa revelam que, após controlar por um conjunto de características das firmas, a localização da sede não se mostrou um fator determinante para a política de dividendos. A variável de interesse do estudo (REG), representativa da localização em São Paulo, não apresentou significância estatística, e este resultado se mostrou robusto mesmo após a inclusão de variáveis de controle adicionais. A ausência de uma relação estatística entre a localização e o índice de distribuição de dividendos refuta a hipótese principal do estudo, indicando que a verdadeira explicação para a política de dividendos reside em outras características operacionais, financeiras e de mercado das empresas.

Os resultados obtidos para as variáveis de controle indicam que a política de dividendos apresenta relação negativa e estatisticamente significativa com CCC, LEVPL e BETA, e relação positiva e estatisticamente significativa com ROE, MKB, TAM, LIQ e SELIC. Assim, conclui-se que as empresas que possuem uma gestão eficiente do capital de giro, que são menos alavancadas e menos arriscadas tendem a distribuir mais dividendos. Constata-se também que índices maiores de distribuição são verificados em empresas maiores, mais rentáveis, com maiores oportunidades de investimento e com maior liquidez. Em relação à SELIC, observou-

se que taxas de juros mais altas estão associadas a um maior pagamento de dividendos. Por outro lado, não houve significância estatística para as variáveis LCX, INT e TANG no modelo principal.

Este estudo contribui para a literatura sobre regionalidade e finanças corporativas ao demonstrar que, para o mercado brasileiro, a localização da empresa no centro financeiro nacional não influencia a política de dividendos. Essa descoberta desafia a premissa de que o ambiente informacional superior de centros financeiros se traduziria diretamente em uma política de dividendos mais generosa (Farooq & Aktaruzzaman, 2020; Yao et al., 2019). O estudo sugere que, no contexto brasileiro, as características intrínsecas de cada firma são os determinantes preponderantes, sobrepondo-se a qualquer efeito geográfico.

Assim, os resultados deste estudo não corroboram as conclusões de Farooq e Aktaruzzaman (2020) e de Yao et al. (2019). Ao mesmo tempo, a ausência de um efeito estatístico também não oferece suporte à vertente oposta da literatura (John et al., 2011), que previa maiores dividendos em firmas remotas. O achado de neutralidade da localização sugere que a complexa dinâmica entre geografia e governança corporativa pode ser mais bem explicada por outros fatores no Brasil, possivelmente devido a avanços tecnológicos que mitigaram a assimetria de informação geográfica que a teoria tradicional previa.

Os resultados deste estudo têm implicações importantes para empresas, investidores e formuladores de políticas públicas. Para a gestão das empresas e para os investidores, os achados indicam que a localização da sede, por si só, não deve ser considerada um fator preditivo da política de dividendos. A análise deve se concentrar em fundamentos mais robustos, como rentabilidade, eficiência operacional, estrutura de capital, tamanho e risco, que se mostraram determinantes consistentes. Para os formuladores de políticas públicas, a pesquisa reforça que o estímulo ao desenvolvimento dos fundamentos corporativos de empresas fora dos grandes centros é mais importante do que a sua localização, pois são essas características que ditam as práticas financeiras que atraem investidores.

Adicionalmente, ao demonstrar que a política de dividendos é neutra em relação à localização, o estudo contribui socialmente para o debate sobre desenvolvimento e desigualdade regional. A pesquisa sugere que as vantagens comparativas de empresas sediadas em centros financeiros, como melhor acesso ao mercado de capitais e maior atenção de investidores, devem residir em outros fatores. Essa inferência reforça a necessidade de políticas públicas focadas na descentralização econômica e na ampliação do acesso a esses mercados, de modo a promover um desenvolvimento mais equilibrado. Em uma perspectiva mais ampla, a pesquisa também fortalece as práticas de governança corporativa, ao reforçar a política de dividendos como um

mecanismo de redução da assimetria de informações entre gestores e investidores, independentemente da geografia.

Como limitação deste trabalho, cita-se que a utilização do modelo de regressão Tobit com dados em painel, apesar de ser o método mais adequado para amostras com quantidade considerável de observações censuradas à esquerda (Tobin, 1958; Forti et al., 2015; Bhatia et al., 2021), não é capaz de contornar a possibilidade latente de endogeneidade, seja pela omissão de variáveis relevantes ou pela análise concomitante dos mecanismos de dividendos, investimento e endividamento (Barros et al., 2010; Wooldridge, 2010; Forti & Freitas, 2020).

