



REUNIR:
**Revista de Administração,
 Ciências Contábeis e
 Sustentabilidade**
www.reunir.revistas.ufcg.edu.br

ARTIGO ORIGINAL¹

Relação entre a estrutura de capital e a política de dividendos nas empresas brasileiras que negociam American Depositary Receipts (ADR's)

Relationship between capital structure and the dividend policy in brazilian companies dealing in American Depositary Receipts (ADRs)

Relación entre estructura de capital y política de dividendos en empresas brasileñas que negocian American Depositary Receipts (ADRs)

Bianca de Oliveira Gonçalves², Arthur Frederico Lerner³ & Romina Batista de Lucena de Souza⁴

PALAVRAS-CHAVE

Estrutura de capital.
 Política de dividendos.
 Empresas brasileiras.

Resumo: O objetivo desse estudo é verificar a relação entre a estrutura de capital e a política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras que negociam *American Depositary Receipts* (ADR's) na *New York Stock Exchange* (NYSE), no período de 2015 a 2018. Quanto aos procedimentos metodológicos, este estudo é classificado como descritivo, documental e quantitativo, realizado por meio da Regressão Linear Múltipla. A variável dependente foi Dividendos e as independentes foram Endividamento, Lucratividade, Retorno sobre o Ativo, Liquidez e Tamanho da empresa. Os dados foram coletados na base de dados Economática®, organizados em planilha Excel® e depois exportados para o software Gretl. Tais dados foram submetidos a testes de heteroscedasticidade, normalidade e multicolinearidade. Foi realizada estatística descritiva das variáveis e sua matriz de correlação antes de apresentar os resultados da regressão. Os resultados evidenciaram que dentre as cinco variáveis selecionadas apenas Endividamento e Lucratividade obtiveram resultados significantes, sendo estes determinantes para a decisão das empresas em distribuir dividendos ao nível de 5% e 1%, respectivamente. O resultado dessas duas variáveis corrobora com a literatura, a qual revela que empresas menos endividadas e mais lucrativas são capazes de retornar valores maiores a seus acionistas em forma de dividendos. Os resultados das demais variáveis não coincidiram com a literatura, mas não apresentaram significância. Este estudo contribui ao debate acadêmico e para os investidores que possuem interesse em aplicar seu capital nas empresas estudadas, visto que poderão tomar melhores decisões observando as variáveis aqui analisadas.

KEYWORDS

Capital structure.
 Dividend policy.
 Brazilian companies.

Abstract: The purpose of this study is to verify the relationship between the capital structure and the dividend distribution policy of brazilian companies that trade American Depositary Receipts (ADRs) on the New York Stock Exchange (NYSE), from 2015 to 2018. As for methodological procedures, this study is classified as descriptive, documentary and quantitative by means of Multiple Linear Regression. The dependent variable was Dividends and the independent variables were Debt, Profitability, Return on Assets, Liquidity and Company Size. Data were extracted in the Economática® database,

¹ Organização Responsável pela editoração: Universidade Federal de Campina Grande

² Universidade Federal do Rio Grande do Sul, e-mail: goncalves.bianca@hotmail.com

³ Universidade Federal do Rio Grande do Sul, e-mail: arthurlerner_@hotmail.com

⁴ Universidade Federal do Rio Grande do Sul, e-mail: rominabs@gmail.com

organized in Excel® and then exported to Gretl software. These data were submitted to heteroscedasticity, normality and multicollinearity tests. Descriptive statistics of the variables and their correlation matrix were performed before presenting the regression results. The results showed that among the five selected variables only Debt and Profitability obtained significant results, which are determinants for the companies' decision to distribute dividends at the level of 5% and 1%, respectively. The result of these two variables corroborates the literature, which reveals that less indebted and more profitable companies are able to return larger amounts to their shareholders in the form of dividends. The results of the other variables did not coincide with the literature, but were not significant. This study contributes to academic literature and for investors who are interested in investing their capital in the companies studied, as they can make better decisions by observing the variables analyzed in this study.

PALABRAS CLAVE

Estructura de capital.
Política de dividendos.
Empresas brasileñas.

Resumen: El objetivo de este estudio es verificar la relación entre la estructura de capital y la política de distribución de dividendos de las empresas brasileñas que negocian American Depositary Receipts (ADR) en la Bolsa de Nueva York (NYSE), de 2015 a 2018. En cuanto a los procedimientos metodológicos, este estudio se clasifica en términos descriptivos, documental y cuantitativo, siendo realizado mediante Regresión Lineal Múltiple. La variable dependiente fue Dividendos y las independientes Deuda, Rentabilidad, Rentabilidad del Activo, Liquidez y Tamaño de la empresa. Los datos se recopilaban con base en datos de Económica, siendo organizados en una hoja de cálculo de Excel, para luego ser exportados al software Gretl. Dichos datos fueron sometidos a pruebas de heterocedasticidad, normalidad y multicolinealidad. Fue aplicada la estadística descriptiva de las variables y su matriz de correlación antes de que fuesen presentados los resultados de la regresión. Los resultados demostraron que, entre las cinco variables seleccionadas, solo Deuda y Rentabilidad obtuvieron resultados significativos, siendo estos decisivos para la decisión de las empresas de distribuir dividendos al nivel del 5% y 1%, respectivamente. El resultado de esas dos variables corroboró la literatura que ha revelado como las empresas menos endeudadas y más rentables son capaces de devolver valores más altos a sus accionistas en forma de dividendos. Aunque los resultados del resto de las variables no coincidieron con la literatura, tampoco fueron significativos. Este estudio contribuye al debate académico y a los inversores interesados en colocar su capital en las empresas estudiadas, ya que la observación de las variables que aquí han sido analizadas les permitirá tomar mejores decisiones.

Introdução

A política de dividendos é assunto importante nas finanças empresariais. No Brasil, essa saída de dinheiro deve estar prevista no estatuto da empresa ou ser matéria de decisão da assembleia geral ordinária. No caso de o estatuto ser omissivo quanto a isso, a Lei Nº 6.404/76, denominada Lei das Sociedades Anônimas, determina o percentual mínimo de 25% do lucro que deve ter seus dividendos distribuídos (Ross, Westerfeld, Jordan, & Lamb, 2007). A legislação brasileira prevê que os acionistas têm direito ao recebimento de dividendos, ou seja, uma parcela do lucro líquido da empresa.

Um entendimento maior sobre as decisões de política de dividendos pode ajudar a compreender outras questões financeiras das companhias, considerando que o volume de dividendos distribuído pode influenciar a alavancagem, o volume de investimentos e de caixa disponíveis. Esses temas formam os três pilares das decisões mais importantes em finanças corporativas (Forti, Peixoto, & Alves, 2015).

