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

Debora Rosa Rodrigues¹

Marcelo Fodra²

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro³

Alethéia Ferreira da Cruz⁴

▪ Artigo recebido em: 07/05/2018 ▪ Artigo aceito em: 22/11/2019 ▪▪ Segunda versão aceita em: 29/11/2019

RESUMO

Dentre outros temas importantes, a flexibilidade financeira tem ganhado atenção da literatura financeira. Argumenta-se que a capacidade da empresa em recorrer prontamente ao mercado de dívida seja o maior subsídio para a obtenção de flexibilidade, fazendo com que a empresa aproveite oportunidades viáveis de investimento e maximize seu valor. Destaca-se, ainda, que poucos estudos empíricos analisaram a influência da flexibilidade nas decisões financeiras, sendo que as pesquisas já existentes demonstraram que a flexibilidade financeira exerce papel relevante na distribuição de dividendos das empresas. Desta forma, o objetivo desta pesquisa consistiu em analisar a influência da flexibilidade financeira, exercida sob a forma de capacidade de endividamento, na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Foi empregado o método hipotético-dedutivo, utilizando-se da pesquisa bibliográfica e documental. Foram analisadas 614 companhias de capital aberto com dados disponíveis na Economática no período compreendido entre 2011 e 2016. Em termos econométricos, optou-se pela utilização de regressão multivariada com dados em painel, sendo utilizados modelos de regressão *Tobit* e *Probit*. Os resultados indicaram que as empresas detentoras de capacidade de endividamento distribuem um maior volume de dividendos, conforme previa a hipótese de pesquisa. De forma adicional, os resultados demonstraram que

¹ Mestre em Administração, na linha de pesquisa de Finanças e Controladoria, pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Professora Substituta na Faculdade de Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Uberlândia (FACIC/UFU). Avenida João Naves de Ávila, 2121, Santa Mônica, Uberlândia - MG. Fone (34) 98815-9818. E-mail: deborarosarodrigues@hotmail.com.

² Doutor em Agronomia, Programa Energia na Agricultura, UNESP Botucatu SP. Professor da Faculdade de Gestão e Negócios - FAGEN, da Universidade Federal de Uberlândia. Avenida João Naves de Ávila, 2121, Santa Mônica, Uberlândia - MG. Fone (34) 3239-4132,. E-mail: marcelo.fodra@ufu.br.

³ Doutora em Administração pela FEA, Universidade de São Paulo. Professora Titular da Universidade Federal de Uberlândia. Avenida João Naves de Ávila, 2121, Santa Mônica, Uberlândia - MG. Fone (34) 3239-4177. E-mail: kribeiro@ufu.br.

⁴ Doutora em Administração pela Universidade de Brasília (UNB). Professora da Universidade Federal de Goiás. Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (FACE) - Rua Samambaia, s/n, Chácara Califórnia, Goiânia - GO, CEP: 74001-970. E-mail: aletheiacruz@yahoo.com.br.

empresas maiores, mais lucrativas, mais líquidas e com maiores oportunidades de crescimento distribuem mais dividendos, enquanto que empresas mais endividadas, com maior volume de investimentos e com resultados mais voláteis distribuem uma menor proporção de seus resultados, corroborando com a literatura.

Palavras-chave: Flexibilidade financeira. Capacidade de endividamento. Dividendos. Determinantes.

DETERMINANTS OF DIVIDEND DISTRIBUTION IN BRAZIL: AN ANALYSIS BETWEEN FINANCIAL FLEXIBILITY AND RESULTS DISTRIBUTION POLICY

ABSTRACT

Among other important themes, financial flexibility has gained attention from the financial literature. It is discussed that the capacity of the company in appealing promptly to the debt market be the major subsidy to obtain the flexibility, making the company enjoy viable investment opportunities and maximize its value. It should also be pointed out, that few empirical studies have analyzed the influence of flexibility on financial decisions and existing research has shown that financial flexibility plays a significant role in the distribution of business dividends. Thus, the objective of this research was to analyze the influence on financial flexibility, exercised in the form of debt capacity, in the distribution of dividends in the Brazilian companies. The hypothetical-deductive method was used, using bibliographical and documentary research. For this purpose, 614 open capital companies were analyzed with data available in Economática in the period between 2011 and 2016. In econometric terms, it was opted for the use of multivariate regression with panel data, being used regression models Tobit and Probit. The results indicated that the companies holding debt capacity distribute a larger volume of dividends, according to the research hypothesis. In an additional way, the results demonstrated that the major companies, more profitable, more liquid and with greater growth opportunities distribute more dividends, while more indebtedness companies, with greater amount of investment and with more volatile results distribute a smaller portion of their results corroborating with the literature.

Keywords: Financial flexibility. Debt capacity. Dividends. Determinants.

DETERMINANTES DE LA DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS EN BRASIL: UN ANÁLISIS ENTRE LA POLÍTICA DE FLEXIBILIDAD FINANCIERA Y RESULTADOS DE DISTRIBUCIÓN

RESUMEN

Entre otros temas importantes, la flexibilidad financiera ha llamado la atención de la literatura financiera. Se argumenta que la capacidad de la empresa para aprovechar el mercado de la deuda rápidamente es el mayor subsidio para la flexibilidad, lo que le permite aprovechar oportunidades de inversión viables y maximizar su valor. También es digno de mención que pocos estudios empíricos han analizado la influencia de la flexibilidad en las decisiones financieras, y las investigaciones existentes han demostrado que la flexibilidad financiera juega un papel relevante en la distribución de dividendos corporativos. Así, el objetivo de esta investigación fue analizar la influencia de la flexibilidad financiera, ejercida en forma de capacidad de endeudamiento, en la distribución de dividendos de las empresas brasileñas. Se empleó el método hipotético-deductivo, utilizando investigación bibliográfica y documental. Analizamos 614 empresas que cotizan en bolsa con datos disponibles en Economática entre 2011 y 2016. En términos econométricos, optamos por utilizar la regresión multivariada con datos de panel, utilizando modelos de regresión Tobit y Probit. Los resultados indicaron que las empresas con capacidad de endeudamiento distribuyen más dividendos, como predijo la hipótesis de investigación. Además, los resultados mostraron que las empresas más grandes, más rentables y más líquidas con mayores oportunidades de crecimiento distribuyen más dividendos, mientras que las empresas más endeudadas con mayores inversiones y resultados más volátiles distribuyen una proporción menor de sus resultados, corroborando la literatura.