Para além das limitações já citadas, a presente pesquisa abre diversas avenidas para futuros estudos. Uma linha de investigação promissora seria a reestimação do modelo utilizando o Património Líquido como denominador da variável de dividendos, o que ofereceria uma medida coerente no sentido de analisar o fluxo para o acionista sobre capital do acionista. Outra via seria a segmentação da amostra por setor econômico, para investigar a heterogeneidade dos resultados entre as diferentes indústrias. Por fim, o estudo da regionalidade poderia focar na localização geográfica do acionista controlador da empresa, em vez de focar na localização da sua sede. Tal perspectiva poderia revelar dinâmicas relevantes, uma vez que as decisões estratégicas que influenciam a política de dividendos emanam do centro de controle da companhia.

CAPÍTULO 5: Considerações Finais Gerais

Esta tese teve como objetivo investigar a política de dividendos sob novas perspectivas, ao considerar três fatores pouco explorados pela literatura: a gestão do capital de giro, o crédito comercial internacional e a regionalidade. Ao integrar esses elementos ao debate, especialmente no contexto de um mercado emergente como o brasileiro, este trabalho amplia a compreensão sobre como decisões operacionais e a localização geográfica influenciam a distribuição de lucros pelas empresas em um mercado emergente.

O primeiro ensaio apresentou uma contribuição teórica ao propor um modelo conceitual inédito em que o crédito comercial internacional pode influenciar positivamente a política de dividendos. Ao integrar teorias clássicas de dividendos com a Teoria do Ciclo de Conversão de Caixa e a literatura sobre crédito comercial internacional, o estudo ampliou os horizontes sobre os mecanismos de financiamento de curto prazo e sua relação com a distribuição de lucros. A proposta destacou a importância da eficiência do Ciclo de Conversão de Caixa e da utilização estratégica de crédito comercial internacional para liberar recursos financeiros adicionais, viabilizando uma maior distribuição de dividendos, especialmente em mercados emergentes, como o Brasil.

O segundo ensaio investigou empiricamente a relação da gestão do capital de giro e do crédito comercial internacional com a política de dividendos. Os resultados indicaram que empresas que adotam uma gestão eficiente do capital de giro, representada por menores CCC, PMR e PME, tendem a distribuir mais lucros aos seus acionistas. No entanto, o crédito comercial internacional não apresentou efeito estatisticamente significativo. Essa ausência de efeito empírico pode refletir limitações no uso estratégico desse instrumento pelas empresas brasileiras, ou barreiras institucionais e operacionais que dificultam sua adoção mais ampla. Isso sugere que, no período analisado, o CCI pode ter sido utilizado como uma ferramenta operacional de gestão de suprimentos, em vez de uma alavanca financeira estratégica para a remuneração de acionistas, limitando assim seu impacto na política de dividendos.

O terceiro ensaio abordou a influência da regionalidade na política de dividendos, com ênfase na comparação entre empresas localizadas dentro ou fora do centro financeiro nacional. Contrariando a hipótese inicial, os resultados indicaram que a localização da sede no centro financeiro, por si só, não é um fator determinante para a política de dividendos das empresas brasileiras. A ausência de significância estatística para essa variável sugere que as características intrínsecas de cada firma, como eficiência operacional, rentabilidade e estrutura de capital, sobrepõem-se a qualquer efeito geográfico. Esse achado reforça a ideia de que a

digitalização e a maturidade do mercado de capitais brasileiro podem ter nivelado o acesso à informação, diminuindo as vantagens geográficas que a teoria previa e atenuando a assimetria de informação.

A Figura 5 sintetiza os resultados das hipóteses da pesquisa que foram objeto de investigação empírica nos capítulos 3 e 4.

Figura 5 - Síntese dos resultados das hipóteses de pesquisa

Capítulo	Hipótese	Variável	Efeito esperado no índice de distribuição de dividendos	Resultado
3	H ₁	Ciclo de Conversão de Caixa	Negativo	Confirmada
	H ₂	Prazo Médio de Recebimento	Negativo	Confirmada
	H ₃	Prazo Médio de Estoques	Negativo	Confirmada
	H ₄	Prazo Médio de Pagamento	Positivo	Não confirmada
	H ₅	Crédito Comercial Internacional	Positivo	Não confirmada
4	H ₁	Localização da sede da empresa na cidade de São Paulo	Positivo	Não confirmada

Fonte: Elaboração própria.

Os três ensaios, em conjunto, ampliam a compreensão teórica sobre a política de dividendos, ao analisar o impacto de fatores operacionais e regionais. A principal contribuição teórica reside na formulação inédita da hipótese de que o crédito comercial internacional pode ser um fator relevante nas decisões de distribuição de lucros. Embora os dados empíricos não tenham sustentado essa hipótese no caso brasileiro, a reflexão teórica permanece válida e instigante, abrindo espaço para investigações em contextos institucionais distintos ou com maior integração internacional.