Estudos sobre política de dividendos e seus fatores determinantes não são recentes. Entretanto, divergências ocorreram desde as primeiras pesquisas nessa temática, apresentando, para alguns, uma relação de relevância (Lintner, 1962; Gordon, 1963) enquanto que para outros a relação com o valor da empresa é irrelevante (Miller, & Modigliani, 1961). Percebe-se, então, que desde os primeiros estudos datados da década de 1960, a literatura do tema política de dividendos (englobando diversas teorias como da agência, sinalização, e do “pássaro na mão”) ainda não formulou uma conclusão quanto aos fatores que determinam as decisões relativas quanto à distribuição de dividendos (Simon, 2018).

Assim como para a política de dividendos, Miller e Modigliani (1958, 1963) também defendem igualmente a irrelevância da estrutura de capital para explicar o valor das empresas. No caso dos estudos sobre estrutura de capital, diferentes teorias também contrapõem e demonstram que, pelo contrário, a relação é relevante - como no caso do *trade-off*, da agência e do *pecking order* (Futema, Basso, & Kayo, 2009).

A análise conjunta desses dois temas - dividendos e estrutura de capital - foi realizada inicialmente apenas em 2002, por Fama e French, que realizaram testes das previsões das teorias de *trade-off* e *pecking order*. Na realidade brasileira, entretanto, é necessário adaptar esses estudos. Os fatos da tributação sobre o lucro e da existência dos Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) como forma alternativa para a distribuição dos lucros, pode tornar inválidos argumentos dos estudos americanos e torna necessário o estudo dessa relação no contexto brasileiro.

Na medida em que grande parte dos investidores da B3 é estrangeira, as empresas brasileiras que negociam na *New York Stock Exchange* (NYSE) ficam melhores expostas ao mercado de negociação, sendo elas obrigadas a divulgar suas informações. Além disso, para emitirem *American Depositary Receipts* (ADR's) e negociarem na NYSE, é necessário que essas empresas emitam o Relatório 20-F, no qual é obrigatória a exposição da política de dividendos.

Com base no exposto, esta pesquisa busca responder a

seguinte questão: Qual a relação que a estrutura de capital exerce sobre a distribuição de dividendos das empresas brasileiras que negociam *American Depositary Receipts* (ADR's) na *New York Stock Exchange* (NYSE)? O objetivo geral é, portanto, verificar a relação entre a estrutura de capital e a política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras que negociam *American Depositary Receipts* (ADR's) na *New York Stock Exchange* (NYSE).

O mercado brasileiro possui características peculiares que justificam a necessidade de estudos dessa temática nas empresas nacionais: incentivo aos dividendos, tributação sobre os lucros e existência do Juro sobre o Capital Próprio (Weber, & Procianny, 2009). A primeira se dá pela regulação de percentual mínimo através da legislação, além da isenção fiscal. Os JSCP podem ser reduzidos do valor do dividendo mínimo obrigatório e reduzir a base de cálculo do Imposto de Renda devido pela empresa. No recebimento pelo investidor, no entanto, também é tributada a alíquota de 15%, assim como os ganhos de capital. Considera-se também a ainda escassez de estudos que tratam da relação entre estrutura de capital e política de dividendos, principalmente tendo como objeto a realidade nacional.

A escolha das empresas brasileiras que emitem ADR's serem objeto de estudo desse trabalho foi em razão de estarem abertas não somente no mercado nacional e, também, por serem obrigadas a divulgar suas informações. Dessa forma, o presente estudo é de interesse não apenas da classe contábil como também para investidores e demais partes relacionadas das empresas.

Elementos teóricos da pesquisa

Teorias de Estrutura de Capital

foi uma das correntes teóricas estudadas por Myers (1984) para definição de estrutura de capital. De acordo com o autor, tal teoria defende que as empresas possuem um ponto ótimo de endividamento que, caso se afaste, os gestores emitirão ações ou adquirirão dívidas para equacionar esse endividamento, retornando ao equilíbrio. Assim, busca explicar a harmonia da utilização de capitais próprios e de terceiros, entre benefícios e custos relacionados com a utilização de capital de terceiros, analisando o intercâmbio entre pontos positivos e negativos. Por essa teoria, as empresas devem buscar uma estrutura de capital ótima que maximize os benefícios, mas reduza os custos de endividamento.

De acordo com David, Nakamura e Bastos (2009, p. 136), “o principal benefício da dívida em relação ao patrimônio líquido para a empresa é tributário: as despesas com juros são dedutíveis dos impostos, enquanto os fluxos de caixa do patrimônio líquido (dividendos) não são. Esse benefício aumenta com a alíquota de impostos da entidade que assume a dívida”. Outro benefício é a disciplina que causa nos administradores para escolha de projetos, já que, ainda de acordo com esses autores, “maus investimentos podem impedir o pagamento de juros e do principal”.

Outra teoria estudada por Myers (1984) é a do *pecking order*, que defende a existência de uma hierarquia na

decisão de financiamento das organizações. Não há meta de endividamento, mas há preferência por um tipo de recurso próprio, seguindo uma hierarquia de preferência. As firmas, então, “financiam seus investimentos seguindo uma ordem hierárquica de recursos: recursos próprios, títulos sem risco, títulos arriscados e, por último, emissão de novas ações” (David, Nakamura, & Bastos, 2009, p. 137).

Essa teoria é baseada na assimetria de informação entre gestores e investidores. Além disso, sustenta que empresas mais lucrativas podem financiar seus novos projetos sem endividamentos.

Políticas de Distribuição de Dividendos

A Teoria da irrelevância dos dividendos é apoiada na hipótese de Miller e Modigliani (1961). Tais autores argumentaram que o valor da empresa não dependia da política de dividendos ou de financiamento adotados, mas sim das oportunidades de investimentos que gerariam valor de fato. Dessa forma, para os acionistas, seria indiferente receberem os dividendos ou terem os seus rendimentos reinvestidos, pois os ganhos futuros corrigidos seriam equivalentes ao valor presente dos dividendos.

Ainda segundo Miller e Modigliani, os investidores calculavam o valor das empresas baseados no valor capitalizado de ganhos futuros. Tal fato não seria abalado pelo pagamento de dividendos ou como as empresas estabeleceriam sua política de dividendos. Ou seja, a política de investimentos e o retorno por seus ativos exercem influência no valor das companhias e a política de dividendos não.