Palabras clave: Flexibilidad Financiera. Capacidad de endeudamiento. Dividendos. Determinantes

1 INTRODUÇÃO

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

Desde então, foram surgindo correntes teóricas que atribuíram novas explicações para o tema. Fatores como a assimetria de informação, custos de agência e tributação foram sendo inseridos às análises e fornecendo novas evidências para a literatura. Porém, apesar das novas perspectivas, ainda é possível observar a falta de consenso sobre o tema (Iquiapaza, Lamounier & Amaral, 2008; Ferreira, Nakamura, Martin & Bastos, 2010; Martins & Famá, 2012; Forti, Peixoto & Alves, 2015; Vancin & Procianoy, 2016).

Para Blau e Fuller (2008), a flexibilidade financeira é capaz de ajudar a entender várias dimensões da política de dividendos que outras teorias não

explicam. Lie (2005) defende que a literatura ainda não incorporou um modelo que vislumbre a possibilidade das empresas usarem a política de pagamentos para ajustar sua flexibilidade financeira. Bonaimé, Hankins e Harford (2013) descrevem que a política de distribuição de recursos adotada pela empresa é um componente fundamental de flexibilidade financeira.

A flexibilidade financeira é conceituada como a capacidade da empresa lidar com oscilações em seu fluxo de caixa e em acessar e reestruturar suas fontes de financiamento de forma ótima, o que lhe permitiria lidar com choques negativos imprevisíveis e aproveitar oportunidades viáveis de investimento quando estas surgirem (Gamba & Triantis, 2008; Denis, 2011). A literatura tem apontado a capacidade da empresa em recorrer tempestivamente ao mercado de dívida como a principal fonte de flexibilidade financeira (DeAngelo & DeAngelo, 2007; Denis, 2011; Agha & Faff, 2014; Arslan-Ayaydin, Florackis & Ozkan, 2014).

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

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

O objetivo desta pesquisa consistiu em analisar a influência da flexibilidade financeira, exercida sob a forma de capacidade de endividamento, na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Além da flexibilidade financeira, outros determinantes da distribuição de dividendos – lucratividade, oportunidades de crescimento, tamanho, endividamento, risco, investimentos e liquidez - também foram analisados.

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

Para Lie (2005), a literatura é escassa quanto a considerar a flexibilidade financeira como razão alternativa para a definição de níveis de *payout*. Yung, Li

e Jian (2015) declaram que a pesquisa empírica sobre flexibilidade financeira corporativa é escassa nas economias emergentes e Rapp, Schmid e Urban (2012) defendem que, apesar da literatura sobre flexibilidade ser incipiente, as evidências já encontradas demonstram claramente que o valor da flexibilidade financeira deve ser levado em consideração quando se trata da política de pagamentos. Coerente com esta visão, estudos mais recentes, como os de Kumar e Vergara-Alert (2018) e Fliers (2019) identificaram a flexibilidade financeira como um importante determinante para a distribuição de resultados.

Com esta pesquisa, pretende-se contribuir com a inserção de mais um fator que possa auxiliar na compreensão da definição de uma política de distribuição de dividendos, podendo auxiliar nas decisões de gestores, investidores e contribuir com estudiosos da área. Além disto, não foram identificados estudos com a mesma abordagem para análise do mercado brasileiro, o que se reflete como um diferencial da pesquisa.

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

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Determinantes da distribuição de dividendos: uma revisão teórica

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

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

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

Com relação à rentabilidade e de forma similar ao encontrado por Fama e French (2001), Lintner (1956) já havia identificado que o lucro das empresas é um dos principais fatores geradores da distribuição de dividendos. Os estudos de

Jensen, Solberg e Zorn (1992), Fama e French (2001, 2002), DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004), Lie (2005), Amidu e Abor (2006), Kaveski, Carpes, Moraes e Zittei (2017) e Leite, Bogoni e Hein (2019) forneceram evidências de que empresas mais lucrativas pagam maior proporção de dividendos.

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

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

Fama e French (2001) demonstram que empresas pagadoras de dividendos geralmente são maiores do que aquelas não pagadoras. Vancin e Procianoy (2016) defendem que esta relação é proveniente do fato de empresas maiores terem maior facilidade na obtenção de crédito para financiamento de suas atividades, o que asseguraria uma maior distribuição de dividendos. Empresas de maior dimensão possuem maior acesso ao mercado de capitais, o que desencadearia em uma maior proporção de dividendos como incentivo aos acionistas (Aivazian *et al.*, 2003; Fernandes & Ribeiro, 2013). Estudo recente, realizado por Leite *et al.* (2019) confirmam a relação positiva entre tamanho e distribuição de dividendos no cenário brasileiro.

O endividamento também é visto como um fator importante na distribuição de dividendos. O pagamento de dividendos é negativamente relacionado com o endividamento (Fama & French, 2002; Ferreira *et al.*, 2010; Kaveski *et al.*, 2017; Leite *et al.*, 2019). Silva e Brito (2005) identificaram que empresas menos endividadas distribuem uma maior proporção de dividendos. A relação negativa entre dividendos e endividamento é proveniente do fato de que as empresas mais alavancadas terão a obrigação de realizar pagamentos dos juros e amortização das dívidas, fazendo com que os recursos para distribuição de proventos diminuam (Iquiapaza *et al.*, 2008; Vancin & Procianoy, 2016).

Com relação ao fator risco, foi identificado que as empresas com resultados menos voláteis distribuem mais dividendos (Fama & French, 2002). Acredita-se que os gestores sejam mais relutantes em realizar grandes distribuições de dividendos em empresas com maior risco (Forti *et al.*, 2015). Lie (2005) identificou uma relação negativa entre pagamento de dividendos e volatilidade do lucro operacional. Silva e Brito (2005) defendem que uma maior

volatilidade nos lucros estará associada a uma menor destinação de recursos para distribuição de proventos, devido à incerteza associada aos lucros futuros.

