


Artigo de pesquisa

## Relação entre diferentes decisões financeiras no Brasil: Investimento, Financiamento e Payout

Matheus da Costa Gomes\* Pesquisador, Departamento de Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.  
[matheusgomes@alumni.usp.br](mailto:matheusgomes@alumni.usp.br)João Paulo Augusto Eça PhD student, Departamento de Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.  
[joaopauloeca@usp.br](mailto:joaopauloeca@usp.br)Marlos Fernandes PhD student, Departamento de Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.  
[marlos.lopes@usp.br](mailto:marlos.lopes@usp.br)Mauricio Ribeiro do Valle Prof. Dr. Livre-docente, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.  
[marvalle@usp.br](mailto:marvalle@usp.br)

### Resumo

Este trabalho tem por objetivo analisar se as decisões de investimento e de financiamento são fatores relacionados às decisões de *payout* nas empresas brasileiras de capital aberto. Com base na Teoria da Política de *Payout*, analisou-se uma amostra composta por 307 companhias listadas na B3, no período entre 2010-2018, utilizando um modelo de regressão linear com dados em painel (com efeitos fixos da firma). Os resultados apontam que as decisões de investimento (Capex) afetam positivamente o *payout*, assim como as decisões de financiamento (alavancagem) também se mostraram positivamente relacionadas ao *payout* das empresas. Conclui-se que a política de *payout* deve ser posta em conjunto com as políticas de financiamento e de investimento, para uma melhor compreensão da primeira.

**Palavras-chave:** payout; investimento; financiamento; Teoria da Política de Payout; suavização de dividendos.

### Relación entre diferentes decisiones financieras en Brasil: Inversión, Financiamiento y Payout

#### Resumen

Este trabajo tiene como objetivo analizar si las decisiones de inversión y financiamiento son factores relacionados con las decisiones de *payout* en empresas brasileñas que cotizan en bolsa. Basados en la Theory of Payout Policy, analizamos una muestra compuesta por 307 empresas listadas en B3 en el período 2010-2018 utilizando un modelo de regresión lineal con datos de panel (con efectos fijos firmes). Los resultados muestran que las decisiones de inversión (Capex) afectan positivamente el *payout*, al igual que las decisiones de financiación (apalancamiento). Se concluye que esta política se debe articular con aquellas de financiamiento e inversión para comprenderla mejor.

**Palabras clave:** payout; inversión; financiamiento; Theory of Payout Policy; suavizado de dividendos.

### Relationship among financial decisions in Brazil: Investment, Financing, and Payout

#### Abstract

This paper aims to analyze whether investment and financing decisions are related to the *payout* policy in publicly traded Brazilian companies based on the Theory of Payout Policy. We analyzed a sample of 307 companies listed on B3 between 2010 and 2018 using a linear regression model with panel data (with firm fixed effects). The results show that investment decisions (Capex) positively affect the *payout*, as well as financing decisions (leverage). We concluded that this policy must be joined together with the financing and investment policies for a better understanding.

**Keywords:** payout, investment, financing, Theory of Payout Policy, dividend smoothing.

\* Autor para dirigir correspondência.

Classificações JEL: G32; G35.

Como citar: Gomes, M. C., Eça, J. P. A., Fernandes, M. e Valle, M. R. (2023). Relação entre diferentes decisões financeiras no Brasil: Investimento, Financiamento e Payout. *Estudios Gerenciales*, 39(166), 13-23. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2023.166.5180>

DOI: <https://doi.org/10.18046/j.estger.2023.166.5180>

Recebido: 24-10-2021

Aceito: 08-08-2022

Publicado: 16-03-2023

## 1. Introdução

A remuneração dos acionistas (*payout*) é uma decisão central dentro do contexto das finanças corporativas e, por isso, é objeto de análise de diversos estudos. De acordo com a Teoria da Política de Payout desenvolvida por Lambrecht e Myers (2012), para sua compreensão, esta deve ser posta em conjunto com as políticas de financiamento e de investimento da firma. Portanto, há uma relação de interdependência entre as diferentes decisões financeiras da empresa.