As presunções dos autores se baseiam sob a perspectiva de um mercado perfeito, no qual inexistem risco, impostos, custo de transação e demais imperfeições do mercado, tais como os investidores terem comportamento racional e inexistência de assimetria de informação. Ainda que as restrições levantadas nesse cenário hipotético de mercado perfeito não sejam condizentes com a realidade, o modelo teórico da irrelevância de dividendos foi fundamental para discussões relevantes e desenvolvimento de pesquisas nessa área, que em sua maioria contrariam essa hipótese, evidenciando que as decisões sobre a política de dividendos das companhias têm efeito no valor das suas ações (Simon, 2018).

Contrapondo à Teoria da irrelevância dos dividendos e elencando diversas imperfeições do mercado (existência de tributação e de custos de transação, assimetria informacional, etc.), Lintner (1962) e Gordon (1963) desenvolveram a teoria da relevância dos dividendos, considerada a mais antiga das abordagens. Diferente da teoria anteriormente abordada, a de relevância é proposta em um mercado de incertezas e informações imperfeitas, onde o investidor prefere os dividendos às incertezas de ganho. Por consequência, o aumento no pagamento de dividendos poderia, então, estar sim associado ao aumento do valor da empresa, por reduzir incertezas futuras. Lintner (1956) divide os estudos em duas fases: a primeira envolvendo entrevistas com 28 executivos (CEO's) de grandes empresas americanas e a segunda, fase empírica

em que utilizou dados em painel das empresas citadas avaliando o comportamento de seus dividendos através de modelos econométricos.

Gordon (1959) estudou a relação dos dividendos e dos ganhos de capital com o preço das ações de companhias em quatro setores diferentes - farmacêutico, alimentício, aço, e máquinas de ferramentas - no período de dois anos e com isso reconheceu a importância da política dos dividendos para os investidores, salientando a sua relevância. Em estudos de 1963, o mesmo autor apresentou como principal justificativa para a relevância da política de dividendos a aversão dos investidores quanto à incerteza de um recebimento futuro, o que ficou conhecido como a teoria do “pássaro na mão” (preferência por receber o dividendo o quanto antes, ou seja, mais vale um pássaro na mão do que dois voando), desenvolvida pelo referido autor, em conjunto com Lintner (1962). Simon (2018) observou que, nos estudos brasileiros sobre o tema, a maioria das evidências relatadas está associada à teoria de relevância dos dividendos. Como desdobramento das teorias clássicas sobre política de dividendos, outras discussões que envolvem esta e estrutura de capital, foram sendo desenvolvidas e aprimoradas, merecendo aqui destaque: teoria de agência, teoria da sinalização e assimetria informacional.

Teoria da Agência e Fluxo de Caixa Livre

Jensen e Meckling (1976) demonstraram matematicamente, em artigo seminal, a existência de custos de agência decorrentes dos conflitos entre acionistas e executivos, assim como entre acionistas e credores. Uma relação de agência é definida como uma relação contratual sob o qual uma ou mais pessoas (principal) delegam à outra pessoa (agente) a tomada de decisões. Cada stakeholder (gestores, acionistas, credores) tem interesse diferente, o que pode levá-los a ações que visem o interesse próprio, ainda que seja prejudicial à empresa e/ou aos demais.

Segundo essa teoria, para reduzir o fluxo de caixa livre disponível aos gestores, os acionistas deveriam incentivar a distribuição de recursos disponíveis. O pagamento de dividendos seria uma forma de alinhar os interesses e apaziguar o conflito entre acionistas e gestores, pela redução de fundos disponíveis a esses últimos.

Segundo Galvão (2015, p. 31) “problemas de agência relacionados ao caixa da empresa podem ocorrer quando há valores em dinheiro altos e houver possibilidade dos gestores gastarem esse dinheiro imprudentemente, resultando no problema de fluxo de caixa livre, discutido inicialmente por Jensen e Meckling (1976), Easterbrook (1984) e Jensen (1986)”. Os resultados encontrados na literatura internacional e brasileira apresentam diferenças, tais como apontadas por Martins e Fama (2012). Por um lado, na literatura internacional, há evidências que empresas com baixas oportunidades de investimento e com fluxo de caixa livre tendem a incorrer com custos de agência maiores. Assim, o pagamento de dividendos atua como uma forma de reduzir o conflito de agência, visto que diminui os recursos à disposição dos gestores. Já os estudos

brasileiros analisados pelos autores apontam que, no país, o maior conflito é o entre acionista controlador e minoritário (diferente da literatura internacional, que aponta como sendo o que ocorre entre acionista e gestores). Tal fato tem a pulverização da estrutura de propriedade, no Brasil, apontada como razão.

Isso ocorre pela existência, no Brasil, de duas classes distintas de ações: com e sem voto, sendo essa última com alto número de ações emitidas. Como consequência disso, grande parte dos acionistas tem direito na distribuição de resultados, mas sem a possibilidade de interferir na política de distribuição destes. A gestão e distribuição de resultados é responsabilidade dos controladores, que não obrigatoriamente têm a maioria das ações - mas a maioria das ações votantes possibilita a interferência deles na gestão.

Tal teoria se baseia na existência de uma informação sinalizada pela política de dividendos utilizada pela empresa. Diferente do mercado perfeito de Miller e Modigliani, uma das imperfeições nas empresas é a assimetria de informações. Ainda que seus estudos sejam em um mercado perfeito, Miller e Modigliani (1961) “destacaram o papel dos dividendos como conteúdo informacional, reconhecendo a sua importância como sinalizadores de mudanças na expectativa de resultados das companhias” (Simon, 2018, p. 19). Anteriormente, Lintner (1956) já havia indicado como premissa a relutância dos gestores em alterar a política de dividendos, em razão da sinalização implícita dessa alteração aos investidores.

Segundo Bhattacharya (1979) os investidores externos têm informações imperfeitas sobre a rentabilidade das empresas e os dividendos são sinalizadores da geração dos fluxos de caixas futuros. A gerência, por estar envolvida no cotidiano da empresa, tem informações mais privilegiadas sobre a situação financeira da organização, se comparada com os acionistas.

Assim, de acordo com a teoria da sinalização, os gestores podem utilizar tanto a estrutura de capital como os dividendos como uma sinalização sobre as perspectivas futuras da empresa. O aumento na distribuição de dividendos seria uma sinalização de expectativa de um cenário positivo quanto aos lucros futuros da empresa, trazendo ao contrário: reduções ou cortes dos dividendos podem ser interpretados como uma perspectiva de baixa rentabilidade da corporação, resultando na diminuição dos preços das ações.

American Depositary Receipts (ADR's)

Para que empresas estrangeiras comercializem seus títulos no mercado norte americano é necessário que convertam suas ações em ADR's, recibos de depósito americano. Esses certificados, negociáveis nos Estados Unidos, representam uma ou mais ações de uma companhia não americana, cotados em dólar e emitidos por um banco comercial norte americano (Bruni, 2002).