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

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

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

As empresas que investem mais já têm uma destinação para os seus resultados, o que acarretaria na redução da distribuição de dividendos (Silva & Brito, 2005). A relação negativa entre investimento e dividendos é confirmada nos estudos de Fama e French (2002) e Futema, Basso e Kayo (2009).

A liquidez também é caracterizada como um dos fatores influenciadores da política de distribuição de dividendos, uma vez que empresas com maior liquidez teriam mais recursos para distribuir como dividendos (Almeida *et al.*, 2014). Altos níveis de liquidez trarão mais segurança aos gestores, para que eles mantenham ou aumentem os níveis de pagamento de dividendos (Forti *et al.*, 2015). Espera-se que empresas que apresentem maiores índices de liquidez, tenham maior autonomia para implantar uma política de dividendos mais generosa. A relação positiva esperada é confirmada em estudo realizado no cenário brasileiro por Kaveski *et al.* (2017).

2.2 Dividendos e flexibilidade financeira: qual a relação?

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

a existência de recursos internos suficientes para lidar com a volatilidade dos resultados.

A flexibilidade financeira pode ser conceituada como a habilidade da empresa em responder tempestivamente a mudanças inesperadas em seus fluxos de caixa e outras contingências, tomando medidas pontuais. Aliado a isto, a flexibilidade financeira também se relaciona com a capacidade de aproveitar oportunidades viáveis de investimento, em tempo oportuno, de forma a maximizar o valor da empresa (Gamba & Triantis, 2008; Daniel, Denis & Naveen, 2010; Byoun, 2011; Denis, 2011).

A flexibilidade financeira pode ser expressa por meio de: recursos em caixa, títulos negociáveis, ativos passíveis de venda e capacidade de dívida (Brealey, Myers & Allen 2008; Denis, 2011). Porém a capacidade de dívida vem sendo abordada como a principal fonte de flexibilidade financeira (DeAngelo & DeAngelo, 2007; Daniel *et al.*, 2010; Agha & Faff, 2014).

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

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

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

Bulan e Subramanian (2008) estudaram quais fatores fazem com que a empresa deixe de distribuir dividendos. Os autores identificaram que o mau desempenho operacional, a fraca flexibilidade financeira, o alto investimento e

o aumento do risco são fatores que afetam a probabilidade de distribuição de dividendos. A análise realizada sugere que as empresas usem a omissão de dividendos, de forma estratégica, para melhorar sua flexibilidade financeira, permitindo que oportunidades de investimento valiosas sejam aproveitadas.

Lie (2005) examinou o efeito da flexibilidade financeira sobre a escolha de mudar a política de distribuição de dividendos, pagar dividendos especiais e realizar recompras. O autor identificou que as empresas que aumentam o pagamento de dividendos e recompras têm excesso de flexibilidade financeira, possuindo altos níveis de liquidez, baixo endividamento e falta de projetos de investimento; enquanto que as empresas que reduzem o pagamento de dividendos possuem características praticamente opostas.

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

Alli *et al.* (1993) identificaram que empresas que gozam de flexibilidade financeira pagam dividendos mais elevados. Tendo em vista que a flexibilidade está associada, principalmente, à subutilização da capacidade de endividamento, espera-se que empresas que possuam capacidade de dívida, tenham maior liberdade em definir uma política de distribuição de dividendos mais generosa. Assim, espera-se uma relação positiva entre capacidade de endividamento e pagamento de dividendos, coerente com os achados de Kumar e Vergara-Alert (2018) e Fliers (2019), que identificaram que a capacidade de dívida é um mecanismo de flexibilidade capaz de impactar a distribuição de resultados.

2.3 Estudos correlatos e hipótese de pesquisa

O Quadro 1 evidencia uma relação de estudos que abordaram a flexibilidade financeira, em suas diversas dimensões, e seu respectivo impacto na distribuição de resultados nas empresas.

Quadro 1 – Estudos correlatos

Autores	Objetivos	Principais Resultados
Mota (2007)	Analisar, empiricamente, as motivações envolvidas na definição da política de distribuição das empresas brasileiras, avaliando-se como é feita a escolha entre os seus instrumentos: dividendos, juros sobre o capital próprio e recompra de ações.	Especificamente no que diz respeito à flexibilidade financeira, o autor identificou que (a) a existência de fluxo de caixa, a estabilidade desses fluxos, o não comprometimento com endividamento e a existência de poucas oportunidades de investimento são fatores que levam as empresas a distribuírem a maior parte dos seus lucros na forma de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio. (b) As recompras de ações são utilizadas como complemento aos dividendos, quando as ações possuem liquidez e não é certo que a distribuição seja sustentável no futuro, propiciando flexibilidade financeira.