No que diz respeito especificamente às decisões de investimento, Ardestani, Rasid, Basiruddin e Mehri (2013) sugerem que, além de sua relevância para o crescimento das firmas, elas são capazes de exercer impacto sobre a política de *payout* das empresas. Dessa forma, os gestores podem preferir adotar um nível baixo de *payout*, utilizando, assim, a retenção do lucro para aproveitar oportunidades de investimento (Myers & Majluf, 1984). Por outro lado, um elevado pagamento de dividendos pode reduzir os fluxos de caixa livres à disposição dos gestores, minimizando problemas de agência, e desencorajando os gestores de investirem em projetos destruidores de valor (Lepetit, Meslier & Wardhana, 2017). Para Lambrecht e Myers (2012), o investimento determina a renda permanente da empresa (anuidade equivalente ao valor presente de todo o lucro futuro da empresa) e é com base nessa renda que os gestores determinam o nível de *payout*. Para os autores, investimento e *payout* podem aumentar simultaneamente

No que diz respeito às decisões de financiamento, estas guardam relação com o *payout* à medida em que uma elevada remuneração dos acionistas pode aumentar a necessidade de financiamento externo. Em outras palavras, caso a empresa não consiga gerar recursos internos suficientes, pode acabar recorrendo a recursos externos a fim de fazer frente às necessidades de manutenção de suas operações, novos investimentos ou política de *payout* (Damijan, 2018).

Para Lambrecht e Myers (2012), as decisões de financiamentos podem ser usadas para absorver choques no lucro líquido a fim de manter suavizadas a remuneração dos acionistas e a renda do gestor (salários, estabilidade no emprego e outras vantagens financeiras ou não financeiras). A estratégia de suavização do *payout* por parte dos gestores é defendida por Lintner (1956). Para o autor, os gestores tendem a não alterar a política de dividendos por acreditarem que os acionistas não só preferem, como também valorizam taxas de *payout* mais estáveis. Sob outra perspectiva, Lambrecht e Myers (2012) sugerem que os gestores tomam decisões a fim de que não haja alterações abruptas na política de dividendos. Isso ocorre porque os gestores querem maximizar o valor presente de sua utilidade, a partir dos ganhos atuais e futuros que obterão da empresa. Para isso, eles precisam entregar um retorno adequado aos investidores em cada período, para que esses não venham a interferir na gestão da empresa.

A despeito da relação existente entre as políticas de financiamento, investimento e *payout*, grande parte da literatura sobre o tema tem analisado a política de *payout* sem levar em conta outras decisões financeiras (i.e. DeAngelo, DeAngelo & Skinner, 1996; Nissim & Ziv, 2001; Simon, Procianny & Decourt, 2019; Forti & Freitas, 2020). Uma parcela muito menor de estudos analisa a dinâmica conjunta das três diferentes decisões financeiras (i.e. Loss & Sarlo Neto, 2006; Lambrecht & Myers, 2012; Hoang & Hoxha, 2015; Barros, Matos & Sarmiento, 2020).

Os estudos que analisaram se 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, se concentraram em um contexto específico: os Estados Unidos da América (EUA). Isso abre oportunidade para que novas pesquisas sejam realizadas a fim de verificar se os resultados evidenciados para as empresas dos EUA também podem ser encontrados em um contexto substancialmente diferente.

Neste sentido, o Brasil se apresenta em um contexto diferente ao norte-americano. Em primeiro lugar, por ser um país de economia emergente, o grau de eficiência informacional e de proteção legal para investidores tende a ser menor do que em países desenvolvidos (La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1997), o que pode aumentar a preferência pelo recebimento de dividendos por parte dos investidores, afetando, assim, a decisão de *payout* das firmas. Além disso, no Brasil, existem algumas idiosincrasias como o estabelecimento de dividendo mínimo obrigatório (Lei 6.404/1976) e a distribuição de lucro por meio de juros sobre capital próprio (Lei 9.249/1995).

O contexto brasileiro impõe 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 companhias, e impõe a figura do dividendo obrigatório no caso de estatuto omissivo. Ademais, no Brasil, conforme mencionado, muitas empresas pagam dividendos mínimos, de forma legal e contratual, privilegiando a estabilidade na política de distribuição de lucros (Vancin & Procianny, 2016). O segundo desafio é o de conciliar a citada interdependência das políticas financeiras com circunstâncias de desinvestimento, algo não previsto inicialmente no arcabouço teórico, e que marcou o período amostral analisado (2010 a 2018) para uma quantidade relevante de empresas brasileiras.

Diante do exposto, esta pesquisa apresenta a seguinte questão central: as decisões de investimento e de financiamento nas organizações, têm relação com a variação do *payout* das firmas brasileiras? Com isso, objetiva-se analisar se as políticas de investimento e de financiamento das companhias brasileiras estão relacionadas à política de *payout*, sob uma perspectiva que

foge ao *mainstream*. A principal contribuição deste estudo é a compreensão de como as decisões de financiamento e investimento se relacionam com a remuneração dos acionistas, sob um arcabouço teórico de mercados imperfeitos e gestores avessos ao risco, que não visam a maximização do valor de mercado da firma.