Os ADR's são classificados em quatro diferentes níveis, conforme suas características quanto à transparência da informação, forma de negociação e adequação às

exigências da *Securities and Exchange Commission* (SEC - Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos da América) e dos *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAPs). Os quatro níveis são: I, II, III e 144-A.

Os ADR's de nível I são negociados no mercado de balcão, não no sistema de bolsa de valores e por isso não precisam de registro na SEC. Sua emissão ocorre com base em ações já existentes - logo, não há captação efetiva de novos recursos. Outro nível sem captação efetiva de recursos é o nível II. Entretanto, os ADR's são listados e negociados em bolsa de valores e consequentemente precisam atender aos regulamentos quanto ao registro na SEC e adequação das demonstrações contábeis aos US GAAPs. No nível III, trata-se de uma efetiva oferta pública, havendo a subscrição pública de novas ações no mercado americano e deve atender aos regulamentos quanto ao registro na SEC e adequação das demonstrações contábeis aos US GAAPs assim como o nível anterior. O nível 144 considera a norma estabelecida em 1990, que autoriza a companhia a negociar junto a investidores institucionais sofisticados (*Qualified International Buyers* - QIBs), classifica-se como emissão privada (Bruni, 2002).

Estudos Relacionados

A análise conjunta de dividendos e estrutura de capital é tema recente, sendo realizada inicialmente apenas em 2002, por Fama e French, que realizaram testes das previsões das teorias de *pecking order*. No Brasil, o primeiro estudo localizado é de Brito e Silva (2003), com objetivo de testar as previsões dessas teorias sobre dividendos e dívida. Como resultados mostraram a confirmação de que as firmas mais lucrativas e que menos investem são as menos endividadas, favorecendo a *pecking order* contra *trade-off*.

Em 2007, o estudo de Futema, Basso e Kayo objetivou, a partir do modelo proposto por Fama e French (2002), analisar as relações conjuntas da estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio das empresas brasileiras no período entre 1995 a 2004. Os resultados foram comparados com as previsões estabelecidas pelas teorias de *trade-off* estática e *pecking order* e confirmaram boa parte das previsões das teorias, como o fato da lucratividade ser a variável explicativa de maior peso e influência tanto para a distribuição de lucros como para a alavancagem.

Com análises pouco mais recentes (entre os anos de 2000 e 2006), David, Nakamura e Bastos (2009) objetivaram testar as previsões das teorias de *trade-off* e *pecking order* sobre *payout* e endividamento, possibilitando verificar empiricamente as previsões desses dois modelos para essas duas variáveis. O estudo teve resultados semelhantes aos anteriores, confirmando o *pecking order* ao verificar a lucratividade como fator relevante na determinação da política de dividendos. Além disso, os “resultados indicam que o *payout* é negativamente relacionado com as oportunidades de investimento e que os dividendos não sofrem variação de curto prazo para acomodar os investimentos, conforme defende a teoria do *pecking*

order”.

Utilizando dados entre os anos 1995 a 2011, Forti, Peixoto e Alves (2015) buscaram determinar os fatores que determinam a política de distribuição de proventos nas empresas brasileiras. Como resultado, teve tamanho, ROA, *Market to Book*, liquidez e crescimento dos lucros como variáveis significantes e positivas, enquanto que as negativas foram as variáveis *leverage*, liquidez elevada ao quadrado, *Capex*, Beta e *Tag Along* 100%.

Marneca (2015) teve como objetivo de seu estudo investigar a influência do endividamento e dos impostos sobre a política de dividendos de 30 empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*, no período entre 2006 e 2013. Como resultado, o endividamento apareceu como uma relação negativa na distribuição de dividendos, enquanto que o retorno sobre o ativo (ROA) e o retorno sobre o capital próprio (ROE) apresentaram influenciar de forma positiva na distribuição de dividendos.

Com foco na flexibilidade financeira, Rodrigues (2018) desenvolveu dois estudos independentes: um sob enfoque da estrutura de capital e outro na distribuição de resultados. Como resultado, constatou que as empresas reduzem os níveis de endividamento como forma de assegurar flexibilidade financeira. No primeiro estudo, a relação entre tamanho e endividamento mostrou-se positiva, ao contrário da relação entre lucratividade e oportunidade de crescimento com os níveis de endividamento. No segundo estudo, concluiu que empresas detentoras de capacidade de endividamento distribuem volume maior de dividendos, além de demonstrar também que empresas maiores, mais lucrativas, com maior liquidez e maiores oportunidades de crescimento distribuem mais dividendos.

Kaveski, Carpes, Moraes e Zittei (2017) examinaram os fatores que determinam a decisão de pagar dividendos de empresas listadas na BM&FBovespa, atual [B]³, exceto as classificadas como do setor financeiro. Como resultado, alavancagem, liquidez e rentabilidade se mostraram os fatores determinantes, enquanto que crescimento e tamanho não apresentaram significância. Já envolvendo apenas instituições financeiras, Garcia, Arnaud e Gomes (2018) fizeram estudo semelhante. Das seis variáveis estudadas, apenas investimento e tamanho apresentaram relação significativa - e positiva - com a distribuição de dividendos.

Elementos metodológicos da pesquisa

Essa seção compreende o método e os procedimentos utilizados para a execução do presente estudo. Para tal, se subdivide em tópicos sobre a caracterização da pesquisa, seleção da população e amostra, instrumento de coleta de dados e de análise de dados.

Delineamentos de Pesquisa

Quanto à forma de abordagem do problema, este estudo é classificado como quantitativo. Richardson (1999) destaca que, em estudos desse cunho, o pesquisador utiliza-se de instrumentos estatísticos com a finalidade de

entender melhor o comportamento de variáveis que afetam fenômenos da realidade, sendo nesse caso a quantificação dos dados para análise da estrutura de capital das empresas e também da distribuição de seus dividendos.

Sob a visão dos objetivos, classifica-se como descritiva, tendo em vista que, de acordo com Gil (2008, p. 28), pesquisas desse caráter “têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de revelações entre variáveis”. Observa-se tal característica nessa investigação devida, principalmente, à sua finalidade essencial em comparar a estrutura de capital e a distribuição de lucros.

Em relação ao procedimento utilizado para a coleta dos dados, o estudo classifica-se como documental, visto que analisará os dados obtidos a partir das demonstrações contábeis das empresas estudadas. A pesquisa documental “[...] vale-se de materiais que não recebem ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetos da pesquisa.” (Gil, 2008, p. 45). Dessa forma, define-se o delineamento desta pesquisa como descritivo, com alcance do objetivo por meio de estudo documental e com abordagem quantitativa em relação ao problema de pesquisa.