Do ponto de vista empírico, os resultados evidenciam que a gestão eficiente do capital de giro é uma estratégia relevante para os gestores que buscam aumentar a atratividade das companhias para os investidores, especialmente no contexto de um mercado de crédito restrito. Para os investidores, a análise dos fundamentos operacionais de uma empresa se mostra mais preditiva do que sua localização geográfica. Para os formuladores de políticas públicas, os achados ressaltam a necessidade de fortalecer a governança corporativa e melhorar o acesso ao mercado de capitais para empresas em todo o território nacional, pois são os fundamentos corporativos, e não a geografia, que ditam as práticas financeiras que atraem capital e promovem o desenvolvimento.

Do ponto de vista social, ao demonstrar que a política de dividendos é neutra em relação à localização, a pesquisa contribui para o debate sobre desenvolvimento e desigualdade regional. As vantagens comparativas de empresas sediadas em centros devem residir em outros fatores, e não na simples região da sede. Essa inferência reforça a necessidade de políticas

públicas voltadas à descentralização econômica e à ampliação do acesso a capitais em todas as regiões, promovendo um desenvolvimento mais equilibrado. Em uma perspectiva mais ampla, os resultados também fortalecem as práticas de governança corporativa, ao evidenciar que a política de dividendos atua como um mecanismo de redução da assimetria de informações entre gestores e investidores, independentemente da localização geográfica da firma.

Reconhece-se a utilização do modelo de regressão Tobit com dados em painel como uma limitação desta pesquisa. Embora esse método seja adequado para lidar com a censura da variável de dividendos, frequentemente observada em empresas que não distribuem lucros em determinados períodos, ele não elimina potenciais problemas de endogeneidade. Esse desafio é particularmente relevante em estudos sobre dividendos, investimento e endividamento, dada a interdependência entre esses mecanismos financeiros (Barros et al., 2010; Wooldridge, 2010; Forti & Freitas, 2020).

Pesquisas futuras podem se desdobrar em três principais frentes. A primeira é de ordem metodológica, com o emprego de técnicas alternativas, como o Método dos Momentos Generalizados (GMM), capazes de mitigar vieses decorrentes da endogeneidade. A segunda é de ordem métrica, com o aperfeiçoamento da variável dependente a partir do uso do Patrimônio Líquido como denominador dos dividendos, de forma a alinhar o fluxo do dono ao capital do dono. A terceira é de ordem analítica, com a exploração de heterogeneidades, seja pela segmentação setorial ou pela consideração da localização do acionista controlador, e não apenas da sede da empresa. Esses caminhos reforçam a complexidade do quebra-cabeça dos dividendos e afirmam a relevância contínua do tema para a agenda de pesquisa em finanças corporativas no Brasil.

REFERÊNCIAS

- Abor, J., & Bokpin, G.A. (2010). Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets. *Studies in Economics and Finance*, 27(3), 180-194. <https://doi.org/10.1108/10867371011060018>
- Aggarwal, R., & Kyaw, N. A. (2010). Capital structure, dividend policy, and multinationality: Theory versus empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 19(2), 140-150. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2010.01.001>
- Ahn, J. (2014). *Understanding trade finance: Theory and evidence from transaction-level data*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from US firms? *Journal of Financial Research*, 26(3), 371-387. <https://doi.org/10.1111/1475-6803.00064>
- Allen, F., & Michaely, R. (1995). Dividend policy. In R. A. Jarrow, V. Maksimovic, & W. T. Ziemba (Eds), *Handbooks in operations research and management science: Finance* (Vol. 9, pp. 793-837). Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S0927-0507\(05\)80069-6](https://doi.org/10.1016/S0927-0507(05)80069-6)
- Almeida, L. A. G., Pereira, E. T., & Tavares, F. O. (2014). Determinantes da política de dividendos em Portugal. *Revista Universo Contábil*, 10(4), 162-181. <https://doi.org/10.4270/ruc.2014435>
- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22(1), 77-88. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2012.02.004>
- Al-Najjar, B., & Belghitar, Y. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and Decision Economics*, 32(4), 231-41. <https://doi.org/10.1002/mde.1529>
- Amberg, N., Jacobson, T., von Schedvin, E., & Townsend R. (2021). Curbing shocks to corporate liquidity: The Role of trade credit. *Journal of Political Economy*, 129 (1), 182-242. <https://doi.org/10.1086/711403>
- ANBIMA. (2022). 25 anos do ranking de mercado de capitais da ANBIMA. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/44/46/A9/42/617158103F642158882BA2A8/Rankings%2025%20anos%20MK.pdf>
- B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. (2025). Relatório anual 2024. <https://ri.b3.com.br/Download.aspx?Arquivo=p2eyVID/xweAsD43Da3YHA==>
- Bae, K., Stulz, R. M., & Tan. H. (2008). Do local analysts know more? A cross-country study of the performance of local analysts and foreign analysts. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 581-606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.004>