A presente pesquisa difere da maioria das pesquisas que procuram relacionar a política de *payout* com características da firma como rentabilidade, concentração acionária, ciclo de vida, setor, tamanho e receitas de venda. O modelo utilizado aqui tem como base um sistema determinístico que iguala as fontes de recursos com as suas respectivas aplicações. Espera-se que os resultados auxiliem no aprimoramento da tomada de decisão de gestores financeiros e investidores, além de contribuir com a crescente literatura empírica que explora a inter-relação entre diferentes decisões financeiras (i.e. [Abor & Bokpin, 2010](#); [Hoang & Hoxha, 2015](#); [Lambrecht & Myers, 2017](#); [Hoang & Hoxha, 2020](#)).

A próxima seção apresenta a Teoria da Política de *Payout* e define as hipóteses de pesquisa. A seção 3 descreve os procedimentos metodológicos utilizados e identifica os dados, as variáveis e o modelo de análise. A seção 4 apresenta a análise dos resultados, enquanto a seção 5 sintetiza as principais conclusões e considerações finais.

## 2. Teoria da Política de Payout

Em função do objetivo de investigar como as decisões de investimento e de financiamento se relacionam com as 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 a política de *payout* depende da renda permanente da empresa (ou lucro permanente), e não do lucro líquido relatado no período vigente. A partir disso, o *payout* depende do investimento porque é ele que determina a renda permanente. Uma vez que o investimento é definido, os gestores procuram suavizar o *payout* e, se necessário, eles utilizam financiamentos externos em eventuais choques de receita para não incorrer em alterações abruptas na política de *payout* vigente.

A 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. Isso acontece, conforme aponta [Lintner \(1956\)](#), justamente pelos gestores acreditarem que os acionistas não só preferem como também 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

alteração 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.

Geralmente, as discussões sobre a forma como as empresas administram sua política de dividendos têm sua relevância estritamente ligada à maximização do retorno dos acionistas. No entanto, [Lambrecht e Myers \(2012\)](#) consideram um modelo baseado no comportamento de agência de gestores avessos ao risco, que não maximizam o valor de mercado da firma e, por isso, acabam investindo menos do que o investimento que maximizaria o valor da firma. O modelo de [Lambrecht e Myers \(2012\)](#) é aplicado em empresas de capital aberto, maduras, lucrativas, e com elevada capacidade de crédito para equilibrar suas restrições orçamentárias.

[Lambrecht e Myers \(2012\)](#) propõem uma teoria para o modelo de [Lintner \(1956\)](#). Segundo os autores, [Lintner \(1956\)](#) não utilizou nenhuma teoria subjacente e isso dificulta saber em quais condições o modelo se aplica. Diferentemente do modelo original, a teoria de [Lambrecht e Myers \(2012\)](#) diz que o modelo de [Lintner](#) não deve ser aplicado somente no *payout* pago em forma de dinheiro (dividendos), mas sim sobre o *payout* total, definido por eles como dividendos + recompras líquidas (recompras - aumento de capital). Também, de acordo com a Teoria da Política de *Payout*, a meta de *payout* depende da renda permanente da empresa. Essa renda permanente é a anuidade equivalente ao valor presente de todo o lucro futuro da empresa.

Para a Teoria da Política de *Payout*, os ganhos dos gestores e o *payout* se movem em sincronia porque uma tentativa de suavizar os ganhos sem suavizar o *payout* violaria a restrição do mercado de capitais. Os gestores tomam decisões com base nas previsões de renda permanente, sendo que a aversão ao risco e a formação de hábitos dos gestores levam à suavização dos ganhos e do *payout*. Sobre o subinvestimento causado pelos gestores, [Lambrecht e Myers \(2012\)](#) argumentam que, a resposta rápida e gradual do ganho e *payout* às mudanças nas previsões de renda permanente (formação de hábitos), é a principal responsável por atenuar o subinvestimento.

[Lambrecht e Myers \(2012\)](#) consideram mercados sem custos de transação, custos de agência ou outros atritos financeiros. Em um mercado de capitais perfeito, as decisões de *payout* não têm ligação com o valor de mercado da empresa ([Modigliani & Miller, 1961](#)). Contudo, quando são considerados mercados imperfeitos, a hipótese de dependência entre diferentes decisões financeiras passa a ser uma possibilidade ainda mais plausível. [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 exercem influência positiva sobre a quantidade de dividendos pagos, se o lucro e

o investimento permanecerem nos mesmos níveis. 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, Graham, Harvey and Michaely (2005) entrevistaram 407 executivos financeiros sobre a decisão 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. Para Brav et al. (2005), as decisões de dividendos e investimentos são co-determinadas.

