

As Decisões Financeiras que Afetam o Payout das Firms Brasileiras**MARLOS FERNANDES***Universidade de São Paulo***JOÃO PAULO AUGUSTO EÇA***Universidade de São Paulo***MATHEUS DA COSTA GOMES***Universidade de São Paulo***MAURÍCIO RIBEIRO DO VALLE***Universidade de São Paulo***Resumo**

Este trabalho tem por objetivo verificar se as decisões de investimento e de financiamento são fatores determinantes das decisões de remuneração dos acionistas (*payout*) nas companhias brasileiras de capital aberto. Essa proposição tem como base a Teoria da Política de *Payout* (*Theory of Payout Policy*) desenvolvida por Lambrecht e Myers (2012). De acordo com a teoria, tendo em vista que os gestores buscam suavizar o pagamento de seus acionistas, eventuais choques no lucro das companhias podem ser absorvidos pelas políticas de financiamento e investimento (*Capex*). Com isso, tem-se que a política de *payout* e as decisões de investimento e financiamento estão conectadas pela restrição orçamentária das empresas (i.e. fontes/origens = aplicações). Para o desenvolvimento deste estudo, investigouse uma amostra composta por 307 companhias listadas na B3 durante o período 2010-2018, envolvendo 2.122 observações. A proposição de pesquisa foi testada utilizando modelos econométricos com dados em painéis. Os resultados apontam para uma interdependência entre as políticas de investimento e financiamento com as decisões de *payout*. Mais especificamente, a política de *payout* se mostrou positivamente relacionada com a decisão de investimento (*Capex*). A partir desse resultado, entende-se que seja possível que os investimentos realizados aumentem a perspectiva de lucro futuro das empresas, provocando assim ajustes no *payout* presente (aumento gradual/suavizado). Além disso, os resultados apontaram para uma relação também positiva entre *payout* e endividamento, sinalizando assim para a possibilidade de manutenção da política de *payout* por meio do aumento da alavancagem. Conclui-se, a partir disso, que a política de remuneração dos acionistas deve ser posta em conjunto com as políticas de financiamento e de investimento para uma melhor compreensão da primeira.

Palavras-chave: *Payout*, Investimento, Financiamento.**1 INTRODUÇÃO**

A decisão de remuneração dos acionistas (*payout*) é o objeto central desta pesquisa. A análise de *payout* realizada aqui é fundamentada na Teoria da Política de *Payout* (*Theory of Payout Policy*), desenvolvida por Lambrecht e Myers (2012), na qual os autores defendem que, em essência, para se compreender a dinâmica da política de *payout*, esta deve ser posta

em conjunto com as políticas de financiamento e de investimento. Dessa forma, como apontado por Abor e Bokpin (2010), pode-se considerar que as decisões de *payout*, de investimento e de financiamento estão relacionadas entre si.

Em se tratando do investimento, Ardestani et al. (2013) apontam para sua relevância ao considerá-lo fator essencial para o crescimento das firmas e que, além disso, é capaz de exercer impacto sobre a política de *payout* das mesmas. A este respeito, a título de exemplo, determinada firma pode preferir pagar baixos dividendos por causa do otimismo dos gestores quanto ao seu futuro, utilizando dessa forma a retenção do lucro para investir na sua expansão (BREALEY; MYERS, 1988).

Por outro lado, os financiamentos guardam relação com o *payout* à medida em que um elevado pagamento de dividendos pode implicar significativamente na necessidade de financiamento externo, caso a empresa não gere recursos internos suficientes para manutenção de suas operações e política de *payout* (DAMIJAN, 2018).

Isto posto, o que se vê é que a decisão de *payout* mistura-se com as decisões de financiamento e investimento (LAMBRECHT; MYERS, 2012). Em nível global, Hoang e Hoxha (2015) elaboraram um estudo em que buscaram investigar evidências empíricas acerca da relação entre as políticas de investimento e financiamento e o *payout* das firmas. Eles analisaram 7.544 empresas listadas na base Compustat. Entre os resultados, os autores verificaram que o *payout* é negativamente relacionado com os investimentos organizacionais, ao passo que se mostrou positivamente relacionado com os financiamentos e o lucro. Estes resultados, portanto, apontam para a existência de evidências empíricas sobre aquilo que Lambrecht e Myers (2012) já estabelecia em sua teoria.

Para Hoang e Hoxha (2015), os resultados encontrados são consistentes com a ideia de que as políticas de investimento e financiamento podem ser ajustadas com vistas a gerenciar a restrição orçamentária da empresa e, com isso, manter o nível de *payout* suavizado. Por meio desse resultado, Hoang e Hoxha (2015) puderam oferecer sustentação empírica à relação, já teorizada por Lambrecht e Myers (2012), entre as decisões financeiras da firma.

Todavia, posto que a Teoria da Política de *Payout* foi conjecturada em um contexto jurídico-econômico estadunidense, um teste empírico exclusivamente no Brasil pode apresentar resultados distintos dos obtidos por Hoang e Hoxha (2015), principalmente em período de instabilidade macroeconômica. Há ao menos dois grandes desafios à conjuntura teórica estabelecida. O primeiro, refere-se à harmonização de uma possível influência dos empréstimos e financiamentos sobre a remuneração dos acionistas com a legislação brasileira, a qual define na Lei 6.404/1976 que os dividendos devem derivar do lucro gerado pelas companhias¹ e impõe a figura do dividendo obrigatório no caso de estatuto omissivo². O segundo desafio, trata-se de conciliar a citada teoria com circunstâncias de desinvestimento, algo não previsto inicialmente no arcabouço teórico e que marcou o período amostral (2010 a 2018) para uma quantidade relevante de empresas.