Lee, Gupta, Chen e Lee (2011)	Estender teoricamente a proposição da política ótima de pagamento, em termos da hipótese de flexibilidade dos dividendos.	Concluiu-se que, com base em considerações de flexibilidade, uma empresa reduzirá seu <i>payout</i> quando a taxa de crescimento aumentar.
Bonaimé <i>et al.</i> (2013)	Examinar se as empresas optam pelo hedge financeiro, em detrimento de políticas de <i>payout</i> mais ou menos flexíveis; e se uma política de <i>payout</i> , mais ou menos flexível, afeta as decisões de hedge.	(a) Uma distribuição de dividendos mais flexível, favorecendo as recompras, está negativamente relacionada ao hedge financeiro, consistente com a hipótese da flexibilidade financeira nas decisões de pagamento e hedge serem substitutas. (b) A flexibilidade dos níveis de <i>payout</i> oferece benefícios operacionais de hedge.
Rapp, Schmid e Urban (2014)	Propor uma nova abordagem empírica para estimar o valor da flexibilidade financeira na perspectiva dos acionistas.	Com relação à distribuição de dividendos, concluiu-se que as empresas, para as quais os acionistas consideram a flexibilidade financeira mais valiosa, têm pagamentos de dividendos mais baixos e preferem recompras de ações a dividendos.
Yung <i>et al.</i> (2015)	Examinar o efeito da flexibilidade financeira no comportamento das empresas nos países emergentes.	Especificamente, com relação aos níveis de <i>payout</i> , identificou-se que: (a) a flexibilidade financeira reduz os níveis de <i>payout</i> das ações. (b) Constatou-se que as empresas financeiramente flexíveis tiveram reduções menores nos níveis de <i>payout</i> das ações, comparado às empresas sem flexibilidade, durante períodos de crise econômica.
Bonaime, Hankins e Jordan (2016)	Analisar os custos associados à flexibilidade financeira na política de <i>payout</i> , especificamente com relação à recompra de ações.	(a) Foi identificado um custo significativo associado à flexibilidade financeira. (b) Constatou-se que os investimentos reais em recompra têm um desempenho inferior ao dos investimentos hipotéticos. (c) O custo da flexibilidade financeira está correlacionado com o gerenciamento de resultados, entrincheiramento gerencial e menor monitoramento institucional.
Kumar e Vergara-Alert (2018)	Utilizar a variação de preços do setor imobiliário como choque exógeno à capacidade de endividamento das empresas, para estudar o efeito causal da flexibilidade financeira na política de <i>payout</i> .	(a) O aumento na flexibilidade financeira resulta em maiores dividendos, recompra de ações e flexibilidade nos níveis de pagamento. (b) As empresas altamente alavancadas têm maior probabilidade de cortar dividendos, em resposta a uma queda acentuada em sua flexibilidade financeira.
Fliers (2019)	Examinar como a flexibilidade financeira se relaciona com as políticas de suavização de dividendos.	(a) A flexibilidade financeira é um importante determinante da suavização de dividendos. (b) Existe uma relação não linear entre capacidade de dívida não utilizada e suavização.

		(c) Em altos níveis de capacidade de dívida não utilizada, essa relação é positiva. (d) As empresas absorvem choques de renda alterando suas dívidas, o que permite a suavização. (e) Choques positivos e negativos não são igualmente absorvidos, para permitir a suavização de dividendos.
Booth, Wang e Zhou (2019)	Examinar o impacto da concorrência com importação na preferência das empresa por flexibilidade financeira, analisando a política de <i>payout</i> .	(a) As empresas, com maior exposição à concorrência de importação, pagam menos dividendos e têm menor probabilidade de pagar dividendos regulares. (b) As empresas, sujeitas a uma maior concorrência de importação, têm menor probabilidade de iniciar ou aumentar a distribuição de dividendos regulares em dinheiro, e têm mais probabilidade de diminuí-la ou omiti-la. (c) Para as empresas que realizam pagamentos em dinheiro, há uma clara preferência por um canal de distribuição flexível, quando confrontadas com uma concorrência mais intensa de importação.
Bonaime, Harford e Moore (2019)	Explorar os planos de recompra, para examinar um problema central das decisões relacionadas aos níveis de <i>payout</i> - a escolha entre o compromisso e a flexibilidade financeira.	(a) Empresas com fontes alternativas de flexibilidade financeira têm maior probabilidade de se comprometer previamente com um plano de recompras. (b) Os planos de recompra predefinidos representam uma ferramenta única de pagamento, cuja introdução incentivou um conjunto diferente de empresas a recomprar ações e alterou significativamente o cenário de pagamentos (<i>payout</i>).

Fonte: Elaborado pelos autores.

Coerente com os achados de Alli *et al.* (1993) e com as descobertas mais recentes realizadas por Kumar e Vergara-Alert (2018) e Fliers (2019), de que o grau de alavancagem impactaria na flexibilidade financeira e de que a capacidade de dívida teria relação positiva na distribuição de dividendos, a hipótese de pesquisa testada no estudo é a seguinte:

H: Existe uma relação positiva entre flexibilidade financeira e distribuição de dividendos.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Método econométrico

Com o objetivo de avaliar se a flexibilidade financeira, representada na forma de capacidade de dívida, exerce um papel influenciador sobre as

decisões de pagamento de dividendos das empresas brasileiras, esta pesquisa utilizou de uma abordagem quantitativa e descritiva. Quanto aos procedimentos, a pesquisa é classificada como bibliográfica e documental.

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

Para validar a hipótese de pesquisa, utilizou-se de regressão múltipla com dados em painel. Para Fávero (2013), a utilização de modelos de dados em painel vem ganhando cada vez mais importância nas pesquisas de finanças, permitindo a combinação de dados de corte transversal com séries temporais e possibilitando a análise das variáveis em estudo ao longo do tempo. A utilização da técnica é viável para o estudo, pois permitirá a análise da relação da variável dependente (níveis de dividendos) com outras variáveis preditivas (determinantes).

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

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

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

3.2 Definição operacional das variáveis e modelo econométrico

Considerando-se a estabilidade da política de dividendos proposta por Lintner (1956), optou-se por se utilizar a razão entre os dividendos e o ativo total como variável dependente, uma vez que o ativo total é mais estável que os lucros. Além disso, o fato de algumas empresas distribuírem dividendos, mesmo apresentando prejuízos, acarretaria num índice *payout* negativo, o que alteraria o resultado da regressão. Assim, a utilização do denominador Ativo Total

contribui com a robustez dos resultados (Forti *et al.*, 2015). A razão entre dividendos e ativo total também foi empregada nos estudos de Neves (2011) e Forti *et al.* (2015).

Como forma de conferir maior robustez aos resultados, também foi utilizado o índice *payout*, obtido mediante a razão entre os dividendos pagos e o lucro líquido, como medida alternativa de distribuição de dividendos. O índice *payout* foi igualmente empregado como variável dependente nos estudos de Mota (2007), Iquiapaza *et al.* (2008), Ferreira *et al.* (2010) e Rodrigues (2015). O Quadro 2 evidencia as descrições pertinentes às variáveis dependentes do estudo.

Quadro 2 - Definição das variáveis dependentes do estudo

Variável	Descrição	Cálculo	Autores ^a	Fonte
DIV_AT _{it}	Dividendos por Ativo	$\frac{\text{DividendoPago}}{\text{AtivoTotal}}$	(1), (2)	Economática
PAY _{it}	Índice de <i>Payout</i>	$\frac{\text{DividendoPago}}{\text{LucroLíquido}}$	(3), (4), (5), (6)	Economática
(a) Legenda para autores que também utilizaram a medida: (1) Neves (2011); (2) Forti <i>et al.</i> (2015); (3) Ferreira <i>et al.</i> (2010); (4) Iquiapaza <i>et al.</i> (2008); (5) Mota (2007) ; (6) Rodrigues (2015).				