O estudo de Hoang e Hoxha (2015) oferece evidências empíricas acerca da relação entre as políticas de investimento e financiamento e o *payout* das firmas. Os autores analisaram 7.544 empresas listadas na base Compustat. Entre os resultados, os autores verificaram que o *payout* é negativamente relacionado com os investimentos organizacionais, e positivamente relacionado com os financiamentos e o lucro. Para os autores, os resultados encontrados são consistentes com a ideia de que as políticas de investimento e financiamento podem ser ajustadas, com a finalidade de gerenciar a restrição orçamentária da empresa e, com isso, manter o nível de *payout* suavizado.

Cumprir mencionar que um teste empírico aplicado em um contexto diferente daquele de Hoang e Hoxha (2015), como é o caso do Brasil, pode apresentar resultados distintos, como uma não-relação significativa entre as diferentes políticas financeiras. Entretanto, as empresas brasileiras apresentam certa estabilidade na política de distribuição de lucros (Futema, Basso & Kayo, 2009), o que pode ser reflexo de um pagamento mínimo (e constante) de dividendos. Sobretudo para as empresas com controle acionário concentrado, que são a maioria no mercado brasileiro (Vancin & Procianoy, 2016). Taxas de *payout* mais estáveis é uma premissa importante da Teoria da Política de Payout, uma vez que, para fazer frente à remuneração dos acionistas, a empresa utilizará das decisões financeiras de investimento e financiamento.

### 2.1 Decisões de Investimento e Payout

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 os prospectos da companhia e, estes, por seu turno, sobre a remunera-

ção 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) consideram uma influência positiva e indireta do investimento sobre o *payout* vigente, fornecendo subsídios para conjecturar-se a seguinte hipótese de pesquisa (H1):

**Hipótese 1 (H1):** as decisões de investimento das empresas brasileiras de capital aberto são positivamente relacionadas às decisões de *payout*.

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).

Contudo, a relação positiva entre investimentos e *payout* é também evidenciada em circunstâncias de 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*. Contrariamente a esse resultado, Hoang e Hoxha (2015) encontraram uma relação negativa entre *payout* e investimento. À luz da Teoria da Política de Payout, que analisa sob o pressuposto de restrição orçamentária, esse resultado faz sentido quando a política de financiamento for mantida fixa, sem mudanças no lucro líquido e quando a política de investimento da companhia for expansiva. Algumas evidências de estudos brasileiros apontam para uma relação negativa entre *payout* e investimento, no sentido de que as duas decisões concorrem pelos mesmos recursos (Martins & Famá, 2012; Vancin & Procianoy, 2016).

### 2.2 Decisões de Financiamento e Payout

Para Lambrecht e Myers (2012), a política de financiamento, por sua vez, é a única variável que pode ser considerada livre no contexto de restrição orçamentária vivenciado pelas empresas. De maneira mais detalhada, uma vez que a empresa tende a estabelecer sua estratégia de investimento, e, além disso, busca suavizar o *payout*, os financiamentos figuram-se como uma opção à empresa, para o balanceamento de seu orçamento (fontes/origens = aplicações). Dessa forma, Lambrecht e Myers (2012) asseguram que a dívida da empresa não tende a seguir um modelo de ajuste alvo (target adjustment model). Por esta razão, 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. Ademais, em 1996, a política de distribuição de dividendos passou a ser influenciada pela legislação fiscal, onde a Lei 9.249/95 introduziu outra opção para as empresas remunerarem o capital próprio: por intermédio do pagamento dos juros sobre capital próprio (JSCP).

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 para o aumento gradativo do *payout*, como elucidam [Lambrecht e Myers \(2012\)](#). Sendo assim, a captação 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, sendo evidenciado como um dos principais integrantes da remuneração aos acionistas no Brasil ([Martins & Famá, 2012](#)), a presente pesquisa defende que a 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, 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 ([Futema, Basso & Kayo, 2009](#)). Portanto, o esperado é uma relação positiva (indireta) entre *payout* e dívida, implicando na seguinte hipótese de pesquisa (H2):

**Hipótese 2 (H2):** as decisões de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto são positivamente relacionadas às decisões de *payout*.