- Bajaher, M., & Shatari, F. A. (2022). Does the stock liquidity drive the trade credit of publicly listed firms in Saudi Arabia? *International Journal of Emerging Markets*, 19(2), 456-474. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-05-2021-0692>
- Baker, H. K., & Weigand, R. A. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126-144. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0077>
- Baker, H. K., Chang, B., Dutta, S., & Saadi, S. (2013). Canadian corporate payout policy. *International Journal of Managerial Finance*, 9(3), 164-184. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2012-0040>
- Baker, H. K., Singleton, J. C., & Veit, E. T. (2011). *Survey research in corporate finance: Bridging the gap between theory and practice*. New York, NY: Oxford University Press.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2005). A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>
- Barros, L. A. B. C., Castro Júnior, F. H. F., Silveira, A. D. M., & Bergmann, D. R. (2010). A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: Principais problemas e formas de mitigação. *SSRN Eletronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1593187>
- Becker, B., Ivkovic, Z. & Weisbenner, S. (2011). Local dividend clienteles. *The Journal of Finance*, 66(2), 655-684. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01645.x>
- Bhatia, P., Sivasankaran, N., & Chattopadhyay, S. (2021). Does firms' working capital efficiency matter in dividend payout: Empirical evidence from India. *Vision: The Journal of Business Perspective*, 0(0), 1-14. <https://doi.org/10.1177/09722629211063542>
- Bhattacharya, N. (2007). Dividend policy: A review. *Managerial Finance*, 33(1), 4-13. <https://doi.org/10.1108/03074350710715773>
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand fallacy." *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5-8. <https://doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>
- Blazenko, G. W., & Vandezande, K. (2003). The product differentiation hypothesis for corporate trade credit. *Managerial and Decision Economics*, 24(6-7), 457-469. <https://doi.org/10.1002/mde.1113>
- Boisjoly, R. P., Conine, T. E., & McDonald, M. B. (2020). Working capital management: Financial and valuation impacts. *Journal of Business Research*, 108, 1-8. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.09.025>
- Booth, L., & Zhou, J. (2017). Dividend policy: A selective review of results from around the world. *Global Finance Journal*, 34, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.07.002>
- Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2003). *Principles of Corporate Finance* (7th ed.) McGraw-Hill.

- Cardoso, R. L., Souza, F. S. R. N., & Dantas, M. M. (2015). Impactos da adoção do IFRS na acumulação discricionária e na pesquisa de gerenciamento de resultados no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 65-84. <https://doi.org/10.4270/ruc.2015212>
- Carroll, S., & Neumann, R. (2022). The importance of international trade credit for industry investment. *Journal of Economics and Business*, 122. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2022.106082>
- Casey, E., & O'Toole, C. M. (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27, 173-193. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.05.001>
- Chod, J., Lyandres, E., & Yang, S. A. (2019). Trade credit and supplier competition. *Journal of Financial Economics*, 131(2), 484-505. <http://doi.org/10.2139/ssrn.2849641>
- Coval, J. D., & Moskowitz, T. J. (2001). The geography of investment: Informed trading and asset prices. *Journal of Political Economy*, 109(4), 811-841. <https://doi.org/10.1086/322088>
- Daniel, K., Garlappi, L., & Xiao, K. (2021). Monetary policy and reaching for income. *The Journal of Finance*, 76(3), 1145-1193. <https://doi.org/10.1111/jofi.13004>
- Del Gaudio, B. L., Porzio, C., & Verdoliva, V. (2018). Trade credit, SMEs and short-run survivorship: What we know and what we would like to know. *Qualitative Research in Financial Markets*, 10(4), 346-362. <https://doi.org/10.1108/QRFM-02-2018-0014>
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(3-4), 573-587. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>
- Demiroglu, C., James, C., Kizilaslan, A., 2012. Bank lending standards and access to lines of credit. *J. Money Credit Bank.* 44 (6), 1063-1089. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2012.00523.x>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650-659. <https://www.jstor.org/stable/1805130>
- Eduardsen, J., & Marinova, S. (2020). Internationalization and risk: Literature review, integrative framework, and research agenda. *International Business Review*, 29(3), 101688. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2020.101688>
- Emery, G. W. (1984). A pure financial explanation for trade credit. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(3), 271-285. <https://doi.org/10.2307/2331090>
- Engemann, M., Eck, K., & Schnitzer, M. (2014). Trade credits and bank credits in international trade: Substitutes or complements? *The World Economy*, 37(11), 1507-1540. <http://doi.org/10.1111/twec.12167>
- Fabbri, D., & Klapper, L. F. (2016). Bargaining power and trade credit. *Journal of Corporate Finance*, 41(C), 66-80. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.07.001>

Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)

Farooq, O., & Aktaruzzaman, K. (2020). Financial centers and dividend policy: Evidence from an emerging market. *Management Decision*, 58(6), 1149-1163. <https://doi.org/10.1108/MD-12-2017-1230>

Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). Manual de análise de dados (1 ed.). Elsevier.

Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C., (2000). Investment-cash flow sensitivities are useful: A comment on Kaplan and Zingales. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(2), 695-705. <https://doi.org/10.1162/003355300554773>

Fernandes, D. J. M., & Ribeiro, A. M. O. (2013). Fatores determinantes da política de distribuição de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras da Euronext Lisbon. *Estudos do ISCA*, (7), 1-12. <https://doi.org/10.34624/ei.v0i7.6031>

Fernández-López, R., Rodeiro-Pazos, D., & Rey-Ares, L. (2020). Effects of working capital management on firms' profitability: Evidence from cheese-producing firms. *Agribusiness*, 36, 770-791. <https://doi.org/10.1002/agr.21666>

Ferris, J. S. (1981). A transactions theory of trade credit use. *The Quarterly Journal of Economics*, 96(2), 243-270. <https://doi.org/10.2307/1882390>

Fisman, R., & Love, I. (2003). Trade credit, financial intermediary development, and industry growth. *The Journal of Finance*, 58(1), 353-374. <https://www.jstor.org/stable/3094490>

Flood, L. (1985). Using bootstrap to obtain standard errors of system tobit coefficients. *Economics Letters*, 19(4), 339-342. [https://doi.org/10.1016/0165-1765\(85\)90232-0](https://doi.org/10.1016/0165-1765(85)90232-0)

Fochezatto, A. (2010). Desenvolvimento regional: Novas abordagens para novos paradigmas produtivos. In: Conceição, O. A. C., Grando, M. Z., Teruchkin, S. U., & Faria, L. A. E. (Orgs.). *Três décadas de economia gaúcha: O ambiente regional* (160-192). Fundação de Economia e Estatística. <http://hdl.handle.net/10923/14353>

Forti, C. A. B., & Freitas, K. S. (2020). Relação entre os dividendos e a classificação de rating de empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(42), 120-137. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n42p120>

Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>

Francis, B. B., Hasan, I., John, K., & Song, L. (2011). Corporate governance and dividend payout policy: A test using antitakeover legislation. *Financial Management*, 40(1), 83-112. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01135.x>

- Frankel, R., Levy, H., & Shalev, R. (2017). Factors associated with the year-end decline in working capital. *Management Science*, 63(2), 438-458. <http://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2351>
- Gil, A. C., Garcia, C. C., Klink, J. J. (2004). Região, regionalismo e regionalidade. *Cadernos de Pesquisa*, 5(9). 9-20.
- Gil, A. C., Oliva, E. C., Novais, M. B. C., & Silva, E. C. (2013). Fundamentos científicos da gestão para o desenvolvimento da regionalidade. *Revista de Ciências da Administração*, 15(35), 68-81. <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2013v15n35p68>
- Gill, A. S., & Obradovich, J. D. (2012). Corporate governance, institutional ownership, and the decision to pay the amount of dividends: Evidence from USA. *International Research Journal of Finance and Economics*, (97), 60-71.
- Gill, A. S., Mand, H. S., Obradovich, J. D., & Mathur, N. (2019). The impact of working capital management on the decision of Indian production firms about the amount of dividends. *International Journal of Business and Globalization*, 22(3), 372-388. <http://doi.org/10.1504/IJBG.2019.099300>
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). Econometria básica (D. Durante, M. Rosemberg, M. L. G. L., Rosa Trans.). AMGH Editora Ltda. (Obra original publicada em 2008).
- Hair, J. F., Jr., William, B., Babin, B., & Anderson, R. E. (2009). Análise multivariada de dados (6a ed.). Bookman.
- Hartzmark, S. M., & Solomon, D. H. (2019). The dividend disconnect. *The Journal of Finance*, 74(5), 2153-2199. <https://doi.org/10.1111/jofi.12785>
- Huynh, T. X. T., Nguyen, T. T. H., & Nguyen, C. V. (2025). The impact of working capital management on the financial performance of listed enterprises: An empirical evidence from Vietnam. *Cogent Business & Management*, 12(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2025.2473033>
- International Chamber of Commerce, The World business organization. (2017). *Rethinking Trade & Finance*. <https://iccwbo.org/publication/2017-rethinking-trade-finance>
- Iquiapaza, R. A., Lamounier, W. M., & Amaral, H. F. (2008). Assimetric information and dividends payout at the Sao Paulo stock exchange (Bovespa). *Advances in Scientific and Applied Account*, (1)1, 1-14.
- Ivkovic, Z., & Weisbenner, S. (2005). Local does as local is: Information content of the geography of individual investors' common stock investments. *Journal of Finance*, 60(1), 267-306. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00730.x>
- Jaggi, B., & Tang, L. (2015). Geographic location of the firm and credit rating accuracy. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(2), 155-181. <https://doi.org/10.1177/0148558X15587989>