Fonte: Elaborado pelos autores.

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

A principal variável de interesse do estudo é a flexibilidade financeira. A capacidade de endividamento vem sendo apontada pela literatura como o principal mecanismo fornecedor de flexibilidade financeira (DeAngelo & DeAngelo, 2007; Marchica & Mura, 2010; Byoun, 2011; Denis, 2011; Agha & Faff, 2014; Arslan-Ayaydin *et al.*, 2014). Desta forma, optou-se pela utilização de uma *proxy* representativa da capacidade de endividamento das empresas.

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

A utilização do setor como referência para análise da capacidade de endividamento respalda-se no fato de empresas de indústrias similares apresentarem características semelhantes, sendo que o setor pode ser utilizado como *benchmarking* para a realização de ajustes na estrutura de capital das empresas (Campos & Nakamura, 2015). Ghosh e Jain (2000) defendem que a mensuração da capacidade de dívida ideal de uma empresa não é factível, sendo por isso viável a utilização dos níveis de endividamento de empresa de

setores similares. Neste contexto, a utilização da média ou mediana da indústria pode ser viável enquanto referência para apuração da capacidade de dívida adicional, uma vez que as empresas de indústrias semelhantes tendem a convergir para um equilíbrio de alavancagem de longo prazo.

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

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

- **Oportunidades de crescimento:** Espera-se uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e pagamento de dividendos. A *proxy* utilizada é a medida *Market-to-Book*, em concordância com Fama e French (2001), Aivazian *et al.* (2003), Ferreira *et al.* (2010), Fernandes e Ribeiro (2013) e Forti *et al.* (2015). Para mensurar a *proxy Market-to-Book* foi calculado o ativo total deduzido do patrimônio líquido e acrescido do valor de mercado das ações, sendo este resultado depois dividido pelo ativo total. Empresas em crescimento estariam preocupadas em reter os recursos gerados internamente para financiar novos investimentos, o que desencadearia na redução dos níveis de pagamento de dividendos.

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

- **Endividamento:** Empresas endividadas teriam menor propensão a distribuir resultados. A *proxy* utilizada para representar o endividamento da empresa é obtida mediante a razão entre o passivo total e o ativo total da empresa, conforme também adotado por Santos (2014) e Vancin e Procianoy (2016). Empresas endividadas já estariam comprometidas em reter recursos para o pagamento de juros e amortização das dívidas, o que desencadearia a relação negativa entre endividamento e pagamento de dividendos.

- **Risco:** Empresas com resultados mais voláteis tendem a distribuir uma menor proporção de dividendos, devido à imprecisão associada aos resultados a serem obtidos futuramente. Para mensurar o risco das empresas foi utilizada a mesma *proxy* adotada por Vancin e Procianoy (2016), sendo obtida mediante o desvio-padrão dos logaritmos naturais dos últimos quatro anos de receitas operacionais. A tendência é de que empresas com maiores níveis de risco retenham os resultados, como forma de precaução, devido à incerteza do comportamento de seus lucros.

- Investimentos: Projetos de investimentos e pagamento de dividendos concorrem pelas mesmas fontes de recursos e por este motivo, espera-se uma relação negativa entre investimentos e distribuição de resultados. Utilizou-se a taxa de crescimento do ativo das companhias como proxy para investimento, conforme também realizado por Denis e Osobov (2008), Santos (2014) e Vancin e Procianoy (2016). Caso a empresa vislumbre oportunidades viáveis de investimento, a tendência é de que ela retenha os recursos para aproveitar tal oportunidade e reduza os níveis de dividendos.

- Liquidez: Empresas detentoras de maiores níveis de liquidez possuem maior autonomia para distribuir uma maior proporção de resultados. Utilizou-se o índice de liquidez corrente, obtido mediante a razão entre o ativo circulante e o passivo circulante, conforme Forti *et al.* (2015). Espera-se que exista uma relação positiva entre liquidez e pagamento de dividendos.

- Setor e Ano: Adicionalmente foram incorporadas ao modelo *dummies* representativas de setor e ano.

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

Quadro 3 - Definição das variáveis independentes do estudo

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

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

Fonte: Elaborado pelos autores.

O problema de pesquisa é baseado em dois modelos de regressões, conforme demonstrado nas Equações (1) e (2).

$$DIV_AT_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEND_{it} + \beta_2 LUCR_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 END_{it} + \beta_6 RISC_{it} + \beta_7 INV_{it} + \beta_8 LIQ_{it} + \sum *SETOR_j + \sum *ANO_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$PAY_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEND_{it} + \beta_2 LUCR_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 END_{it} + \beta_6 RISC_{it} + \beta_7 INV_{it} + \beta_8 LIQ_{it} + \sum *SETOR_j + \sum *ANO_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

3.3 Definição da amostra

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

As empresas do segmento financeiro foram excluídas da amostra, devido às características contábeis e setoriais específicas. Este procedimento foi adotado por Silva e Brito (2005), Iquiapaza *et al.* (2008), Ferreira *et al.* (2010), Fernandes e Ribeiro (2013), Almeida *et al.* (2014) e Forti *et al.* (2015). As empresas que apresentaram Patrimônio Líquido negativo em algum dos anos de análise também foram retiradas da amostra. A Tabela 1 evidencia os critérios de seleção amostral.

Tabela 1 - Definição da amostra do estudo

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

Fonte: Elaborada pelos autores.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 2 demonstra as estatísticas descritivas do estudo, evidenciando as informações pertinentes ao número de observações, média, desvio-padrão e valores mínimos e máximos.

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

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

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

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

Fonte: Resultados da pesquisa.