Diante do exposto, a presente pesquisa tem como sua questão central: as decisões de investimento e de financiamento nas organizações são capazes de explicar a variação do *payout* das firmas brasileiras? Os supracitados desafios da aplicação da Teoria da Política de *Payout* representam igualmente potenciais contribuições à mencionada teoria, o que justifica, em parte, o presente estudo. Todavia, a principal contribuição esperada é a potencialidade de desencadear uma melhor compreensão acerca dos fatores que influenciam as empresas brasileiras em suas decisões de *payout*. Com isso, espera-se que os resultados auxiliem no aprimoramento da tomada de decisão de gestores financeiros e investidores.

Ao ser embasado na Teoria da Política de *Payout*, este estudo trata de duas relações principais, sendo elas a existente entre *payout* e investimento e, ainda, entre àquela e financiamento, em um modelo que considera a interdependência entre as diferentes decisões financeiras da empresa. A última dessas relações contempla os possíveis impactos na remuneração dos acionistas advindos das decisões de financiamento por recursos próprios da organização ou ainda por empréstimos e financiamentos obtidos. No que tange aos possíveis efeitos sobre o *payout* decorrentes da política de investimento, essa última será examinada por meio da aquisição de bens de capital (Capex) nas organizações. Ambas as formas de exame dessas relações estão em conformidade com as proposições de Lambrecht e Myers (2012).

2 TEORIA DA POLÍTICA DE *PAYOUT*

Em função do objetivo de investigar se as decisões de investimento e de financiamento são fatores determinantes das decisões de *payout* nas organizações brasileiras, a presente pesquisa toma como fundamentação teórica a Teoria da Política de *Payout*, elaborada por Lambrecht e Myers (2012). Os autores postulam em sua obra que as políticas organizacionais de remuneração dos acionistas derivam da política de investimento e financiamento previamente estabelecidas, e que os gestores utilizam financiamentos externos ao da própria companhia em eventuais choques de receita para não incorrer em alterações abruptas da vigente política de *payout*.

O pressuposto de suavização da política de dividendos, na qual se baseia parcialmente a Teoria da Política de *Payout*, é originária da pesquisa de Lintner (1956), na qual o autor sustenta, por meio de observações empíricas, que o pagamento de dividendos tende a ser função do montante pago em momentos passados. Segundo Lintner (1956), os gestores tendem a ter por objetivo a não alteração da política de dividendos organizacional.

Isso acontece, conforme aponta Lintner (1956), justamente por acreditarem (os gestores) que os acionistas não só preferem como valorizam taxas de *payout* mais estáveis. Este foi um comportamento comum encontrado por Lintner (1956) entre os gestores de empresas. O autor enfatiza que quando o resultado da empresa exige mudança na distribuição de dividendos, tal mudança é aplicada apenas parcialmente no período em vigor. Ajustes adicionais são feitos gradativamente nos anos subsequentes, reduzindo assim possíveis reações adversas por parte dos acionistas e, conseqüentemente, quedas substanciais no valor de mercado das ações.

As discussões sobre a forma como as empresas administram sua política de dividendos têm sua relevância estritamente ligada à maximização do retorno dos acionistas e, de maneira mais ampla, à sua possível interdependência com outras políticas organizacionais (LOSS; SARLO NETO, 2006).

Em um mercado de capitais perfeito, por exemplo, as decisões de investimento não têm ligação com as decisões de dividendo (MODIGLIANI; MILLER, 1958). Contudo, quando são considerados mercados imperfeitos, a hipótese de dependência entre diferentes decisões financeiras passa a ser uma possibilidade. Higgins (1972) aponta que a utilização dos recursos da organização, para fins de investimento, e o financiamento de dívidas, são alguns dos fatores que podem influenciar a política de *payout*. Mais especificamente, novas dívidas de longo prazo têm influência negativa sobre a quantidade de dividendos pagos. Além disso, choques econômicos também impactam as decisões de remuneração dos acionistas (AKBAR; REHMAN; ORMROD, 2013; LIM, 2016).

Em conformidade com a linha argumentativa de interdependência entre as diferentes decisões financeiras, Brav et al. (2005) entrevistaram 407 executivos financeiros sobre a decisão quanto ao modo de remuneração dos acionistas. Os autores constataram que quase 50% dos entrevistados disseram que alterariam a política de dividendos em função de oportunidades de investimento, embora cerca de 80% deles tenham afirmado que alterariam as decisões de recompras de ações em função de tais oportunidades.

Lambrecht e Myers (2012) argumentam que a política de investimento, quando delineada, exerce influência significativa na decisão de estabelecer uma política de remuneração dos acionistas. Os autores ainda defendem que, após o estabelecimento inicial, ambas as políticas (de investimento e *payout*) tendem a correr isoladas uma da outra. No entanto, os autores ponderam que os investimentos exercem impacto sobre o lucro projetado da companhia e este, por seu turno, sobre a remuneração dos acionistas. Em outras palavras, essa maior - ou menor - expectativa quanto aos resultados futuros é refletida no nível atual de remuneração dos acionistas (suavização do *payout*). Dessa forma, Lambrecht e Myers (2012) sustentam que há uma influência positiva e indireta do investimento sobre o *payout* vigente.

Ressalta-se que a relação previamente exposta entre remuneração dos acionistas e investimento, estipulada pela Teoria da Política de *Payout*, não prevê o comportamento de companhias que estejam em dificuldades financeiras e que tenham que incorrer em políticas de desinvestimento, como afirmam Lambrecht e Myers (2012).