População e Amostra

A população dessa pesquisa será todas as companhias abertas brasileiras que emitem ADR's negociados na bolsa de valores de Nova York (NYSE). A razão para essa decisão se dá pelo alto padrão a que estas empresas estão sujeitas, além do fato de que os Relatórios 20-F que devem ser emitidos por elas apresentam suas respectivas políticas de dividendos, objeto de estudo dessa pesquisa.

A listagem de empresas não americanas que negociam ADR's na NYSE é divulgada anualmente pela mesma. Para esse estudo, foi utilizada a listagem divulgada em 31 de março de 2019. A Listagem completa das empresas brasileiras que negociam ADR's está na Tabela 1.

Tabela 1
Empresas Brasileiras com ADR negociados na NYSE

<i>Issuer</i>	<i>Symbol</i>	<i>Industry</i>
Azul S.A.	AZUL	<i>Travel & Leisure</i>
Banco Bradesco S.A.	BBD/ BBDO	<i>Banks</i>
Banco Santander (Brasil) S.A.	BSBR	<i>Banks</i>
BrasilAgro Companhia Brasileira de Propriedades Agrícolas	LND	<i>Financials</i>
Braskem S.A.	BAK	<i>Chemicals</i>
BRF - Brasil Foods S.A (formerly Perdigão S.A.)	BRFS	<i>Food Producers</i>
Centrais Elétricas Brasileiras SA-ELETRORÁS	EBR	<i>Electricity</i>
Companhia Brasileira de Distribuição	CBD	<i>Food & Drug Retailers</i>

Companhia de Bebidas das Américas (AmBev)	ABVC/ABEV	<i>Beverages</i>
Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo-Sabesp	SBS	<i>Gas, Water & Multiutilities</i>
Companhia Energética de Minas Gerais-Cemig	CIG/CIGC	<i>Electricity</i>
Companhia Paranaense de Energia-COPEL	ELP	<i>Electricity</i>
Companhia Siderúrgica Nacional (CSN)	SID	<i>Industrial Metals & Mining</i>
CPFL Energia S.A. (CPFL)	CPL	<i>Electricity</i>
Embraer S.A.	ERJ	<i>Aerospace & Defense</i>
Gerdau S.A.	GGB	<i>Industrial Metals & Mining</i>
GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (GOL)	GOL	<i>Travel & Leisure</i>
Itaú Unibanco Banco Múltiplo SA (formerly Banco Itaú Holding Financeira S.A.)	ITUB	<i>Banks</i>
Oi S.A.	OIBRQ/OIBRC	<i>Fixed Line Telecommunications</i>
Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRAS	PBR/PBRA	<i>Oil & Gas Producers</i>
Suzano Papel e Celulose S.A.	SUZ	<i>Forestry & Paper</i>
Telefonica Brasil SA	VIV	<i>Fixed Line Telecommunications</i>
TIM Participações S.A.	TSU	<i>Mobile Telecommunications</i>
Ultrapar Participações S.A.	UGP	<i>Gas, Water & Multiutilities</i>
VALE S.A.	VALEP/VALE	<i>Mining</i>

Fonte: NYSE (2019).

Temos, assim, como a amostra desse estudo as 25 empresas listadas na Tabela 1, utilizando suas demonstrações contábeis dos anos 2015, 2016, 2017 e 2018.

Definição das Variáveis

A hipótese a ser estudada é que a distribuição de dividendos está relacionada com a estrutura de capital das empresas estudadas, de forma negativa com endividamento, mas positiva com lucratividade, retorno sobre o ativo, liquidez e tamanho da empresa. Dessa forma foram utilizadas as variáveis apresentadas na Tabela 2 a seguir.

Tabela 2
Definição das Variáveis

Variações	Descrição	Sigla	Mensuração	Relação Esperada
-----------	-----------	-------	------------	------------------

				da
Dependente	Dividendos	DIV	Dividendos pagos/Ativo Total	
Independentes	Endividamento	END	Passivo Total/Ativo Total	(-)
	Lucratividade	LUCR	Lucro Operacional/Ativo Total	(+)
	Retorno sobre o Ativo	ROA	Lucro Líquido/Ativo Total	(+)
	Liquidez	LIQ	Ativo Circulante/Passivo Circulante	(+)
	Tamanho	TAM	Logaritmo natural do Ativo Total	(+)

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa.

Dividendos foi a variável dependente desse estudo e sua mensuração foi pelo próprio valor de dividendos pagos dividido pelo ativo total.

As variáveis independentes foram utilizadas em modelos econométricos e apontadas na literatura como fatores determinantes na distribuição de dividendos. Tais variáveis são descritas a seguir:

i) Endividamento: conforme literatura, empresas endividadas tendem a não distribuir seus resultados. A razão entre passivo e ativo totais das empresas foi adotada também por Rodrigues (2018) baseada em estudos anteriores. É esperada a relação negativa entre endividamento e pagamento de dividendos já que as empresas visualizariam a retenção de recursos para o pagamento de juros e amortização de dívidas.

ii) Lucratividade: apontada como um dos principais determinantes desde Lintner (1956). A razão aqui utilizada (entre lucro operacional e ativo total) é a mesma utilizada em estudos anteriores conforme apontada por Rodrigues (2018). O resultado esperado é que empresas mais rentáveis distribuam um volume maior de dividendos e, ainda de acordo com Rodrigues (2018, p. 57) “a maior distribuição de resultados contribuiria, inclusive, com a redução dos custos de agência, ao reduzir o excesso de caixa livre nas mãos dos gestores”.

iii) Retorno sobre o Ativo: calculado dividindo-se o lucro líquido pelo ativo total. Variável também utilizada por Forti, Peixoto e Alves (2015), a relação esperada é positiva, pois uma empresa com maior retorno tem maior possibilidade de captar recursos por menor custo, o que possibilitaria uma maior distribuição de dividendos.

iv) Liquidez: baseada nos estudos de Forti, Peixoto e Alves (2015), a razão entre ativo circulante e passivo circulante espera demonstrar que empresas com maior liquidez distribuam seus resultados como dividendos.

v) Tamanho: também baseada nos estudos de Forti, Peixoto e Alves (2015) e Rodrigues (2018), a medida nesse caso foi o logaritmo natural do ativo total de cada empresa.

Espera-se que o tamanho da empresa e a distribuição de dividendos tenham uma relação positiva, pois empresas de maior dimensão possuem maior circulação de capital próprio e de terceiros, sendo assim capazes de retornar valores maiores a seus acionistas.

Coleta de Dados

A coleta de dados foi realizada por meio de pesquisa documental. As informações quanto ao pagamento de dividendos, endividamento, lucratividade, liquidez e tamanho foram coletadas na base de dados Economática®, a partir das demonstrações contábeis publicadas pelas empresas analisadas. A escolha destes índices ocorreu após a realização do referencial teórico, pois a maioria dos estudos anteriores utilizou estes indicadores em suas pesquisas.