Jangphanish, K., Boonyanet, W., & Tongkong, S. (2025). Analyzing robust dividend payout policy with dynamic panel regression: Application of speed of adjustment to half-life. *PLoS ONE*, 20(1), 1-19. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0316478>

Jayarathne, T. A. N. R. (2014). Impact of working capital management on profitability: Evidence from listed companies in Sri Lanka. *Proceedings of the 3rd International Conference on Management and Economics*, 26-27, 269-274. <http://ir.lib.ruh.ac.lk/xmlui/handle/iruor/9605>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>

Jiang, H., & Sun, Z. (2020). Reaching for dividends. *Journal of Monetary Economics*, 115, 321-338. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.08.003>

John, K., Knyazeva, A., & Knyazeva, D. (2011). Does geography matter? Firm location and corporate payout policy. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 533-551. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.014>

Kamat, M. S., & Kamat, M. M. (2013). Economics reforms, determinants and stability of dividends in a dynamic setting. *Journal of Asia Business Studies*, 7(1), 5-30. <https://doi.org/10.1108/15587891311300990>

Kang, J., & Kim, J. (2008). The geography of block acquisitions. *The Journal of Finance*, 63(6), 2817-2858. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.891110>

Kedia, S., Panchapagesan, V., & Uysal, V. (2005). Geography and acquirer returns. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2), 256-275. <http://doi.org/10.2139/ssrn.871513>

Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2013). Working capital management and shareholders' wealth. *Review of Finance*, 17(5), 1827-1852. <https://doi.org/10.1093/rof/rfs043>

Kim Y. H., & Chung K. H. (1990). An integrated evaluation of investment in inventory and credit: A cash flow approach. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17(3), 381-389. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1990.tb01192.x>

La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>

Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1), 1-12. <https://ssrn.com/abstract=931591>

- Lee, H.-H., Zhou, J., & Wang, J. (2017). Trade credit financing under competition and its impact on firm performance in supply chains. *Manufacturing & Service Operations Management*, 20(1), 36-52. <https://doi.org/10.1287/msom.2017.0640>
- Li, K., & Zhao, X. (2007). Asymmetric information and dividend policy. *Financial Management*, 37(4), 673-694. <https://doi.org/10.2139/ssrn.960974>
- Li, Y., Zhou, M., Du, Y., & Zhao, W. (2018). Legal system and trade credit: Evidence from emerging economies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(10), 2207-2224. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1460271>
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Long, M. S., Malitz, I. B., & Ravid, S. A. (1993). Trade credit, quality guarantees, and product marketability. *Financial Management*, 22 (4), 117-127. <https://doi.org/10.2307/3665582>
- Lorencini, F. D., & Costa, F. M. (2012). Escolhas contábeis no Brasil: Identificação das características das companhias que optaram pela manutenção versus baixa dos saldos do ativo diferido. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 23 (58), 52-64. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772012000100004>
- Lozano, M. B., & Caltabiano, S. (2014). Cross institutional cash and dividend policies: Focusing on Brazilian firms. *Applied Economics*, 47(3), 239-254. <http://doi.org/10.1080/00036846.2014.967516>
- Malloy, C. (2005). The geography of equity analysis. *Journal of Finance*, 60, 719-755 <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00744.x>.
- Medeiros, D. S., & Sposito, E. S. (2005). A territorialização do sistema bancário na metrópole paulistana. *GEOUSP – Espaço e Tempo*, 17, 121-132.
- Meneghetti, F. K. (2011). O que é um ensaio-teórico? *Revista de Administração Contemporânea*, 15, 320-332. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552011000200010>
- Mian, A. (2006). Distance constraints: The limits of foreign lending in poor economies. *The Journal of Finance*, 61(3), 1465-1505. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00878.x>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <http://doi.org/10.1086/294442>
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051. <https://doi.org/10.2307/2328393>
- Nadiri, M. I. (1969). The determinants of trade credit in the US total manufacturing sector. *Econometrica*, 37(3), 408-423. <http://doi.org/10.2307/1912790>
- Nam, H., & Uchida, K. (2019). Accounts payable and firm value: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 102, 116-137. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.03.010>