A expectativa de relação positiva entre investimentos e *payout* também encontra na literatura relativa ao fenômeno da remuneração dos acionistas, restrições quanto às circunstâncias em que há baixas oportunidades rentáveis de investimento. No contexto estadunidense, Grullon e Michaely (2004) analisaram 4.443 eventos de *payout*, entre 1980 e 1997, e constataram que as aquisições acionárias tendem a ser afetadas pelos mesmos fatores determinantes dos dividendos, de forma que, em circunstâncias de mitigação das oportunidades de investimentos, há uma elevação do *payout*.

A política de financiamento, por sua vez, é, para Lambrecht e Myers (2012), a única variável que pode ser considerada livre no contexto de restrição orçamentária vivenciado pelas empresas (fontes/origens = aplicações). De maneira mais detalhada, posto que a empresa tende a estabelecer sua estratégia de investimento e, além disso busca suavizar o *payout*, os financiamentos, no lado das origens, figuram-se como uma opção à empresa de balancear seu orçamento (fontes/origens = aplicações).

Dessa forma, Lambrecht e Myers (2012) asseveram que a dívida da empresa não tende a seguir um modelo de ajuste alvo (*target adjustment model*). É por esta razão que os autores argumentam que a teoria por eles desenvolvida se aproxima da chamada Teoria do *Pecking Order* proposta por Myers e Majluf (1984) e Myers (1984).

Em suma, ao sustentar que parte dos recursos destinados ao *payout* tem como origem o próprio lucro da companhia, a Teoria da Política de *Payout* se coloca em conformidade com a legislação brasileira. Isso acontece tendo em vista que a legislação estabelece, por meio da Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/1976), em seu artigo 202, que os dividendos são obrigatórios para as sociedades anônimas, sendo essa remuneração dos acionistas decorrente da obtenção de lucro em suas atividades organizacionais.

A Lei 6.404/76, e posteriormente a Lei 10.303/01 preveem um mínimo de distribuição de dividendos de 25% do lucro ajustado, no caso de estatuto omissivo; e, em 1996 a política de distribuição de dividendos passou a ser influenciada pela legislação fiscal, em que a Lei 9.249/95 introduziu outra opção para as empresas remunerarem o capital próprio, por intermédio do pagamento dos Juros sobre o Capital Próprio.

No entanto, a Teoria da Política de *Payout* reconhece que, em circunstâncias de reduções repentinas (choques) do lucro obtido por suas atividades, as companhias utilizam o financiamento externo para a manutenção ou mesmo revisão gradativa do seu *payout*, como elucidam Lambrecht e Myers (2012). Sendo assim, a contração de empréstimos também tende a figurar-se como uma origem de recursos para remuneração dos acionistas.

Essa necessidade de recursos externos para o financiamento do *payout* em períodos de choque no lucro das companhias, ficou ainda mais nítido na crise do *subprime*, quando houve uma mitigação do crédito ofertado no mercado financeiro. De acordo com Bliss, Cheng e Denis (2015), cerca de 89% das companhias listadas na base Compustat reduziram seus gastos em recompras de ações, sendo que os autores atribuem essa queda, em parte, às restrições de empréstimos e financiamentos concedidos no período, e não somente às reduções do lucro. Lim (2016) destaca que a maioria das empresas passou por um processo de desalavancagem e redução do pagamento dos dividendos em resposta à crise econômica mundial.

Ainda que o lucro tenha de ser a fonte da qual derive os dividendos, um dos principais integrantes da remuneração aos acionistas no Brasil, a presente pesquisa defende que utilização de empréstimos para a manutenção ou alteração gradativa da política de *payout* também é válida na conjuntura jurídica-econômica brasileira. De fato, o pagamento de dividendos, juros sobre capital próprio (JSCP) e recompras de ações se configuram como fontes de decréscimos dos recursos financeiros da companhia. Por outro lado, essa saída de caixa pode implicar na necessidade de recursos para a realização de novos investimentos. Portanto, o esperado é uma relação indireta (positiva) entre *payout* e dívida, diferentemente do que acontece nos EUA.

Supondo que há o objetivo de suavização da política de remuneração dos acionistas, é de se esperar que, em circunstâncias de choques no lucro, as companhias brasileiras, tendo ao menos de reduzir gradativamente o *payout*, podem necessitar de empréstimos para que, após o pagamento de dividendos, juros sobre capital próprio ou recompras de ações, os recursos restantes sejam capazes de manter a política vigente de investimento e até mesmo as suas próprias atividades.

3 AMOSTRA E METODOLOGIA

Como já exposto, a presente pesquisa objetiva analisar se a política de investimento e de financiamento das companhias constituem, no Brasil, determinantes da remuneração dos acionistas. Para essa finalidade, foram analisadas as companhias não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). O critério de definição do período de análise foi estipulado pela implantação de normas internacionais de contabilidade no Brasil. Formada inicialmente pelas organizações listadas na B3, a amostra teve, além das exclusões das companhias financeiras, a retirada ainda das empresas cujo número de observações fosse inferior a 2 anos.

Com base nos critérios expostos, a pesquisa examinou, entre o período de 2010 a 2018, uma amostra constituída por 307 companhias, envolvendo 2.122 observações. O período de análise é justificado pela uniformidade das normas contábeis, posto que as companhias brasileiras tiveram de adotar necessariamente os padrões contábeis fixados pelas normas internacionais de contabilidade a partir do primeiro ano amostral, ou seja, o ano de 2010.