Nos casos de suavização da política de remuneração dos acionistas e de choques no lucro, as companhias brasileiras podem necessitar de empréstimos para que, após o pagamento de dividendos, juros sobre o capital próprio ou a recompras de ações, os recursos restantes sejam capazes de manter a política vigente de investimento, ou até mesmo as atividades operacionais. Por outro lado, também há evidências de estudos brasileiros que apontam para uma relação negativa entre *payout* e financiamento, pois, à medida que os juros de empréstimos e financiamento aumentam, há uma diminuição de recursos internos e, por consequência, uma diminuição do *payout* ([Vancin & Procianoy, 2016](#)).

No campo acadêmico, o estudo da relação entre investimento, financiamento e *payout* ainda é incipiente. As pesquisas costumam se concentrar em uma única política corporativa. Os estudos sobre *payout* ou dividendos têm explorado diversos aspectos, tais como: (ir)relevância da política de dividendos e os possíveis impactos sobre o valor da firma; os determinantes da política de dividendos relacionados aos fatores intrínsecos das empresas, como rentabilidade, endividamento, oportunidades de crescimento, ciclo de vida e setor econômico; além da análise de teorias utilizadas para explicá-las, como Sinalização, Efeito Clientela, Impostos, Fluxo de Caixa Livre, Incentivos de *Catering*, dentre outras ([Baker & Wurgler, 2004](#); [Forti, Peixoto & Alves, 2015](#); [Zagonel, Terra & Pasuch, 2018](#); [Neves, 2018](#); [Rodrigues, Fodra, Ribeiro, & Cruz, 2019](#); [Baker, Ridder & Råsbrant, 2020](#)).

Ao analisar a relação das decisões de investimento e de financiamento com as decisões de *payout* nas companhias brasileiras de capital aberto, este trabalho avança no entendimento da dinâmica entre as diferentes decisões financeiras, ou seja, na compreensão da forma como as empresas brasileiras tomam decisões a fim de administrar a restrição orçamentária.

### 3. Material e Métodos

#### 3.1 Dados e amostra

A presente pesquisa objetiva analisar se as políticas de investimento e de financiamento das companhias brasileiras estão relacionadas à remuneração dos acionistas. Para essa finalidade, foram analisadas as companhias não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Além das exclusões das companhias financeiras, a amostra teve a retirada das empresas cujo número de observações fosse inferior a dois anos. Os dados foram coletados da base de dados Econômica.

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 que adotar, obrigatoriamente, os padrões contábeis fixados pelas normas internacionais de contabilidade a partir do primeiro ano amostral, ou seja, o ano de 2010.

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 winsorizado a 1% e 99%.

### 3.2 Modelo examinado

Por meio da análise de dados da amostra dispostos em painel, o modelo adotado para o exame da relação entre investimento, financiamento e *payout* 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:

$$Payout_t + Investimento_t = \Delta D\acute{iv}ida_t + Lucro L\acute{iqu}ido_t \quad (1)$$

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 as remunerações dos acionistas têm 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, suavizar o 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.

$$Payout_t = \Delta D\acute{iv}ida_t + Lucro L\acute{iqu}ido_t - Investimento_t \quad (2)$$

A equação 2 fundamenta o modelo central de análise da presente pesquisa, o qual é representado na equação 3.

$$\ln(Payout)_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \ln(\Delta D\acute{iv}ida)_{it} + \beta_2 \ln(Lucro L\acute{iqu}ido)_{it} + \beta_3 \ln(Capex)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Na equação 3, para cada companhia *i*, o conjunto integral de variáveis é mensurado pelo logaritmo natural

da respectiva variável, em cada tempo *t*. 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), assim como em [Lambrecht e Myers \(2012\)](#).  $\Delta D\acute{iv}ida$  ou *Var\_D\acute{iv}ida* equivale ao Passivo Oneroso Total em *t*, menos o Passivo Oneroso Total em *t-1*. O Lucro Líquido é o resultado contábil das atividades organizacionais, sendo medido pelo regime de competência; e *Capex* é total de gastos em bens de capital. Foram considerados os JSCP efetivamente reconhecidos pela empresa (que é a soma dos JSCP recebidos pelos acionistas mais o imposto de renda sobre os JSCP) e o valor das recompras foi calculado pela equação: *Recompras* = *Payout* - *Dividendos* - *JSCP* + *Aumento de Capital*; que tem como base o cálculo do *payout* apresentado na equação 2.

Diferentemente de [Lambrecht e Myers \(2012\)](#), o presente estudo também calcula a variável *Payout* sem o componente "Aumento de Capital", ou seja, somando apenas dividendos, JSCP e recompras. Essa modificação permite representar mais diretamente a remuneração dos acionistas, pois não leva em conta os recursos recebidos de novos acionistas.