Salienta-se que todos os dados coletados se referem ao período compreendido entre os anos de 2015 a 2018. A coleta de dados foi realizada entre os meses de outubro e novembro de 2019. Os dados coletados na Economática® foram organizados em planilha Excel®, onde as variáveis de cada empresa, ano a ano, foram calculadas. Após, foi utilizado o *software* Gretl, onde os dados da planilha Excel® foram analisados conforme exposto na próxima subseção.

Procedimentos de Análise dos Dados

Os procedimentos de análise dos dados adotados neste estudo foram os seguintes: i) estatística descritiva dos dados; ii) análise dos pressupostos para realizar a regressão linear múltipla; iii) aplicação da regressão linear múltipla. Os pressupostos de regressão como a heteroscedasticidade, normalidade e multicolinearidade foram tratados da seguinte forma, no *software* Gretl: o primeiro pela matriz de White obtendo-se erros robustos; o segundo pela análise das variáveis possíveis de correção através de teste de Shapiro; o terceiro pelo teste *Variance Inflation Factor* (VIF) das regressões que não apontou nenhuma variável com valor superior a dois onde a literatura aponta como limite o valor 10. Os dados inseridos no *software* foram tratados como série temporal e dados de painel.

Com base nas variáveis estabelecidas, o modelo econométrico se deu pela Equação 1.

$$\text{DIV} = \beta_0 + \beta_1\text{END} + \beta_2\text{LUCR} + \beta_3\text{ROA} + \beta_4\text{LIQ} + \beta_5\text{TAM} \quad (\text{Equação 1})$$

Por meio do *software* Gretl aplicou-se a regressão linear múltipla, utilizando o modelo de Mínimos Quadrados Ordinários.

Apresentação e discussão dos resultados

Essa seção inicia com a apresentação da estatística descritiva das variáveis e da matriz de correlação. Posteriormente, os principais resultados encontrados nas regressões e as análises feitas a partir desses resultados.

Estatística Descritiva

Por meio da Tabela 3 é possível verificar as estatísticas descritivas das variáveis deste estudo a partir das informações coletadas na base de dados da Economática®. O valor mínimo encontrado na variável dependente foi de zero, apresentando em oito observações das cem ao total, o que indica que nesses casos não houve distribuição de dividendos para os acionistas. O valor máximo de dividendos pagos chegou a mais de 12,74% do valor do ativo total, sendo que a média encontrada foi a distribuição de 15,90% deste. O desvio padrão baixo sugere que não exista um grande desvio em relação à média.

Tabela 3
Estatística Descritiva das Variáveis

	Média	Média na	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
DIV	0,1590	0,0081 62	0	0,127 4	0,02417
END	0,6706	0,6706	0,1514	1,434 0,208	0,2386
LUCR	0,06253	0,0624 0,0201	-0,08383	3 0,375	0,05885
ROA	0,01962	5	-0,4302	8	0,07621
LIQ	1,391	1,117	0,3498	5,083	0,74
TAM	17,98	17,67	13,62	21,22	1,622

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa.

A variável END não retornou valor zero, o que indica que todas as empresas analisadas possuem endividamento, com média de 0,6706. O valor mínimo de 0,1514 indica que o valor do passivo total é, ao menos, 15% superior ao do ativo total. No máximo encontrado o passivo total extrapola o dobro do ativo.

As variáveis lucratividade e retorno sobre o ativo expressam média e mediana com valores aproximados, bem como desvio padrão baixo (são os menores valores entre as variáveis independentes). Nas duas houve observações de valores mínimos negativos, o que revela que, nesses casos, as empresas tiveram prejuízo, o que explicaria os resultados zero em DIV.

LIQ demonstrou média de 1,391, que indica boa liquidez em média na amostra. Os valores mínimo e máximo observados apresentam certa discrepância: 0,3498 o primeiro e 5,083 o segundo. O desvio padrão foi o segundo maior das estatísticas, sendo menor apenas se comparado com a variável TAM - sendo esse último o único com valor acima de um. O tamanho da empresa, através do logaritmo natural do ativo total, teve média de 17,98.

Os resultados obtidos demonstram que não existe uma volatilidade elevada das variáveis, uma vez que os respectivos desvios-padrões são em quase totalidade inferiores às respectivas médias - e, quando superiores, não existe uma grande oscilação dos valores alcançados. No entanto, embora a volatilidade não seja muito elevada, verifica-se que a diferença entre os valores mínimos e máximos das variáveis assumem especial relevância.

Matriz de Correlação das Variáveis

Nas estimações de regressões múltiplas, a existência de relação de colinearidade entre duas ou mais variáveis independentes resulta em problemas de estimação dos coeficientes e inferência estatística. Assume-se que a correlação entre duas variáveis acima de 0,80 é um indicativo de problema de multicolinearidade (Gujarati, & Porter, 2011). A Tabela 4 representa a matriz de correlação das variáveis desse estudo.

Tabela 4
Matriz de Correlação das Variáveis

	DIV	END	LUCR	ROA	LIQ	TAM
DIV	1					
END	-0,3544	1				
LUCR	0,5642	-0,0405	1			
ROA	0,3349	-0,4286	0,4373	1		
LIQ	0,0178	-0,3057	-0,1225	0,1206	1	
TAM	-0,1681	0,0341	-0,0037	-0,0103	-0,1442	1

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa.

Na Tabela 2, pode-se observar que não ocorreu problema de multicolinearidade entre as variáveis desse estudo. A maior correlação observada foi de 0,5642 entre a variável dependente dividendos e a variável independente lucratividade. Com esse valor, ficou dentro do nível de correlação aceito. As variáveis independentes do estudo apresentaram quase em sua totalidade a associação esperada com a variável dependente, de acordo as previsões teóricas - a única exceção foi a variável tamanho, que apresentou correlação negativa ao invés de positiva.

Resultados das Regressões

Esta subseção apresenta os resultados da regressão múltipla no modelo Mínimos Quadrados Ordinários, através do *software* Gretl, para as empresas brasileiras da amostra desse estudo no período de 2015 a 2018. Antes de expor os resultados obtidos, faz-se necessário indicar que fora realizado o teste *Variance Inflation Factor* (VIF), com o intuito de verificar a existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes. De acordo com o teste, o maior VIF obtido corresponde a variável retorno sobre o ativo (1,57) o que se considera aceitável, tendo em vista que fora menor que 10.