As variáveis obtidas por meio da coleta de dados foram deflacionadas pelo Índice Geral de Preço do Mercado (IGP-M), estando todos os valores analisados em bases de 2018.

Para minimizar impactos de *outliers*, sejam eles oriundos de anomalias temporais em determinados segmentos de mercado ou mesmo fruto de erros da base de dados, todo o conjunto de variáveis foi ainda winsorizado a 1% e 99%.

3.1 Modelo examinado

Por meio da análise de dados da amostra dispostos em painel, o modelo adotado para o exame dos fatores determinantes da remuneração dos acionistas partiu inicialmente da igualdade contábil da origem e aplicações de recursos, tal como fundamentado no estudo de Lambrecht e Myers (2012) e evidenciado na equação a seguir:

$$Payout_t + Investimento_t = \Delta Passivo Oneroso_t + Lucro Líquido_t \quad 1)$$

Essa equação representa inicialmente que os recursos de financiamento das companhias, bem como os oriundos de atividades organizacionais, tendem a ser aplicados no financiamento de seus novos investimentos e na remuneração de seus acionistas. Por meio do desenvolvimento da equação, é formulada a hipótese intrínseca do modelo de análise de que, a remunerações dos acionistas tem origem nas fontes de recursos supracitados, sendo maior ou menor, respectivamente, conforme menores ou maiores forem os investimentos realizados.

Sob a suposição de que os gestores buscam reduzir a variação do *Payout*, ou seja, do montante de gastos em recompras de ações e dividendos, Lambrecht e Myers (2012) argumentam que os investimentos tendem a ser ajustados periodicamente no intuito de manter relativamente constante a remuneração dos acionistas. Em função disso, a supracitada equação pode ser rearranjada, como expresso na equação 2.

$$Payout_t = \Delta Passivo Oneroso_t + Lucro Líquido_t - Investimento_t \quad 2)$$

A equação 2, fundamenta o modelo central de análise da presente pesquisa, o qual é representado na equação a seguir:

$$\ln(Payout_{it}) = \alpha_0 + \beta_1 \ln(\Delta Passivo Oneroso_{it}) + \beta_2 \ln(Lucro Líquido)_{it} - \beta_3 \ln(Capex_{it}) + \varepsilon \quad 3)$$

Na equação 3, para cada companhia *i*, o conjunto integral de variáveis é mensurado pelo logaritmo da respectiva variável. O conjunto de variáveis, por sua vez, é composto por *Payout*, que representa o somatório de dividendos, juros sobre capital próprio e aumento líquido de capital (recompras de ações – aumento de capital); *Passivo Oneroso* equivale ao montante de empréstimos e financiamentos obtidos pelas companhias; *Lucro Líquido* é o resultado financeiro das atividades organizacionais, sendo medido pelo regime de competência; e *Capex* é total de gastos em bens de capital. Os parâmetros β_1 a β_3 medem os efeitos das variáveis explicativas sobre a variação logarítmica do *Payout*; α_0 equivale ao termo constante; e, por fim, ε designa o erro aleatório. O modelo de análise mensura a variação percentual do *Payout* em relação às variações percentuais do conjunto de variáveis dependentes.

Com base na Teoria da Política de *Payout*, a expectativa é de que o parâmetro β_2 seja positivo, demonstrando que aumentos (reduções) do lucro implicam necessariamente em aumentos (reduções) da remuneração dos acionistas, corroborando, inclusive, a força legal de que os dividendos, um dos principais componentes do *payout* no Brasil, são oriundos da geração de lucro.

Em função da instabilidade econômica e política verificada no Brasil ao longo do período amostral, na qual se observou a crise macroeconômica internacional de 2011 e 2012, a recessão do produto interno bruto entre 2014 e 2016, o impedimento presidencial em 2016, há também uma expectativa que a correlação entre os passivos onerosos e a remuneração dos acionistas seja positiva, demonstrando que a manutenção do *payout* ou mesmo a sua redução gradativa, concomitantemente à manutenção da política de investimentos e da atividade empresária, demanda a contração de recursos externos, ou seja, empréstimos e financiamentos.

A expectativa em torno da relação entre investimentos e remuneração dos acionistas, no entanto, não é tão clara quanto as relações supracitadas. A Teoria da Política de *Payout* prevê que o crescimento dos investimentos gera uma ascensão do lucro esperado no longo prazo. Não obstante, a instabilidade econômica do Brasil, descrita anteriormente, pode caracterizar esse período como sendo de desinvestimento para uma porcentagem significativa da amostra. Sendo assim, mesmo não contempladas na teoria, é possível que, em circunstâncias de desinvestimento, a relação entre investimento e *payout* também seja positiva, uma vez que tal desinvestimento, possivelmente, possa gerar decréscimos no lucro esperado em momentos futuros, culminando em reduções na remuneração dos acionistas mesmo em momentos presentes.

Porém, a mesma instabilidade econômica pode implicar que o período seja de baixas oportunidades de investimento para uma expressiva quantidade de companhias na amostra. Essas baixas oportunidades de investir podem provocar aumentos do *payout* em função da simples ausência de outras possíveis fontes vantajosas de alocação dos recursos, como argumentado por Grullon e Michaely (2004).

O modelo econométrico utilizado neste estudo é o de dados em painel. Como decisão concernente à utilização do modelo, será preciso optar, com base em suporte estatístico, entre o uso de efeitos fixos, aleatórios ou por mínimos quadrados ordinários agrupados. No primeiro caso, α será considerado um parâmetro a ser estimado para cada companhia analisada. Fávero (2013) salienta que, apesar da terminologia, os efeitos fixos são, na verdade, randômicos para cada observação.