Na estatística descritiva, evidenciada na Tabela 2, é possível observar que o índice de lucratividade, medido pela razão entre lucro operacional e ativo total, das empresas da amostra é de 6,11%, em média, variando entre -12,75% e 23,20%. O índice de oportunidades de crescimento evidenciou que, em média, o valor de mercado da empresa corresponde a 1,29 vezes o valor contábil, variando entre 0,71 e 2,44. O índice de endividamento, medido pela razão entre passivo total e ativo total, é de 53,73%, em média. O indicador da variação no volume de investimentos demonstrou que, em média, os investimentos das empresas variaram 1% de um ano para o outro. A *proxy* representativa da liquidez, medida pela razão entre ativo circulante e passivo circulante, evidenciou que a liquidez corrente das empresas estudadas é, em média, de 1,77, variando entre 0,51 e 4,25.

A Tabela 3 demonstra a matriz de correlação das variáveis do estudo e nela é possível observar que a variável de interesse (CEND) apresentou associação positiva, porém fraca, com o indicador dividendos por ativo, de forma coerente com as previsões teóricas. Porém, foi possível observar uma associação negativa com o índice *payout*. As demais variáveis independentes do estudo apresentaram, quase em sua totalidade, a associação esperada com as variáveis dependentes.

O índice de lucratividade apresentou associação positiva com os dois índices de distribuição de dividendos. A medida *Market-Book*, utilizada para mensurar oportunidades de crescimento, também apresentou associação positiva com as variáveis dependentes do estudo. O tamanho e a liquidez também apresentaram associação positiva com os índices de distribuição de dividendos. Os indicadores de endividamento, risco e investimento apresentaram associação negativa com o índice dividendos por ativo e *payout*, conforme fundamentado pela literatura.

Tabela 3 - Matriz de correlação das variáveis dependentes e independentes

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

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

Fonte: Resultados da pesquisa.

Destaca-se que as regressões foram estimadas com erros robustos, para correção de heterocedasticidade. Quanto à multicolinearidade, nenhuma das variáveis apresentou resultado do teste *Variance Inflation Factor* (VIF) superior a dois, sendo que a literatura aponta dez como sendo o limite. Na Tabela 4 estão os resultados das regressões em painel para os dois modelos do estudo.

Gujarati (2011) trata a ausência de heterocedasticidade e de multicolinearidade como hipóteses simplificadoras de um modelo de regressão linear clássico. Os procedimentos de correção de heterocedasticidade são cruciais para a qualidade das estatísticas e validação dos resultados achados nas respectivas análises de significância das variáveis.

Os resultados do teste de Hausman, conforme reportados na Tabela 4, rejeitaram a hipótese nula de o modelo ser estimado com efeitos aleatórios, o que inviabilizou a utilização de um modelo *Tobit* em painel, uma vez que não há estimador condicional de β para um modelo *Tobit* em painel com efeitos fixos (Greene, 2011).

Por meio das análises das regressões, evidenciadas na Tabela 4, é possível observar uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% entre a variável representativa de flexibilidade financeira (CEND) e o índice de dividendos por ativo. A relação positiva entre CEND e DIVAT é coerente com a hipótese de pesquisa e com as evidências encontradas por Alli *et al.* (1993), de que empresas com maior flexibilidade pagam dividendos mais elevados.

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

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

Tabela 4 - Regressão Tobit para teste da influência da flexibilidade financeira na distribuição de dividendos das empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016

Variáveis	Modelo 1 DIVAT		Modelo 2 PAY	
	Pooled Tobit		Pooled Tobit	
	Coefficiente	Significância	Coefficiente	Significância
CEND	0.0042	0.027** (2.21)	-0.0395	0.466 (-0.73)
LUCR	0.1570	0.000*** (10.47)	4.1355	0.000*** (11.42)
CRESC	0.0190	0.000*** (10.61)	0.0237	0.574 (0.56)
TAM	0.0026	0.000*** (4.15)	0.0649	0.001*** (3.48)
END	-0.0289	0.000*** (-6.43)	-0.2122	0.114 (-1.58)
RISC	-0.0169	0.000*** (-3.52)	-0.4884	0.001*** (-3.25)
INV	-0.0416	0.000*** (-7,50)	-0.5320	0.001*** (-3.22)
LIQ	0.0029	0.003*** (2.98)	0.0990	0.001*** (3.47)
Constante	-0.0566	0.001*** (-3.47)	-0.9440	0.052* (-1.94)
Média VIF	1,54		1,54	
Hausman	Prob>chi2 = 0.0000		Prob>chi2 = 0.0001	
Nº	1.136		1.136	
Observações				
Pseudo R2	-0.2460		0.1829	

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

Fonte: Resultados da pesquisa.

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

Na Tabela 4 também é possível observar uma relação positiva e significativa ao nível de 1% entre tamanho e distribuição de dividendos, evidenciada nos dois modelos de regressão e corroborando assim com a literatura sobre o tema. Ainda de forma coerente com a literatura, é evidenciada uma relação negativa e significativa entre risco e distribuição de dividendos, demonstrando que empresas com resultados mais voláteis distribuem menor volume de recursos na forma de dividendos.

De forma complementar, nota-se nos resultados das regressões que as empresas distribuem dividendos quando apresentam baixo endividamento (relação significativa no modelo 1), baixos volumes de investimentos (relação

significante nos modelos 1 e 2) e altos níveis de liquidez (relação significativa nos modelos 1 e 2). Os resultados encontrados para endividamento, investimentos e liquidez são coerentes com os achados de Lie (2005), sendo que ao abordar a relação entre flexibilidade financeira e política de distribuição de resultados, o autor encontrou resultados semelhantes.

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

O Quadro 4 demonstra um cruzamento entre os resultados esperados e aqueles efetivamente alcançados nas regressões.

Quadro 4 - Hipóteses de pesquisa versus resultados obtidos no estudo

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

Fonte: Elaborado pelos autores.

Como pode ser observado no Quadro 4, os resultados obtidos nas regressões foram, na maioria dos casos, coerentes com a hipótese de flexibilidade financeira e com outros determinantes considerados relevantes pela literatura. Constatou-se que as empresas detentoras de capacidade de endividamento – principal mecanismo fornecedor de flexibilidade financeira – distribuem mais recursos na forma de dividendos.