O teste de normalidade (Shapiro) foi aplicado também por meio do *software* Gretl. Da mesma forma, o teste de heteroscedasticidade apontou a ausência deste. Após os testes, procedeu-se a regressão no Modelo de Mínimos Quadrados Ordinários com erros padrão robustos para a produção de resultados, cujos dados obtidos estão dispostos na Tabela 5.

Tabela 5
Resultados do modelo de Regressão Linear Múltipla

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	Razão -t	p-valor
constante	0,0601029	0,0348921	1,723	0,0978 *
END	-0,0397867	0,0142498	-2,79 2	0,0101 **
LUCR	0,248496	0,053548	4,641	0,0001 ***
ROA	-0,0217731	0,0460383	-0,47 29	0,6405
LIQ	-0,00152077	0,00266726	-0,57 02	0,5739
TAM	-0,00165546	0,00191902	-0,86 27	0,3969
Média var. dependente e Soma resid.	0,017215	D.P. var. dependente		0,02550 3
Quadrados R-quadrado	0,031279	E.P. da regressão		0,01965 1
F(5,24)	0,440802	R-quadrado ajustado		0,40628 3
Log da verossimilhança	7,204181	P-valor (F)		0,00030 4
Critério de Schwarz	221,5387	Critério de Akaike		- 431,077 3
	-416,2819	Critério Hannan-Quinn		- 425,119 6
Rô	0,086044	Durbin-Watson		1,13627 3

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa.

Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%, 5% e 1% respectivamente.

A quantidade de asteriscos no p-valor indica as significâncias. No caso, lucratividade apresentou significância de 1%, endividamento de 5% e a constante de 10%. Ou seja, entre as cinco variáveis inseridas no modelo, apenas endividamento e lucratividade foram apontadas como determinantes para a distribuição de dividendos das empresas brasileiras aqui estudadas no período de 2015 a 2018. O maior p-valor observado foi do ROA, seguido do de LIQ.

O resultado obtido na variável endividamento (END), evidenciando que existe uma relação negativa e estatisticamente significativa com a política de dividendos, está de acordo com o previsto na literatura. As empresas tentam manter um equilíbrio financeiro antes de qualquer decisão de distribuição de dividendos, ou seja, distribuem dividendos após honrar seus compromissos financeiros. Tal fato encontra-se de acordo com a Teoria do Pecking Order anteriormente citada.

Lucratividade (LUCR) teve como resultado uma relação positiva e estatisticamente significativa com a política de dividendos, o que também concorda com o previsto na literatura. Tal variável e seu resultado aqui obtido demonstram que empresas mais rentáveis distribuem

maiores volumes de recursos. A relação positiva entre lucratividade e dividendos corrobora a literatura e as evidências do estudo de Lintner (1956), de que o lucro é um dos principais fatores geradores da distribuição de dividendos.

Foi possível perceber que as variáveis Retorno sobre o Ativo (ROA), Liquidez (LIQ) e Tamanho (TAM) não apresentaram uma relação significativa, o que implica supor que estas não impactam a política de dividendos nas empresas brasileiras que negociam American *Depositary Receipts* (ADR's) na *New York Stock Exchange* (NYSE), amostra do presente estudo. Além de não apresentarem significância, as relações encontradas foram opostas às esperadas nessas três variáveis, ainda que os coeficientes encontrados sejam de valores baixos e inferiores ao coeficiente da constante. Nos casos das variáveis LIQ e TAM, se os coeficientes forem arredondados para apenas duas casas decimais, teríamos o resultado de -0,00 em ambas, o que demonstra que, apesar de resultar em uma relação negativa, não se pode afirmar o contrário do que consta na literatura.

Resumidamente, a Tabela 6 demonstra um cruzamento entre os resultados esperados e aqueles efetivamente alcançados na regressão, quanto à relação entre as variáveis independentes com a dependente.

Tabela 6
Hipóteses de pesquisa versus resultados obtidos

Variável	Relação Esperada	Relação Encontrada
Endividamento (END)	Negativa	Negativa
Lucratividade (LUCR)	Positiva	Positiva
Retorno sobre o Ativo (ROA)	Positiva	Negativa (sem significância)
Liquidez (LIQ)	Positiva	Negativa (sem significância)
Tamanho (TAM)	Positiva	Negativa (sem significância)

Fonte: Elaborada a partir dos dados da pesquisa.

Como pode ser observado na Tabela 6, apenas os resultados nas variáveis Endividamento e Lucratividade foram coerentes com o esperado, a partir dos determinantes relevantes para a literatura. Entretanto, ainda que a relação das demais variáveis não se apresente coerente com o esperado, os mesmos não apresentaram significância. Dessa forma, os resultados encontrados confirmam parcialmente a hipótese de pesquisa desse estudo, visto que evidencia que a distribuição de dividendos está relacionada com a estrutura de capital nas empresas estudadas, ainda que as relações encontradas não sejam em totalidade as esperadas.

Discussão dos Resultados

Os resultados apresentam, quanto à variável dependente Dividendos, relação negativa com a variável Endividamento e relação positiva com a variável Lucratividade, ambas com significância. As demais variáveis

presentes nesse estudo (Retorno sobre o Ativo, Liquidez e Tamanho) manifestaram relação negativa, porém sem significância. Este desfecho diverge dos resultados do estudo de Forti, Peixoto e Alves (2015) que, utilizando os mesmos indicadores para Retorno sobre o Ativo, Liquidez e Tamanho, identificaram essas variáveis significativas e positivas.

Porém, apresentam alguma relação com os resultados encontrados no estudo de Marneca (2015), que também concluiu endividamento como relação negativa na distribuição de dividendos, mas divergindo quanto aos resultados das variáveis ROA e tamanho. Importante aqui ressaltar que o estudo de Marneca teve como amostra empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, ou seja, leva em conta o mercado português. Os resultados alcançados por Rodrigues (2018) apresentam relação com os encontrados nesse estudo na variável Endividamento, que utilizou a mesma forma de cálculo. Porém, os resultados quanto liquidez, retorno e tamanho divergiram. Há também relação com os resultados de Kaveski et al. (2017), sendo os mesmos que os aqui encontrados em alavancagem (aqui utilizada a variável endividamento com a mesma forma de cálculo) e tamanho, mas divergindo nos resultados das variáveis retorno sobre o ativo e liquidez. Apesar das variáveis com significância do estudo de Garcia, Arnaud e Gomes (2018), divergirem do resultado aqui alcançado. As variáveis liquidez e retorno sobre o ativo se mostraram sem significância em ambos.