Se, entretanto, o parâmetro α puder ser considerado puramente aleatório, como explica Fávero (2013), não tendo qualquer correlação com os regressores, então adoção de efeitos aleatórios culminará em resultados mais precisos. O autor ainda elucida que a principal vantagem dos efeitos aleatórios é a possibilidade de estimar todos os coeficientes, inclusive os regressores que sejam constantes na dimensão do tempo. Por outro lado, o mesmo autor indica como notável desvantagem a possibilidade de estimação inconsistente dos parâmetros, restringindo, no entanto, esse cenário ao caso em que os efeitos fixos sejam a escolha mais adequada.

Para este estudo, optou-se pelo uso do modelo de efeitos fixos. A justificativa para essa escolha se concentra na capacidade que o modelo de efeitos fixos tem de captar diferenças existentes entre empresas da amostra por meio do parâmetro α . Dessa forma, posto que as decisões financeiras das firmas são caracterizadas por certa idiosincrasia, tal

capacidade se revela ainda mais pertinente para o presente estudo. Por fim, cumpre ainda mencionar que a regressão do modelo foi realizada por meio do *software* Stata®.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Estatística Descritiva

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis (equação 2), cujos resultados estão em milhares de reais. Nota-se, a partir da tabela 1, que, em média, entre 2010 e 2018, as empresas brasileiras distribuíram recursos aos acionistas (*payout*) no valor de R\$ 209.008 e obtiveram lucro líquido médio de R\$ 306.955. Essas empresas realizaram investimentos em bens de capital (Capex) na média de R\$ 562.576. Além disso, durante esse período, a média da dívida foi de R\$ 3.487.232 e a média da variação da dívida foi de R\$ 41.930.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis do modelo (em R\$ mil)

Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Payout	2.122	209.008	930.100	-1.790.396	6.656.490
Capex	2.122	562.576	1.321.963	-314,56	8.849.942
Lucro	2.122	306.955	1.382.123	-3.279.245	10.500.000
Dívida	2.122	3.487.232	7.906.309	0	54.600.000
Var_Dívida	2.122	41.930	1.909.695	-9.765.598	9.191.551

Notas: Payout = Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio + Recompras de Ações – Aumento de Capital; Capex: *Capital Expenditure*; Lucro: Lucro Líquido; Dívida = Passivo Oneroso Circulante + Passivo Oneroso Não Circulante; Var_Dívida = Passivo Oneroso Total de t – Passivo Oneroso Total de t-1.

A Tabela 2 mostra as médias entre grupos de empresas segregadas com base nos quartis da variável *payout*. Em suma, os dados da Tabela 2 indicam que as empresas que remuneraram mais (menos) seus acionistas foram as que, em média, investiram mais (menos), obtiveram maiores (menores) lucros e aumentaram (reduziram) as suas dívidas.

Tabela 2 – Média das variáveis para quatro grupos de empresas (segregados pelos quartis da variável *payout*)

	Payout			
	Ln_Payout	Ln_Capex	Ln_Lucro	Ln_Var_Dívida
1º quartil	-6,92	8,83	-2,43	-0,61
2º quartil	3,12	7,53	-1,20	-1,19
3º quartil	10,48	10,23	7,83	1,16
4º quartil	13,18	12,15	11,41	2,07

Notas: Ln: Logaritmo Natural; Payout = Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio + Recompras de Ações – Aumento de Capital; Capex: *Capital Expenditure*; Lucro: Lucro Líquido; Var_Dívida = Passivo Oneroso Total de t – Passivo Oneroso Total de t-1.

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação das variáveis. Como esperado, a maior correlação do *payout* é com o lucro. A correlação positiva entre essas duas variáveis indica que aumentos (reduções) do lucro são acompanhados de aumentos (reduções) da remuneração dos acionistas. Esse resultado não poderia ser diferente uma vez que a política de *payout*

consiste na determinação entre a distribuição ou retenção dos lucros, desde que haja lucro para ser distribuído, conforme a legislação brasileira (Lei 6.404/1976).

Tabela 3 - Matriz de correlação

	Payout	Capex	Lucro	Var_Dívida
Ln_Payout	1			
Ln_Capex	0,1756	1		
Ln_Lucro	0,4642	0,2213	1	
Ln_Var_Dívida	0,0850	0,1035	0,0839	1

Notas: Ln: Logaritmo Natural; Payout = Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio + Recompras de Ações - Aumento de Capital; Capex: *Capital Expenditure*; Lucro: Lucro Líquido; Var_Dívida = Passivo Oneroso Total de t – Passivo Oneroso Total de t-1.

Além da relação positiva entre *payout* e lucro, os resultados, tanto da tabela 2 quanto da 3, indicam uma relação positiva entre a remuneração dos acionistas e a variação das dívidas, o que estaria de acordo com os pressupostos de Lambrecht e Myers (2012) e as evidências empíricas de Hoang e Hoxha (2015). Com base na Teoria da Política de *Payout*, a manutenção da política de remuneração dos acionistas exige a tomada de recursos externos, diante de restrições orçamentárias ou choques inesperados sobre a geração de recursos internos.