Os parâmetros  $\beta_1$  a  $\beta_3$  medem os efeitos das variáveis explicativas sobre a variação logarítmica do *Payout*;  $\alpha_0$  equivale ao termo constante; *e*, por fim,  $\varepsilon_{it}$  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  $\beta_2$  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.

Segundo a Teoria da Política de *Payout*, em circunstâncias de reduções repentinas (choques) do lucro, as companhias utilizam o financiamento externo para a manutenção ou mesmo aumento gradativo do seu *payout*. Em função da instabilidade econômica e política verificada no Brasil ao longo do período amostral, na qual se observou a crise financeira internacional de 2008, a recessão interna do produto interno bruto entre 2015 e 2016 e o impedimento presidencial em 2016, há também uma expectativa de que a correlação entre os passivos onerosos e a remuneração dos acionistas seja positiva ( $\beta_1$  positivo). Dessa forma, demonstra-se 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 às 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 ( $\beta_3$  positivo), 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 em 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, foi preciso optar, com base em suporte estatístico, entre o uso de efeitos fixos, aleatórios ou por mínimos quadrados ordinários agrupados (pooled). No primeiro caso, a constante  $\alpha$  será considerada 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  $\alpha$  puder ser considerado puramente aleatório, como explica Fávero (2013), não tendo qualquer correlação com os regressores, então a 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, com notável desvantagem, a possibilidade de estimação inconsistente dos parâmetros, restringindo esse cenário, no entanto, ao caso em que os efeitos fixos representem a escolha mais adequada.

Para este estudo, utilizou-se o teste de Hausman, para decidir entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios, e o teste de Chow para decidir entre modelos pooled e de efeitos fixos. Os testes estatísticos apontaram para o uso do modelo de efeitos fixos da firma. Além do suporte estatístico, 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  $\alpha$ . 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 Estatísticas Descritivas

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 milhões e obtiveram lucro líquido médio de aproximadamente R\$ 307 milhões. O *Payout\** que considera dividendos, JSCP e recompra de ações foi de R\$ 275 milhões, em média, para o período analisado. Essas empresas realizaram investimentos em bens de capital (Capex) na média de R\$ 563 milhões. Além disso, durante esse período, a média da dívida foi de mais de R\$ 3 bilhões e a média da variação da dívida foi de quase R\$ 42 milhões.

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 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	6.076.304
Payout*	2.122	274.631	867.977	0	6.656.489
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; Payout\* = Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio + Recompras de Ações; 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.

Fonte: elaboração própria.

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

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

Notas: Ln: Logaritmo Natural; Payout = Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio + Recompras de Ações - Aumento de Capital; 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.

Fonte: elaboração própria.

A **Tabela 3** apresenta a matriz de correlação das variáveis. Como esperado, a maior correlação do *payout* é com o lucro (em ambas as medidas de *payout*, a que considera o aumento de capital e a que não considera *payout\**). A correlação positiva entre essas duas variáveis (*payout* e lucro) 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.

	Ln_Payout	Ln_Payout*	Ln_Capex	Ln_Lucro	Ln_Var_Dívida
Ln_Payout	1				
Ln_Payout*	0,6981	1			
Ln_Capex	0,1756	0,3133	1		
Ln_Lucro	0,4642	0,5698	0,2213	1	
Ln_Var_Dívida	0,0850	0,1235	0,1035	0,0839	1

Notas: Ln: Logaritmo Natural; Payout = Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio + Recompras de Ações - Aumento de Capital; 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.

Fonte: elaboração própria.

Além da relação positiva entre *payout* e lucro, os resultados, tanto da **Tabela 2** quanto da **Tabela 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 (**Futema, Basso & Kayo, 2009**; **Vancin & Procianoy, 2016**). 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 a renda permanente e o *payout* corrente. Segundo os autores, os gestores suavizam o *payout* com base nas previsões de renda permanente.

Dessa forma, para a Teoria da Política de Payout, os gestores 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 podem 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-se 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 da firma.

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 <sup>2</sup>	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%.

Fonte: elaboração própria.

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 (*payout\**). 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 o 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 trazer 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 da firma

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
R2	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%.

Fonte: elaboração própria.

Como análise adicional, 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* (*payout\**), enquanto a variável representativa do aumento de capital das empresas não apresenta significância estatística com o *payout* das empresas brasileiras.

Os resultados apresentados nas [tabelas 4, 5 e 6](#) corroboram com a Teoria da Política de Payout de que o financiamento das companhias brasileiras apresenta relação significativa com a remuneração dos acionistas. Portanto, a segunda hipótese de pesquisa (H2) foi confirmada. Também é verificado que o *payout* examinado apenas pela remuneração dos acionistas e sem interferência de novas emissões de ações, tem relação significativa e positiva com as decisões de investimento em bens de capital, confirmando H1. 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 a geração de recursos internos e à 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 uma diminuição do endividamento corporativo mediante restrições ao crédito externo, as empresas financeiramente mais sólidas conseguem se alavancar ([Damijan, 2018](#)). A fim de manter o desempenho, o investimento 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.