4.1 Teste de robustez

Como teste de robustez, optou-se pela utilização de uma modelagem econométrica diferenciada da anteriormente utilizada. Além do modelo *Pooled Tobit*, optou-se por se utilizar o modelo *Probit*, para avaliar a propensão da empresa em distribuir dividendos. A variável dependente passou a ser uma *dummy* que assume valor 1 se a empresa distribuiu dividendos e 0 em caso contrário, conforme também realizado por Liljeblom e Pasternack (2006), Brown, Liang e Weisbenner (2007) e Zagonel (2013). Foi realizado um comparativo de coeficientes para avaliar qual modelo de regressão se adequava melhor ao conjunto de dados (*Logit* ou *Probit*), sendo constatado que o modelo *Probit* apresentava melhores resultados.

Com exceção do endividamento, que agora foi retirado do modelo, todas as demais *proxies* das variáveis independentes foram novamente utilizadas. Ao utilizar a *dummy* como variável dependente, o teste de Hausman não rejeitou a hipótese nula de o modelo ser estimado com efeitos aleatórios,

sendo por isso utilizado o modelo *Probit* em Painel com efeitos aleatórios. A equação 3 demonstra a nova modelagem econométrica e a Tabela 5 apresenta os resultados da regressão *Probit*. Destaca-se que as regressões foram estimadas com erros robustos, para correção de heterocedasticidade.

$$DUMMY_{it} = \beta_0 + \beta_1 CEND_{it} + \beta_2 LUCR_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 RISC_{it} + \beta_6 INV_{it} + \beta_7 LIQ_{it} + \sum *SETOR_j + \sum *ANO_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

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

Tabela 5 - Regressão *Probit* para teste da influência da flexibilidade financeira na distribuição de dividendos das empresas brasileiras, no período compreendido entre 2011 e 2016

Variáveis	Modelo 3 <i>Probit</i> com efeitos aleatórios		
	Variável Dependente: <i>dummy</i> representativa da propensão da empresa em distribuir dividendos		
	Sinal Esperado	Coefficiente	Significância
CEND	(+)	0.7560	0.030** (2.17)
LUCR	(+)	4.1887	0.003*** (2.98)
CRESC	(-)	0.7664	0.007*** (2.69)
TAM	(+)	0.7171	0.000*** (5.66)
RISC	(-)	-1.4829	0.047** (-1.99)
INV	(-)	-0.8055	0.178 (-1.35)
LIQ	(+)	0.6649	0.000*** (4.49)
Constante		-15.9208	0.000*** (-5.68)
Média VIF	1.43		
Hausman	Prob>chi2 = 0.8152		
Nº Observações	1.136		

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

Fonte: Resultados da pesquisa.

Na Tabela 5 também é possível observar que as empresas que distribuem dividendos são mais lucrativas, tendo sido evidenciada uma relação positiva e

significante ao nível de 1%. Também foi constatado que empresas detentoras de maiores índices de liquidez possuem maior propensão em distribuir resultados, sendo identificada uma relação positiva e significativa ao nível de 1%. Foi, ainda, demonstrada uma relação positiva e significativa a 1% entre tamanho e a variável dependente, demonstrando que empresas maiores tem maior propensão em distribuir dividendos. A última relação positiva identificada no modelo foi entre oportunidades de crescimento e a variável dependente, evidenciando que as empresas que distribuem dividendos têm maiores oportunidades de crescimento.

No teste de robustez também foi possível constatar uma relação negativa entre risco e a variável dependente, sendo tal relação significativa ao nível de 5%. A relação negativa entre risco e distribuição de resultados demonstra que as empresas que apresentam resultados mais voláteis têm menor propensão em distribuir resultados, na forma de dividendos, aos investidores.

Os resultados identificados no teste de robustez corroboram a teoria sobre os fatores determinantes da distribuição de dividendos. Além disso, confirmam a aceitação da hipótese de pesquisa, que previa que empresas com capacidade de dívida não utilizada e, portanto, detentoras de maior flexibilidade, distribuiriam mais dividendos. A relação positiva entre flexibilidade financeira, expressa por meio de capacidade de dívida, corrobora os resultados de Kumar e Vergara-Alert (2018) e Fliers (2019).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

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

Em termos metodológicos, foi estudada uma amostra com 614 companhias, contendo empresas ativas e canceladas e o período de análise compreendeu seis anos (2011-2016). Devido ao fato dos dividendos se comportarem como uma variável dependente com distribuição truncada em zero, optou-se pela utilização da regressão *Tobit* para as análises econométricas. Foram operacionalizados dois modelos de regressão, considerando o indicador dividendo por ativo e o índice *payout* como variáveis dependentes alternativas.

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

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

os resultados anteriormente encontrados. Os resultados das regressões (*Tobit* e *Probit*) permitiram o aceite da hipótese de pesquisa desenvolvida no estudo, de acordo com as previsões teóricas sobre o tema de flexibilidade financeira.

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

Como limitação da pesquisa, destaca-se que as técnicas econométricas empregadas não têm efeito sobre a correção de endogenia. Porém, mesmo diante da limitação proveniente de possível endogeneidade do modelo, o estudo avança ao inserir mais um fator determinante da distribuição de dividendos no Brasil, até então pouco explorado pela literatura. Além disso, o estudo apresenta contribuição no nível prático e social, ao fornecer subsídio para a tomada de decisão de gestores e investidores, permitindo maior compreensão sobre os fatores desencadeadores da distribuição de resultados.

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

REFERÊNCIAS

Agha, M., & Faff, R. (2014). An investigation of the asymmetric link between credit re-ratings and corporate financial decisions: "flicking the switch" with financial flexibility. *Journal of Corporate Finance*, 29, 37-57.

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.

Alli, K. L., Khan, A. Q., & Ramirez, G. G. (1993). Determinants of corporate dividend policy: a factorial analysis. *Financial Review*, 28(4), 523-547.

Almeida, L. A. G., Tavares, F. O., & Pereira, E. T. (2014). Determinantes da política de dividendos em Portugal. *Revista Universo Contábil*, 10(4), 162-181.

Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7(2), 136-145.

Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(2), 211-250.

Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2002). Revisiting the dividend puzzle: do all of the pieces now fit?. *Review of Financial Economics*, 11(4), 241-261.

Black, F. (1976). The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5-8.

Blau, B. M., & Fuller, K. P. (2008). Flexibility and dividends. *Journal of Corporate Finance*, 14(2), 133-152.