As tabelas 2 e 3 também indicam uma relação positiva entre *payout* e *capex*, o que é interessante, já que o mais comum é esperar uma redução das distribuições aos acionistas quando há aumento de investimento por parte das empresas. Isso porque as empresas necessitam de mais recursos financeiros disponíveis para os novos gastos de capital. Mesmo não sendo o resultado mais comum, Lambrecht e Myers (2012) justificam uma possível relação positiva entre *payout* e *capex* devido ao fato de que o investimento em capital aumenta a previsão de lucros futuros, o que, por consequência, aumenta o *payout* atual.

Dessa forma, para a Teoria da Política de *Payout*, os gerentes decidem sobre remunerar os acionistas e investir em bens de capital simultaneamente. Depois que o investimento é definido, a suavização do *payout* prossegue de acordo com o modelo de Lintner (1956). No entanto, o *payout* não precisa ser diminuído para financiar o *Capex*, porque a suavização é efetuada por empréstimos ou financiamentos. Assim, os gastos com investimentos e a distribuição de recursos aos acionistas poder aumentar simultaneamente.

4.2. Análise das regressões de dados em painel

A Tabela 4 apresenta os resultados da regressão do modelo de dados em painel. Nessa primeira regressão do modelo, os sinais de todos os coeficientes apresentaram sinais positivos com a variável dependente, contudo, apenas a variável *Capex* não se mostrou estatisticamente significativa. Ressalta-se que a variável *payout* foi calculada com base na metodologia elaborada por Lambrecht e Myers (2012) que leva em conta a igualdade contábil entre as origens e aplicações de recursos, ou seja, a soma da variação da dívida com o lucro líquido (origens) deve ser igual à soma do CAPEX e do *payout* (aplicações).

Tabela 4 - Primeira Regressão de dados em painel com efeitos fixos

Variável Dependente: Payout (Dividendos e JSCP + Recompras – Aumento de Capital)	
Ln_Capex	0,054 (0,054)
Ln_Lucro	0,180*** (0,018)
Ln_Var_Dívida	0,049*** (0,013)
Constante	3,882*** (0,542)
Observações	2.122
R ²	0,2167
Prob>F	0,000

Notas: Ln: Logaritmo Natural; Payout = Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio + Recompras de Ações - Aumento de Capital; Capex: *Capital Expenditure*; Lucro: Lucro Líquido; Var_Dívida = Passivo Oneroso Total de t – Passivo Oneroso Total de t-1. Erro padrão entre parênteses. *** coeficiente significativo ao nível de significância de 1%; ** coeficiente significativo ao nível de significância de 5%; * coeficiente significativo ao nível de significância de 10%.

Esses resultados demonstram que o *payout*, quando analisado em sua forma líquida dos aumentos de capital, não é impactado por variações nos investimentos em bens de capital. O que se percebe é que esse resultado não corrobora, portanto, o estipulado na Teoria da Política de *Payout*, a qual prevê que aumentos dos investimentos acarretam incrementos da expectativa de lucros futuros, culminando assim em aumentos da remuneração dos acionistas.

A Tabela 5 apresenta os resultados da regressão com uma modificação no modelo inicialmente examinado. A variável *payout* passou a ser composta por dividendos, juros sobre capital próprio e recompras de ações. Ou seja, o componente “Aumento de Capital” foi excluído do cálculo do *payout*. Com essa modificação, a variável passou a representar tão somente o fluxo de recursos que é destinado aos acionistas, ao passo que, anteriormente, em sua composição, também se levava em consideração fluxo de recurso recebido de novos acionistas.

Ao fazer este ajuste, a variável dependente ficou ainda mais representativa do ponto de vista da real remuneração aos acionistas, eliminando qualquer ruído que o aumento de capital poderia estar trazendo ao modelo. Ao fazer isso, o modelo obteve maior poder explicativo ($R^2 = 0,4123$) e a variável Capex ganhou significância estatística.

Tabela 5 - Segunda Regressão de dados em painel com efeitos fixos

Variável Dependente: Payout (Dividendos e JSCP + Recompras)	
Ln_Capex	0.188*** (0.028)
Ln_Lucro	0.132*** (0.009)
Ln_Var_Dívida	0.017** (0.007)
Constante	4.950*** (0.2813)
Observações	2.122
R ²	0,4123
Prob>F	0,000

Notas: Ln: Logaritmo Natural; Payout = Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio + Recompras de Ações; Capex: *Capital Expenditure*; Lucro: Lucro Líquido; Var_Dívida = Passivo Oneroso Total de t – Passivo Oneroso Total de t-1. Erro padrão entre parênteses. *** coeficiente significativo ao nível de significância de 1%; ** coeficiente significativo ao nível de significância de 5%; * coeficiente significativo ao nível de significância de 10%.

Como análise de robustez, a fim de manter a ideia de igualdade contábil proposta por Lambrecht e Myers (2012), foi regredido um modelo em que a variável *payout* é calculada considerando apenas os dividendos, juros sobre capital próprio e recompras de ações e, a variável “aumento de capital”, por sua vez, foi acrescentada como variável explicativa do modelo. A Tabela 6 apresenta os resultados dessa regressão. Os resultados da Tabela 6 são semelhantes aos da Tabela 5. As variáveis explicativas Capex, Lucro e Var_Dívida mantêm a relação positiva e estatisticamente significativa com o *payout*, enquanto a variável representativa do aumento de capital das empresas não apresenta significância estatística com o *payout* das empresas brasileiras.