Os resultados aqui encontrados mostram-se alinhados às conclusões de Brito e Silva (2003), cujos resultados mostraram a confirmação de que as firmas mais lucrativas e que menos investem são as menos endividadas, favorecendo a *pecking order* contra *trade-off*. Na mesma linha, concordando com os resultados identificados neste estudo, David, Nakamura e Bastos (2009) também confirmaram o *pecking order* ao verificar a lucratividade como um fator relevante na determinação da política de dividendos. Futema, Basso e Kayo (2007) concluíram ser a lucratividade a variável explicativa de maior peso na influência para a distribuição de dividendos, divergindo dos resultados alcançados nesta pesquisa apenas por aqui não ser a de maior significância, porém concordando na relação positiva.

Considerações finais

A presente pesquisa objetivou verificar a relação entre a estrutura de capital e a política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras que negociam American *Depositary Receipts* (ADR's) na *New York Stock Exchange*. Para isso, utilizou-se o modelo de Mínimos Quadrados Ordinários para a regressão linear múltipla, envolvendo a variável dependente Dividendos e as variáveis independentes Endividamento, Lucratividade, Retorno sobre o Ativo, Liquidez e Tamanho.

Os resultados apontaram que, dentre essas, apenas Endividamento e Lucratividade foram estatisticamente significativas, ao nível de 5% e 1%, respectivamente. A variável Endividamento apresentou relação negativa com a variável dependente, confirmando o que havia sido

apontado na literatura. Indo de acordo com a teoria do Pecking Order, as empresas tentam manter um equilíbrio financeiro antes de qualquer decisão de distribuição de dividendos. Lucratividade teve como resultado uma relação positiva, o que também concorda com o previsto na literatura, demonstrando que empresas mais rentáveis distribuem maiores volumes de recursos. As demais variáveis estudadas não apresentaram uma relação significativa na amostra estudada. Além da falta de significância, as relações encontradas foram opostas às esperadas, ainda que em coeficientes baixos.

Este estudo buscou contribuir no debate acadêmico, ao ampliar a quantidade de conteúdo sobre o tema, e para os investidores que possuem interesse em aplicar seu capital nas empresas estudadas, visto que poderão tomar melhores decisões observando as variáveis aqui ressaltadas. Quanto às limitações da pesquisa podemos listar as variáveis utilizadas no modelo de regressão, visto que podem existir outras variáveis relevantes que não foram abordadas nesse estudo, e o período de apenas quatro anos totalizando 100 observações.

Para a realização de novos estudos, sugere-se que sejam feitas análises dessas empresas em um espaço maior de tempo, a fim de verificar se as relações encontradas permanecem as mesmas, bem como uma análise qualitativa utilizando o Relatório 20-F buscando verificar se as empresas divulgam informações semelhantes quanto suas políticas de dividendos. Inclui-se como recomendação para pesquisas futuras a análise comparativa dos resultados das empresas amostra deste estudo com os das demais empresas brasileiras presentes na base de dados Economática®, a fim de verificar se há diferença entre os sinais encontrados nas relações e níveis de significância das variáveis.

Referências

- Battacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand Fallacy'. *Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.
- Brito, R., & Silva, J. (2003). *Testando as previsões de e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil*. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 3., São Paulo.
- Bruni, A. L. (2002). *Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1999-2001*. 188 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- David, M., Nakamura, W. T., & Bastos, D. D. (2009). Estudo dos Modelos Trade-off e Pecking Order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000-2006). *RAM - Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 132-153.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1).
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Determinant Factors of Dividend Payments in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180.
- Futema, M., Basso, L., & Kayo, E. (2009). Estrutura De Capital, Dividendos e Juros Sobre o Capital Próprio: Testes No Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49), 44-62.
- Galvão, K. S. (2015). *Política De Distribuição De Dividendos: Por Que As Empresas Brasileiras Pagam Payout Incremental?* 110 f. Tese (Doutorado Em Administração) - Programa De Pós-Graduação Em Administração. Universidade Federal De Pernambuco, Recife.
- Garcia, I. A. S., Arnaud, H. M. V., & Gomes, A. K. L. J. (2018). Fatores Determinantes Da Distribuição De Dividendos De Instituições Financeiras Listadas Na B3. *Anais do XVIII USP International Conference In Accounting*. São Paulo.
- Gil, A. C. (2008). *Métodos E Técnicas De Pesquisa Social*. 6. Ed. São Paulo: Atlas.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment And Financing Policy. *The Journal Of Finance*, 18(2), 264-272.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings And Stock Prices. *The Review Of Economics And Statistics*, Harvard, 41(2), Part 1, 99-105.
- Gujarati, D. N., & Porter, D.C. (2011). *Econometria Básica*. 5 Ed. São Paulo: Bookman.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kaveski, I. D. S., Carpes, A. M. da S., Moraes, T. M., & Zittei, M. V. M. (2017). Fatores determinantes do pagamento de dividendos de empresas listadas em bolsa. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 11(2), 123-139.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earning, Leverage, Stock Price, And The Supply Of Capital To Corporations, *Review Of Economics And Statistics*, 44, 243-269.
- Marneca, A. R. D. P. (2015). *Dividendos, Endividamento E Impostos: Evidência Empírica Para As Empresas Não Financeiras Cotadas Na Euronext Lisbon*. Dissertação De Mestrado, Instituto Politécnico De Santarém, Santarém, Portugal.
- Martins, A. I., & Fama, R. (2012). O Que Revelam Os

- Estudos Realizados No Brasil Sobre Política De Dividendos?. *Rae-Revista De Administração De Empresas*, 52(1), 24-39.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, And The Valuation Of Shares. *The Journal Of Business*, 34(1), 411-433.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal Of Finance*, 39, 575-592.
- New York Stock Exchange (NYSE) (2019). *Current List Of All Non-U.S. Issuers*. Recuperado de <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/data/CurlistofallStocks.pdf>
- Richardson, R. J. (1999). *Pesquisa Social: Métodos e Técnicas*. 3. Ed. São Paulo: Atlas.
- Rodrigues, D. R. (2018). *Determinantes da Estrutura de Capital e da Distribuição de Dividendos das Empresas Brasileiras: Uma Análise Sob a Ótica da Flexibilidade Financeira*. 75 f. Dissertação (Mestrado Em Administração) - Universidade Federal De Uberlândia, Uberlândia.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, J. F., & Lamb, R. (2007). *Fundamentos de Administração Financeira*. São Paulo: Atlas.
- Simon, M. L. A. (2018). *Política De Dividendos No Brasil: As Instituições Financeiras São Diferentes?*. 100 f. Dissertação (Mestrado) - Programa De Pós-Graduação Em Ciências Contábeis. Universidade Do Vale Do Rio Dos Sinos, São Leopoldo.
- Weber, R. A., & Procianny, J. L. (2009). Are Banking Dividends Different? Evidence From The Brazilian Banking Sector. *Anais do Encontro Brasileiro De Finanças*, 9. São Leopoldo.