**Tabela 6.** Regressão de dados em painel com efeitos fixos da firma: análise adicional.

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 <sup>2</sup>	0,4120
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%.

Fonte: elaboração própria.

No Brasil, as decisões de investimento influenciam o *payout*, mas não em um “*trade-off*” entre investir e remunerar os acionistas, como poderia ser esperado. E como encontrado por [Hoang e Hoxha \(2015\)](#), para os EUA, e por [Vancin e Procionoy \(2016\)](#), dentre outros estudos, para o Brasil. Ressalta-se que as evidências para o mercado brasileiro não foram analisadas sob o prisma da Teoria da Política de Payout.

A relação positiva entre *payout* e Capex evidenciada no presente estudo, pode ser um indicativo de que o investimento em capital fixo aumenta a expectativa de lucros futuros e de *payout*, ou, ainda, de um cenário em que os gestores decidem sobre investimento e *payout* simultaneamente, embora não se tenha testado essas hipóteses. Na hipótese de decisões simultâneas, após a definição do plano de investimento, a suavização do *payout* acontece de acordo com o proposto por [Lintner \(1956\)](#), sendo que o investimento não precisa ser cortado para o financiamento do Capex, uma vez que a suavização é efetuada, indiretamente, por financiamentos.

Esse resultado está em linha com os resultados de Futema, Basso & Kayo (2009) para o Brasil, que encontraram que, diante de dividendos estáveis, eventuais variações de investimentos são absorvidas por empréstimos e financiamentos.

A suavização do *payout* deriva, em parte, de sua sensibilidade informacional, pois os dividendos 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 relação significativa 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 os seus acionistas.

## 5. Considerações Finais

O presente estudo investigou a relação entre investimento, financiamento e *payout* ou, em outras palavras, analisou-se se as decisões de investimento e de financiamento nas organizações estão relacionadas à variação do *payout* das firmas brasileiras. Esta pesquisa 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 decisões de investimento e financiamento possuem relação com a política de *payout*, seja direta ou indiretamente.

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

Os resultados evidenciaram que as decisões de investimento e financiamento possuem relação com o *payout* das firmas brasileiras. No Brasil, as empresas que mais investem em bens de capital são as que mais distribuem recursos aos acionistas. Outro ponto que merece ser abordado diz respeito à variável lucro. Em parte, a relação positiva e significativa entre investimento e *payout* pode ser explicada pelo lucro das firmas. Em linhas gerais, o lucro representa o desempenho financeiro da empresa e, com isso, aquelas que apresentam bom desempenho (maiores lucros) podem ser as 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 as estatísticas descritivas deste estudo, contudo, carece de maiores investigações.

O financiamento, por sua vez, também apresentou relação significativa com o *payout* das empresas brasileiras. O resultado sinaliza que, em média, quanto maior é a distribuição de lucro ao acionista, maior poderá ser o volume de dinheiro necessário com captação externa. Conclui-se, então, que há relação significativa entre as

diferentes decisões financeiras no Brasil e que a política de *payout* deve ser posta em conjunto com as políticas de financiamento e de investimento para uma melhor compreensão da primeira.

Este estudo contribui para a literatura ao oferecer evidências empíricas para a relação de interdependência entre investimento, financiamento e *payout*, a partir de um contexto divergente daquele presente na maioria dos estudos anteriores. Além disso, os resultados aqui encontrados contribuem para uma melhor elaboração de estimativas de *payout* a partir das decisões financeiras adotadas pelas empresas, aprimorando, assim, a tomada de decisão por parte de investidores e analistas.

Cumprir ainda mencionar que uma das limitações do estudo diz respeito a uma possível endogeneidade no modelo econométrico. No entanto, deve-se ponderar que este trabalho não teve como objetivo explorar relações causais entre as variáveis. Ou seja, o estudo se concentrou em analisar como as decisões de investimento e financiamento se relacionam com as decisões de remuneração dos acionistas.

Para futuras pesquisas, relações causais podem ser testadas a partir de técnicas econométricas apropriadas. Ademais, pode-se explorar a relação entre investimento, financiamento e *payout* de diferentes grupos de empresas, como, por exemplo, de acordo com a concentração do controle acionário, ciclo de vida, ou pagamentos que divergem do mínimo legal e contratual.