- Naumann-Etienne, R. (1974). A framework for financial decisions in multinational corporation-summary of recent research. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(5), 859-874. <https://doi.org/10.2307/2329683>
- Ng, C. K., Smith, J. K., & Smith, R. L. (2002). Evidence on the determinants of credit terms used in interfirm trade. *The Journal of Finance*, 54(3), 1109-1129. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00138>
- Palombini, N. V. N., & Nakamura, W. T. (2012). Key factors in working capital management in the Brazilian market. *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 55-69. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902012000100005>
- Pattnaik, D., Kumar, S., & Vashishtha, A. (2020). Research on trade credit – a systematic review and bibliometric analysis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 12(4), 367-390. <https://doi.org/10.1108/QRFM-09-2019-0103>
- Petersen, M. A., & Rajan, G. R. (2002). Does distance still matter: The information revolution in small business lending. *The Journal of Finance*, 57(6), 2533-2570. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00505>
- Petersen, M., & Rajan, R. (1997). Trade credit: Theories and evidence. *The Review of Financial Studies*, 10(3), 661-691. <https://doi.org/10.1093/rfs/10.3.661>
- Pettinati, A. (2012). Regionalidade e Organizações - Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de São Caetano do Sul, Página & Letras, 2012, 250p. *Gestão & Regionalidade*, 28(83), 129-130. <https://doi.org/10.13037/gr.vol28n83.1772>
- Pinto, G., Rastogi, S., Kadam, S., & Sharma, A. (2020). Bibliometric study on dividend policy. *Qualitative Research in Financial Markets*, 12(1), 72-95. <https://doi.org/10.1108/QRFM-11-2018-0118>
- Prasad, P., Narayanasamy, S., Paul, S., & Chattopadhyay, S. (2019). Review of literature on working capital management and future research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 33(3), 827-861. <https://doi.org/10.1111/joes.12299>
- Prazeres, R. V. D., & Lagioia, U. C. T. (2020). Uma análise dos efeitos da suavização de dividendos sobre a relevância da informação contábil no Brasil. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 19(1), 1-18. <https://doi.org/10.16930/2237-766220203004>
- Prazeres, R. V. D., Araújo, J. G., & Lagioia, U. C. T. (2021). Suavização de dividendos no Brasil: Uma verificação dos efeitos resultado e substituição. *Enfoque Reflexão Contábil*, 40(1), 49-55. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v40i1.48808>
- Raheman, A., & Nasr, M. (2007). Working capital management and profitability – case of Pakistani firms. *International Review of Business Research Papers*, 3(1), 279-300. <https://www.researchgate.net/publication/228727444>

- Raza, H., Ramakrishnan, S. Gillani, S. M. A. H., & Ahmad, H. (2018). The effect of dividend policy on share price: A conceptual review. *International Journal of Engineering & Technology*, 7(4.28), 34-39. <https://doi.org/10.14419/ijet.v7i4.28.22386>
- Ren, T., Liu, N., Yang, H., Xiao, Y., & Hu, Y. (2019). Working capital management and firm performance in China. *Asian Review of Accounting*, 27(4), 546-562. <https://doi.org/10.1108/ARA-04-2018-0099>
- Rezaei, M., & Pourali, M. R. (2015). The relationship between working capital management components and profitability: Evidence from Iran. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*. 4(1), 342-351.
- Richards, V. D., & Laughlin, E. J. (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. *Financial Management*, 32-38. <https://doi.org/10.2307/3665310>
- Rodrigues, D. R., Fodra, M., Ribeiro, K. D. S., & Cruz, A. D. (2019). Determinantes da distribuição de dividendos no Brasil: Uma análise entre flexibilidade financeira e política de distribuição de resultados. *Contabilidade Vista & Revista*, 30(2), 84-112. <https://doi.org/10.22561/cvr.v30i2.4800>
- Ruppert, D. (2014). *Trimming and winsorization*. Wiley StatsRef: Statistics Reference Online. <https://doi.org/10.1002/9781118445112.stat01887>
- Santana, M., & Souza, R. (2021). Aglomerações de empresas: Percepções teóricas sobre o desenvolvimento de regiões. *Revista de Administração IMED*, 11(2), 132-152. <https://doi.org/10.18256/2237-7956.2021.v11i2.4218>
- Santos Jhunior, R. O., Abib, G., & Stocker, F. (2021). Risk perception in the internationalization of Brazilian companies: An analysis in different entry modes. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 12(1), 106-130. <https://doi.org/10.15388/omee.2021.12.50>
- Schwartz, R.A. (1974). An economic model of trade credit. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(4), 643-657. <https://doi.org/10.2307/2329765>
- Seifert, D., Seifert, R.W., & Protopappa-Sieke, M. (2013). A review of trade credit literature: Opportunities for research in operations. *European Journal of Operational Research*, 231(2), 245-256. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2013.03.016>
- Sheng, H. H., & Pereira, V. S. (2014). Effects of internationalization on ownership structure: Evidence from Latin American firms. *Brazilian Administration Review*, 11(3), 323-339. <http://doi.org/10.1590/1807-7692bar2014353>
- Silva, J. C. G., & Brito, R. D. (2005). Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. *Estudos Econômicos*, 35(1), 37-79. <https://doi.org/10.1590/S0101-41612005000100002>
- Silva, A. F., Oliveira, R. S., & Ribeiro, K. C. S. (2019). Política de dividendos e desempenho econômico financeiro: Um estudo nas companhias do Estado de Minas Gerais. *Revista Mineira de Contabilidade*, 20(3), 77-89. <https://doi.org/10.21714/2446-9114RMC2019v20n3t06>

