

ESTRUTURA DE CAPITAIS E O PAGAMENTO DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS DA AMÉRICA LATINA

ANA LÍDIA DE SOUZA MENDES

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

ALYNE CECILIA SERPA GANZ

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ (UFPR)

RAQUEL SERRÃO RODRIGUES DA SILVA

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

Agradecimento à órgão de fomento:

As Instituições de fomento (CNPq e Capes) e outras entidades envolvidas para realização do evento Semead edição 2021.

ESTRUTURA DE CAPITAIS E O PAGAMENTO DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS DA AMÉRICA LATINA

RESUMO

O presente estudo tem como objetivo analisar a estrutura de capital no pagamento de dividendos de empresas da América Latina. Para tanto, a pesquisa caracteriza-se como descritiva, documental e quantitativa. A população do estudo compreende todas as empresas da América Latina, porém, a amostra final totalizou 484 empresas que possuíam todos os dados necessários para pesquisa. Os resultados indicam que quanto a distribuição de dividendos, os países da América Latina possuem distribuição de média a alta, sendo o lucro líquido o maior influenciador de tais resultados. Porém, não se pode afirmar determinada tendência a favor das teorias *Pecking Order* ou *Trade Off*. Esse mesmo comportamento não ocorre quanto a influência prevista pelas teorias da distribuição no endividamento, já que, os resultados confirmam a teorização de *Pecking Order*, mas não a do *Trade Off*. Por fim, a presente pesquisa contribui para literatura ao expressar as influências da estrutura de capital na distribuição de dividendos, discutindo os resultados à luz das teorias *Pecking Order* e *Trade Off*, além ainda de indicar as variáveis influenciadoras da distribuição de dividendos nos países da América Latina e auxiliar os *stakeholders* e demais usuários das informações contábeis na tomada de decisão de investimento.

Palavras-chave: Estrutura de Capital; Dividendos; América Latina.

1 INTRODUÇÃO

No mercado de capitais, envolvendo finanças corporativas, muito se discute sobre a estrutura de capitais das empresas e seus determinantes, como fatores específicos do setor ou do contexto no qual as organizações estão inseridas (Renzetti, 2015; Li & Islam, 2019). Entretanto, existem estudos que observam fatores específicos da empresa, como fatores de setor e variáveis observáveis nas empresas como o tamanho da empresa e lucratividade, afetando direta ou indiretamente os determinantes da estrutura de capital, inclusive o papel da alta gerência (Li & Islam, 2019; Matemilola, Bany-Arifin, Azman-Saini & Nassi, 2018).

Por meio da estrutura de capital, as empresas percebem como os ativos estão estruturados, se a empresa é capaz de liquidar suas dívidas ou se será necessário adquirir novos fundos de investimento, especificamente o grau de endividamento que a empresa possui, se é mais por capital próprio ou de terceiros (Renzetti, 2015). Inclui-se também a preocupação dos investidores na empresa, pois desejam o recebimento dos dividendos conforme a empresa alavanca no mercado acionário.

Conforme Campbell & Rogers (2018), as empresas podem sofrer com a volatilidade da estrutura de capital, pois a volatilidade reflete no tamanho da empresa e na lucratividade, quanto mais voláteis, mais dívidas e menor lucratividade na Europa. A estrutura de capital também ganha destaque quando relacionada ao efeito dos pares, que impactam nas decisões de financiamento, o nível de endividamento das organizações.

As empresas acabam por fazer ajustes em sua alavancagem, os ajustes podem ser quanto ao valor contábil ou valor de mercado. Especificamente, os ajustes da alavancagem de mercado surgem na empresa e induzem o valor contábil conforme aumentos nos valores patrimoniais das empresas (Ferris, Hanousek, Shamshur & Tresl, 2017). Sendo assim as empresas ajustam seus valores, conforme as políticas financeiras adotadas entre as empresas e influenciam as decisões da estrutura de capital entre a alavancagem de acordo com o alvo de

dívida devido ao efeito dinâmico no comportamento das organizações (Reinhard & Li, 2010; Im, 2019).