Tabela 6 - Regressão de dados em painel com efeitos fixos: análise de robustez

Variável Dependente: Payout (Dividendos e JSCP + Recompras)	
Ln_Capex	0,188*** (0,028)
Ln_Lucro	0,132*** (0,009)
Ln_Var_Dívida	0,017** (0,007)
Ln_Aumento_Capital	0,008 (0,018)
Constante	4,940*** (0,282)
Observações	2.122
R ²	0,412
Prob>F	0,000

Notas: Ln: Logaritmo Natural; Payout = Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio + Recompras de Ações; Capex: *Capital Expenditure*; Lucro: Lucro Líquido; Var_Dívida = Passivo Oneroso Total de t – Passivo Oneroso Total de t-1. Erro padrão entre parênteses. *** coeficiente significativo ao nível de significância de 1%; ** coeficiente significativo ao nível de significância de 5%; * coeficiente significativo ao nível de significância de 10%.

Os resultados apresentados nas tabelas 4, 5 e 6 corroboram a Teoria da Política de *Payout* de que o financiamento das companhias brasileiras é um fator determinante da remuneração dos acionistas. Também é verificado que o *payout*, examinado apenas pela remuneração dos acionistas e sem interferência de novas emissões de ações, sofre significativo impacto das decisões de investimento em bens de capital. Dessa forma, o *payout* não só representa os fluxos de caixa dos acionistas como também contém informações das demais decisões gerenciais.

A relação do *payout* com o lucro é devido à sua proximidade com geração de recursos internos e por causa da legislação brasileira, para a qual as empresas são obrigadas a pagar dividendos quando obtêm lucro. Já em relação ao endividamento, por mais que a concessão de crédito se torne mais restrita em períodos de crise, o que acarretaria em diminuição do endividamento corporativo mediante restrições ao crédito externo, as empresas mais sólidas financeiramente conseguem se alavancar (DAMIJAN, 2014). A fim de manter o desempenho e os níveis de *payout*, as empresas podem apresentar dificuldades para financiar suas atividades com maior proporção de recursos internos, recorrendo assim a maiores níveis de alavancagem financeira.

No Brasil, as decisões de investimento influenciam o *payout*, mas não em um *trade-off* entre investir ou remunerar acionistas como era de se esperar, e como encontrado por Hoang e Hoxha (2015). A relação positiva entre *payout* e CAPEX evidenciada no presente estudo indica que o investimento em capital fixo aumenta a expectativa de lucros futuros e de *payout* ou, ainda, aponta para um cenário em que os gerentes decidem sobre investimento e *payout* simultaneamente. Neste último caso, após a definição do plano de investimento, a suavização do *payout* acontece de acordo com o proposto por Lintner (1956), sendo que ele não precisa ser cortado para financiar o CAPEX, uma vez que a suavização é efetuada, indiretamente, por financiamentos.

A suavização do *payout* deriva em partes de sua sensibilidade informacional, pois os dividendos, por exemplo, possuem potencial de transmitir um sinal ao mercado sobre o desempenho futuro da empresa, ainda mais em períodos de crise econômica (AKBAR; REHMAN; ORMROD, 2013). Além de evidenciar a interdependência entre as decisões de *payout*, investimento e financiamento, este estudo mostra que as firmas brasileiras de melhor desempenho atual e futuro são as que mais remuneram seus acionistas.

4.3. Análises adicionais

As análises anteriores expõem que a remuneração dos acionistas, como previsto pela Teoria da Política de *Payout*, deriva de um conjunto expressivo de outras decisões organizacionais, as quais contemplam não apenas os investimentos corporativos, como também as flutuações do lucro e as decisões sobre empréstimos.

Como explicitado ao longo dessa pesquisa, Lambrecht e Myers (2012) conjecturam que o lucro é a fonte primeira de decisão sobre o nível de *payout* que a companhia adotará. Os autores ainda estipulam que alterações inesperadas no lucro da companhia tendem a ser compensados pela aquisição de empréstimos, estabilizando, de tal modo, as políticas anteriormente traçadas de investimento e remuneração dos acionistas.

De forma a verificar a validade empírica dessa relação entre lucro e empréstimos, prevista pela Teoria da Política de *Payout*, foi ainda realizada uma correlação canônica entre o lucro e algumas das possíveis fontes de compensação de suas oscilações, como a variação dos

passivos onerosos, variação de caixa e equivalentes de caixa, aumentos de capital e a aquisição de bens de capital. A estimativa é apresentada na tabela a seguir.

Tabela 7 – Parâmetros, resultado e validação da correlação canônica

	Aumento_Capital	Var_Dívida	Capex	Var_Caixa
Lucro	0,5399	0,2344	0,6345	-0,1322
Observações	2.122			
Correlação canônica	0,4673			
Wilks' lambda	0,0000			
Lawley-Hottelling trace	0,0000			
Pillai-Batlett trace	0,0000			
Roy largest root	0,0000			

Notas: Lucro: Lucro Líquido; Aumento_Capital = Aumento de Capital; Capex: *Capital Expenditure*; Var_Dívida = Passivo Oneroso Total de t – Passivo Oneroso Total de t-1; Var_Caixa = Caixa e Equivalentes de Caixa de t – Caixa e Equivalentes de Caixa de t-1.

A tabela 8 apresenta as correlações mantidas pelo lucro isoladamente com a variação dos passivos onerosos, a variação de caixa e equivalentes de caixa, os aumentos de capital e a aquisição de bens de capital.

Tabela 8 – Correlação entre lucro e as demais variáveis isoladamente

	Aumento_Capital	Var_Dívida	Capex	Var_Caixa
Lucro	0,3543	-0,1018	0,3776	-0,0952

Notas: Lucro: Lucro Líquido; Aumento_Capital = Aumento de Capital; Capex: *Capital Expenditure*; Var_Dívida = Passivo Oneroso Total de t – Passivo Oneroso Total de t-1; Var_Caixa = Caixa e Equivalentes de Caixa de t – Caixa e Equivalentes de Caixa de t-1.