## Conflito de interesses

Os autores declaram não haver conflito de interesses.

## Referências

- Abor, J., & 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. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.05.004>.
- Ardestani, H. S., Rasid, S. Z. A., Basiruddin, R., & 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.
- Baker, H. K., Ridder A., & Råsbrant, J. (2020). Investors and dividend yields. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 76(1), 386-395. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.09.004>.
- Baker, M., & Wurgler, J. A. (2004). Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165. <https://doi.org/10.3386/w9542>.
- Barros, V., Matos, P. V., & Sarmiento, J. M. (2020). What Firm's Characteristics Drive the Dividend Policy? A Mixed-Method Study on the Euronext Stock Exchange. *Journal of Business Research*, 115(1), 365-377. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.042>.
- Bliss, B. A., Cheng, Y., & Denis, D. J. (2015). Corporate payout, cash retention, and the supply of credit: Evidence from the 2008-2009 credit crisis. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 521-540. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.013>.

- 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>.
- Damijan, J. P. (2018). Corporate financial soundness and its impact on firm performance: implications for corporate debt restructuring in Slovenia. *Post-Communist Economics*, 30(2), 156-192. <https://doi.org/10.1080/14631377.2017.1398518>.
- DeAngelo, H.; DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1996). Reversal of fortune Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 341-371. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00850-E](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00850-E).
- Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *Brazilian Business Review*, 10(1), 131-156. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/9648/dados-em-painel-em-contabilidade-e-financas--teoria-e-aplicacao/i/pt-br>.
- Forti, C. A. B., & Freitas, K. S. (2020). Relação entre os Dividendos e a Classificação de Rating de Empresas Brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(42), 120-137. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n42p120>.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>.
- 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*, 20(49), 44-62. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000100004>.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Source. *Journal of Finance*, 59(2), 651-680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00645.x>.
- Higgins, R. C. (1972). The corporate dividend-saving decision. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 7(2), 1527-1541. <https://doi.org/10.2307/2329932>.
- 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>.
- Hoang, E. C., & Hoxha, I. (2020). A tale of two emerging market economies: evidence from payout smoothing in China and Taiwan. *International Journal of Managerial Finance*, 17(3), 361-376. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2019-0114>.
- Lambrecht, B. M., & Myers, S. C. (2012). A Lintner Model of Payout and Managerial Rents. *The Journal of Finance*, 67(5), 1761-1810. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01772.x>.
- Lambrecht, B. M., & Myers, S. C. (2017). The Dynamics of Investment, Payout and Debt. *The Review of Financial Studies*, 30(11), 3759-3800. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx081>.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150. <https://doi.org/10.2307/2329518>.
- Lepetit, L., Meslier, C., & Wardhana, L. I. (2017). Reducing Agency Conflict Through Bank Dividend Payout Decisions: The Role of Opacity and Ownership Structure. *Applied Economics*, 49(49), 4999-5026. <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1296556>.
- Lim, K. (2016). The Shift of a Dividend Policy and a Leverage Policy during the 2008 Financial Crisis. *International Journal of Finance & Banking Studies*, 5(6), 9-14. Disponível em: <https://EconPapers.repec.org/RePEc:rbs:ijfbss:v:5:y:2016:i:6:p:09-14>.
- 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. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1910664>.
- 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. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000100005>.
- 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. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902012000100003>.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/pdf/2351143>
- Myers, S. C.; & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Neves, M. E. D. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*, 14(1), 2-22. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2017-0055>.
- Nissim, D.; & Ziv, A. (2001). Dividend Changes and Future Profitability. *The Journal of Finance*, 56(6), 2111-2133. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00400>.
- Rodrigues, D. R., Fodra, M., Ribeiro, K. C. S., & Cruz, A. F. (2019). Determinantes da Distribuição de Dividendos no Brasil: Uma Análise entre Flexibilidade Financeira e Política de Distribuição de Resultados. *Contabilidade Vista & Revista*, 30(2), 84-112. <https://doi.org/10.22561/cvr.v30i2.4800>.
- Simon, M. L. A.; Procianny, J. L.; & Decourt, R. F. (2019). Fatores Determinantes da Política de Dividendos das Instituições Financeiras Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 17(2), 87-116. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v17n2.2019.77956>.
- Vancin, D. F., & Procianny, 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.
- Zagonel, T.; Terra, P. R. S.; & Pasuch, D. F. (2018). Taxation, Corporate Governance and Dividend Policy in Brazil. *RAUSP Management Journal*, 53(3), 304-323. <https://doi.org/10.1108/RAUSP-04-2018-006>.