Sobre a perspectiva de endividamento alvo das empresas, existe a questão de monitoramento das empresas em que verificam como está a estrutura de capital do negócio, conforme a política de dívida corporativa e a preocupação dos investidores sobre o endividamento alvo nas organizações (Chang, Chou & Huang, 2014). No estudo de Chung, Liu & Wang (2018) o monitoramento institucional e as políticas de dívida corporativa servem como suporte a estrutura de capital alvo de longo prazo e o monitoramento é maior em empresas com baixa assimetria de informação, pois o trade-off entre benefícios e menores custos de monitoramento que influencia o desempenho econômico-financeiro dessas empresas.

Devido à preocupação dos investidores sob a estrutura de capital, pois em muitas situações a distribuição de dividendos ocorre conforme a estruturação do capital da empresa e as teorias de *pecking order* e *trade-off* serviram para explicar não só a decisão de estruturação do capital, mas também a distribuição de dividendos aos acionistas (Meyer, 1984; Fama & French, 2002).

Cabe destacar que em alguns casos, especificamente, na América Latina, a distribuição de dividendos relaciona-se de forma positiva com a lucratividade da empresa, embora o endividamento seja negativo com tal distribuição. De acordo com Benavides, Berggrun & Perafan (2016), o índice de distribuição de dividendos também se relaciona com indicadores de governo das empresas nos países latino americanos.

As políticas de dividendos podem ser explícitas ou implícitas para os acionistas, demonstrando para eles a quantidade de lucros existente nas empresas. A importância de ser explícito é que assim os acionistas podem verificar as condições de distribuição de dividendo a curto e a longo prazo sobre os lucros a serem repassados.

Considerando a análise da estrutura de capital, governança corporativa e política de dividendos, em diferentes países e em um período temporal, verificasse uma ampla discussão dos assuntos, essa tanto de forma individual como em conjunto. Desse modo, a presente pesquisa se diferencia das demais ao analisar empresas de capital aberto de seis países da América Latina, quanto à estrutura de capital e políticas de dividendos destas, uma vez que se tem escassez de pesquisas nesse contexto, pretendendo assim comparar os resultados das amostras analisadas.

Diante as discussões sobre estrutura de capital, nível de endividamento e as políticas de pagamento de dividendos, o presente estudo tem como questão de pesquisa: ***A estrutura de capitais influencia o pagamento de dividendos de empresas da América Latina?*** Para responder à questão de pesquisa e contribuir com a discussão o objetivo que se pretende atingir é analisar a estrutura de capitais no pagamento de dividendos em empresas da América Latina.

Justifica-se o interesse da pesquisa sobre a estrutura de capital, pois a mesma fornece informações sobre as empresas em relação ao seu nível de endividamento, capital próprio e capital de terceiros. Além do mais, a estrutura de capital ainda é bastante explorada na literatura sobre finanças corporativas, em suas diversas vertentes, cujo interesse na presente pesquisa é contribuir com a perspectiva do endividamento das empresas (Reinhard & Li, 2010; Chang, Chou & Huang, 2014; Ferris, Hanousek, Shamshur & Tresl, 2017; Im, 2019). Entretanto, o pagamento de dividendos, relaciona-se com a estrutura de capital, sendo esse outro aspecto a ser explorando, pois, lida com assuntos de interesse dos investidores e o *trade-off* entre custos e benefícios que a empresa proporciona.

Ainda, tem-se que poucas pesquisas foram realizadas considerando os temas propostos e a amostra de empresas da América Latina. Benavides et al. (2016) analisaram em seu trabalho como as características intrínsecas de empresas em seis países da América Latina

delineiam as decisões tomadas sobre dividendos no que concerne à governança corporativa, em relação as teorias de *Pecking Order e Trade off*, além ainda da teoria do ciclo de vida dos dividendos. Além da pesquisa recente de Fairchild, Guney e Thanatawee (2014), que pesquisam sobre estrutura de capitais e pagamento de dividendos, porém em mercado emergente (Tailândia), cuja principal contribuição para a literatura foi o teste de três hipóteses de dividendos (sinalização, fluxo de caixa livre e do ciclo de vida), das quais encontraram suporte admissível para as duas últimas e nenhum resultado conclusivo para a hipótese de sinalização. O presente artigo se diferencia dos citados por possuir como amostra todas as empresas da América Latina que continham os dados para pesquisa, além de analisar um comparativo entre os resultados reportados pelas amostras de empresas de cada país.