- Soares, S. V., Picolli, I. R. A., & Casagrande, J. L. (2018). Pesquisa bibliográfica, pesquisa bibliométrica, artigo de revisão e ensaio teórico em administração e contabilidade. *Administração: Ensino e Pesquisa*, 19(2), 308-339. <https://doi.org/10.13058/raep.2018.v19n2.970>
- Tobin J. (1958). Estimation of relationships for limited dependent variables. *Econometrica*, 26(1), 24-36. <https://doi.org/10.2307/1907382>
- Toorn, F. B. V. (1986). International trade credit and exchange rates: A survey among Dutch firms. *De Economist*, 134(4), 492-496. <https://doi.org/10.1007/BF01423608>
- Ucar, E. (2015). Local culture and dividends. *Financial Management*, 45(1), 105-140. <https://doi.org/10.1111/fima.12118>
- Ukaegbu, B. (2014). The significance of working capital management in determining firm profitability: Evidence from developing economies in Africa. *Research in International Business and Finance*, 31, 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.11.005>
- Wan, K. (2014). Incentive contracts are not rigged by powerful CEOs. *Critical Finance Review*, 3(1), 99-152. <https://doi.org/10.1561/104.000000016>
- Wilner, B. S. (2000). The exploitation of relationships in financial distress: The case of trade credit. *The Journal of Finance*, 55(1), 153-178. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00203>
- Wilson, N., & Summers, B. (2003). Trade credit terms offered by small firms: Survey evidence and empirical analysis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(3/4), 317-351. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00434>
- Wirama, D.G., Krisnadewi, K.A., Artini, L.G.S. & Ardiana, P.A. (2024). Dividend policy and residual dividend theory: Evidence from Indonesia. *Asian Journal of Accounting Research*, 9(3), 201-216. <https://doi.org/10.1108/AJAR-10-2023-0347>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- Wright, F. W., Madura, J., & Wiant, K. J. (2002). The differential effects of agency costs on multinational corporations. *Applied Financial Economics*, 12(5), 347-359. <https://doi.org/10.1080/09603100210124984>
- Xu, D., Gan, C., Li, Z., & Wang, P. (2021). Earnings, working capital and dividend payout: Evidence from the London stock exchange. *Annals of Economics and Finance*, 22(2), 421-449.
- Yao, S., Zhang, W., & Lin, C. (2019). Firm location and corporate dividend policy: Evidence from China. *Applied Economics*, 51(58), 6213-6234. <https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1613511>
- Yazdanfar, D. & Öhman, P. (2016). The impact of trade credit use on firm profitability: Empirical evidence from Sweden. *Journal of Advances in Management Research*, 13(2), 116-129. <https://doi.org/10.1108/JAMR-09-2015-0067>

Yilmaz, I., & Nobanee, H. (2023). The nexus between cash conversion cycle and operating performance: Novel evidence from MENA region. *International Journal of Emerging Markets*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2023-0310>

Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88-99. <https://doi.org/10.1108/RIBS-02-2014-0030>

Zhang, R. (2020). Trade credit, cash holdings and product market competition. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 78, 132-146. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.01.006>