Observa-se na tabela 8 que a correlação entre o lucro e o conjunto das demais variáveis é fraca, sendo estimada em cerca de 0,47, sendo tal correlação válida mesmo em um intervalo de confiança de 1% para quaisquer das quatro medidas de significância consideradas. É ainda notável que o parâmetro estimado para a relação de dívida com lucro converge com a inicialmente esperada, tendo sido estimado que há uma relação negativa entre essas variáveis, o que denota que reduções do lucro tendem a ser acompanhadas de contração de novos empréstimos, enquanto que, em períodos de ascensão da lucratividade, as companhias tendem a não contrair dívidas, estando essa evidência em conformidade com o previsto pela Teoria da Política de *Payout*.

Em desacordo com a citada teoria, no entanto, observa-se, ainda na tabela 8, que em períodos de contração do lucro as companhias tendem a reduzir também seus investimentos na aquisição de novos bens de capital, de modo que a aquisição de empréstimos não tende a ser suficiente para manter a política de investimentos inalterada, como conjecturado por Lambrecht e Myers (2012). A tabela 8 ainda demonstra que, embora todas as relações com o lucro possam ser consideradas fracas, a influência do lucro sobre os investimentos em bens de capital representa a maior correlação individual do lucro líquido com quaisquer outras variáveis consideradas.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo investigou se as decisões de investimento e de financiamento nas organizações são capazes de explicar a variação do *payout* das firmas brasileiras. Esta investigação tem como base de sustentação a Teoria da Política de *Payout* (*Theory of Payout*

Policy), desenvolvida por Lambrecht e Myers (2012), na qual os autores defendem que política de *payout* deve ser posta em conjunto com as políticas de financiamento e de investimento.

Este estudo contou com uma amostra composta por 307 companhias listadas na B3 durante o período 2010-2018, envolvendo assim 2.122 observações. Cumpre mencionar ainda que o modelo escolhido para análise foi o de dados em painel (modelo de efeitos fixos).

Os resultados evidenciaram que as decisões de investimento e financiamento afetam o *payout* das firmas brasileiras. As empresas brasileiras que mais investem em bens de capital são as que mais distribuem recursos aos acionistas. É possível que isso aconteça tendo em vista que os investimentos representam maior fluxo de caixa futuro à empresa e, por esta razão, essa melhor expectativa futura tende a se refletir em maiores distribuições presentes.

Outro ponto que merece ser abordado diz respeito à variável lucro. Em partes, a relação positiva e significativa entre investimento e *payout* pode ser explicado pelo lucro das firmas. Em linhas gerais, o lucro representa o desempenho financeiro da empresa e, com isso, aquelas empresas que apresentam bom desempenho ($>$ lucro) podem ser aquelas que, concomitantemente, investem em bens de capital, remuneram seu acionista e, ainda, se mostram capazes de obter recursos externos. Este cenário pode ser percebido ao analisar a estatística descritiva deste estudo, contudo, carece de maiores investigações.

O financiamento, por sua vez, também se mostrou determinante na explicação da variação do *payout* das empresas brasileiras. O resultado sinaliza que, em média, quanto maior é a remuneração do acionista, maior poderá ser o volume de dinheiro necessário com captação externa. Conclui-se, então, que a política de *payout* deve ser posta em conjunto com as políticas de financiamento e de investimento para uma melhor compreensão da mesma.

REFERÊNCIAS

- Abor, J. and Bokpin, G. (2010). Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets. *Studies in Economics and Finance*, 27(3), 180-194. <https://doi.org/10.1108/10867371011060018>.
- Akbar, S.; Rehman, S.; Ormrod, P. (2013). The impact of recent financial shocks on the financing and investment policies of UK private firms. *International Review of Financial Analysis*, 26, 59-70.
- Ardestani, H. S., Rasid, S. Z. A., Basiruddin, R. and Mehri, M. (2013). Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance and Banking*, 3(1), 123-136.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (1988). *Princípios de finanças empresariais*. Mcgraw-hill,

- Damijan, J. P. (2018). Corporate financial soundness and its impact on firm performance: implications for corporate debt restructuring in Slovenia. *Post-Communist Economies*, 30(2), 156-192.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Source. *Journal of Finance*, 59(2), 651-680.
- Higgins, R. C. (1972). The corporate dividend-saving decision. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7(2), 1527-1541.
- Hoang, E. C., & Hoxha, I. (2015). The sensitivity of payouts to corporate financing decisions. *Journal of Financial Economic Policy*, 7(4), 290–300. <https://doi.org/10.1108/JFEP-01-2015-0005>
- Lambrecht, B. M., & Myers, S. C. (2012). A Lintner Model of Payout and Managerial Rents. *Journal of Finance*, 67(5), 1761-1810. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01772.x>
- Lim, K. (2016). The Shift of a Dividend Policy and a Leverage Policy during the 2008 Financial Crisis. *International Journal of Finance & Banking Studies* (2147-4486), 5(6), 9-14.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *Papers and Proceedings of the Sixty-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association*, 46(2), 97-113.
- Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2006). O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias Brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(40), 52-66.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

¹ Lei 6.404/1976: “Art. 201. A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do artigo 17”.

² Lei 6.404/1976: “Art. 202. § 2º. Quando o estatuto for omissivo e a assembleia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos deste artigo”.