Bonaimé, A. A., Hankins, K. W., & Harford, J. (2013). Financial flexibility, risk management, and payout choice. *The Review of Financial Studies*, 27(4), 1074-1101.

Bonaimé, A. A., Hankins, K. W., & Jordan, B. D. (2016). The cost of financial flexibility: evidence from share repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 38, 345-362.

Bonaime, A. A., Harford, J., & Moore, D. (2019). Payout Policy Tradeoffs and the Rise of 10b5-1 Preset Repurchase Plans [Working Paper]. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2557005

Booth, L., Wang, M., & Zhou, J. (2019). Import competition and financial flexibility: evidence from corporate payout policy. *International Review of Economics & Finance*, (63), 382-396.

Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Princípios de Finanças Corporativas*. (8ª ed.). São Paulo: McGraw-Hill

Brown, J. R., Liang, N., & Weisbenner, S. (2007). Executive financial incentives and payout policy: firm responses to the 2003 dividend tax cut. *The Journal of Finance*, 62(4), 1935-1965.

Bulan, L. T., & Subramanian, N. (2008). A closer look at dividend omissions: payout policy, investment and financial flexibility [Working Paper]. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1335854

Byoun, S. (2011). Financial flexibility and capital structure decision [Working Paper]. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=1108850>.

Campos, A. L. S., & Nakamura, W. T. (2015). Rebalanceamento da estrutura de capital: endividamento setorial e folga financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 19, 20-37.

Daniel, N. D., Denis, D. J., & Naveen, L. (2010). Sources of financial flexibility: evidence from cash flow shortfalls [Working Paper]. Recuperado de https://www.researchgate.net/profile/Naveen_Daniel/publication/228597401_Sources_of_financial_flexibility_Evidence_from_cash_flow_shortfalls/links/00463521aad4003712000000.pdf

DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). Capital structure, payout policy, and financial flexibility [Working Paper]. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=916093>

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2004). Are dividends disappearing? dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72(3), 425-456.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2009). Corporate payout policy. *Foundations and Trends® in Finance*, 3(2-3), 95-287.

Denis, D. J. (2011). Financial flexibility and corporate liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 667-674.

Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.

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.

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), 1-33.

Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(1), 131-156.

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).

Ferreira, W. O., Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., & Bastos, D. D. (2010). Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. *FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão*, 13(2), 190-203.

Fliers, P. T. (2019). What is the relation between financial flexibility and dividend smoothing?. *Journal of International Money and Finance*, 92, 98-111.

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.

Forti, C., & Schiozer, R. F. (2015). Bank dividends and signaling to information-sensitive depositors. *Journal of Banking & Finance*, 56, 1-11.

Futema, M. S., Basso, L. F. C., & Kayo, E. K. (2009). Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 20(49), 44-62.

Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 2263-2296.

Ghosh, A., & Jain, P. C. (2000). Financial leverage changes associated with corporate mergers. *Journal of Corporate Finance*, 6(4), 377-402.

Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105.

Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2), 187-243.

Greene, W. H. (2011). *Econometric Analysis* (7ª ed.). New York: Prentice Hall.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica* (5ª ed.). Porto Alegre: AMGH.

Harris, C. (2015). Financial Flexibility and Capital Structure. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 19(2), 119-127.

Iquiapaza, R. A., Lamounier, W. M., & Amaral, H. F. (2008). Assymmetric information and dividends payout at the Sao Paulo stock exchange (Bovespa). *Advances in Scientific and Applied Account.* (1)1, 1-14.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.

Kaveski, I. D. S., Carpes, A. M. 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.

King'wara, R. (2015). The relationship between financial flexibility and dividend payouts: a case of listed firms in Kenya. *European Journal of Business and Management*, 7(3), 51-58.

Kowalewski, O., Stetsyuk, I., & Talavera, O. (2007). Corporate governance and dividend policy in Poland [Working Paper]. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=986111

Kumar, A., & Vergara-Alert, C. (2018). The Effect of Financial Flexibility on Payout Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1-27.

Lee, C. F., Gupta, M. C., Chen, H. Y., & Lee, A. C. (2011). Optimal payout ratio under uncertainty and the flexibility hypothesis: theory and empirical evidence. *Journal of Corporate Finance*, (17), 483-501.

Leite, M., Bogoni, N. M., & Hein, N. (2019). Revisitando os determinantes da distribuição de dividendos: uma análise em empresas brasileiras. *Revista Ambiente Contábil*, 11(1), 58-76.

Lie, E. (2005). Financial flexibility, performance, and the corporate payout choice. *The Journal of Business*, 78(6), 2179-2202.

Liljeblom, E., & Pasternack, D. (2006). Share repurchases, dividends and executive options: the effect of dividend protection. *European Financial Management*, 12(1), 7-28.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.

Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, 39(4), 1339-1365.

Marques, L. D. (2000). Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura [Working Paper]. Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão da Faculdade de Economia do Porto. Recuperado de <https://econpapers.repec.org/paper/porfepwps/100.htm>

Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. *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(4), 411-433.

Mota, D. C. (2007). *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Neves, J. R. (2011). *Assimetria de informação e a política de dividendos: um estudo no mercado brasileiro* (Dissertação de Mestrado). Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, Brasil.

Rapp, M. S., Schmid, T., & Urban, D. L. (2012). The value of financial flexibility and payout policy [Working Paper]. *Technische Universität München*.

Rapp, M. S., Schmid, T., & Urban, D. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, 288-302.

Rodrigues, R. L. (2015). *Teoria de agência, governança corporativa e políticas de dividendos: evidências nas empresas brasileiras de capital aberto* (Dissertação de Mestrado). Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil.

Santos, F. T. G. (2014). *A influência do investimento e do financiamento na política de distribuição de dividendos: evidência empírica das empresas do índice PSI 20* (Dissertação de Mestrado). Universidade do Algarve, Faro, Portugal.

Silva, J. C. G. D., & Brito, R. D. (2005). Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, 35(1), 37-79.

Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123.

Yung, K., Li, D. D., & Jian, Y. (2015). The value of corporate financial flexibility in emerging countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 32, 25-41.

Zagonel, T. (2013). *Política de dividendos, tributação e governança corporativa no Brasil* (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.