O restante do artigo está estruturado dando continuidade com o referencial teórico, abordando os principais aspectos da estrutura de capital, desde os primeiros estudos aos mais recentes. Sequencialmente, a política de distribuição/pagamento de dividendos aos acionistas. Posteriormente os procedimentos metodológicos adotados para esta pesquisa. Consequente a análise e discussão dos resultados e a conclusão da pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O referencial teórico é dividido em dois tópicos relevantes para pesquisa, sendo esses a estrutura de capitais e o pagamento de dividendos, além de um breve relato sobre finanças corporativas.

2.1 Estrutura de Capitais

Ao abordar sobre finanças corporativas, a estrutura de capital ganha destaque, pois é um dos aspectos a serem observados pelos gestores e acionistas das empresas. Por meio das finanças corporativas, é possível verificar como a empresa está posicionada no mercado, as políticas de dividendos estruturadas, conforme os setores de atuação, preço de ações, dentre outros fatores do mercado acionário e da contabilidade (Rezenti, 2015).

Dentre o amplo assunto de finanças corporativas, a estrutura de capital ganha destaque com o estudo de Modigliani & Miller (1958), o intuito do estudo seria evidenciar o custo de capital da empresa, sob o aspecto de que os meios de obtenção do capital da empresa não são apenas dos proprietários, mas também com o investimento de terceiros ou instituições financeiras. Dessa forma, a estrutura de capital das organizações chama a atenção de pesquisadores, sejam os responsáveis pela sobrevivência e crescimento das empresas, ou os economistas gerenciais e até mesmo os teóricos a fim de identificar o comportamento do capital das empresas.

Para Meyers (1984), a estrutura de capital pode ser analisada a luz da teoria trade-off, sendo a principal perspectiva a busca da estrutura ótima do capital, ou seja, com o capital próprio e o capital de terceiros. Nessa visão de trade-off, quando se aumenta endividamento da empresa os benefícios fiscais, aumentando o valor da empresa e também os custos. Como também a empresa ajusta o valor dos dividendos a um índice alvo, estabelecido pela organização.

Cabe destacar que a estrutura de capital ainda é essencial em um ambiente organizacional, sobretudo sua volatilidade, pois em algumas situações a empresa pode emitir um valor de mercado e valor contábil diferentes. Dessa forma, gerando a assimetria da informação sobre o nível de endividamento que a empresa possui, incluindo o valor de dívida alvo que os gestores podem optar (Ferris, Hanousek, Shamshur & Tresl, 2017).

Os determinantes da estrutura de capital em uma organização podem ser gerais, específicos do mercado e do contexto no qual a organização está inserida. Além de fatores

próprios do negócio que influenciam o nível de endividamento das empresas, como a tangibilidade, tamanho, rentabilidade, alavancagem de mercado das organizações e preço das ações (Li & Islam, 2019). No estudo, inclui-se fatores específicos como a contribuição do PIB que influencia a estrutura de capital, sendo este um fator direto que impacta na estrutura de capital e como indireto destaca-se o crescimento da organização. Quanto mais o setor é economicamente vantajoso, maior será a lucratividade.

Quanto a um dos determinantes, caracteriza-se o efeito dos pares em relação a velocidade de ajustes na estrutura de capital conforme a política de controle financeiro das empresas e desvio do endividamento alvo de mercado e contábil que as empresas determinam. A velocidade dos ajustes varia conforme a alavancagem das empresas de determinado grupo, quando sofrem momentos ruins no mercado, o ajuste das outras empresas tende aumentar rapidamente, sendo este um dos efeitos dos pares, no caso, empresas do mesmo setor (Im, 2019).

Conforme Matemilola et al. (2018), ao explorar a teoria do trade-off observar que a experiência dos gestores afeta significativamente a estrutura de capital da empresa e o valor contábil no qual determina o endividamento da organização, tanto de longo prazo como o endividamento total aumenta com o tempo, aumentando o valor de mercado das organizações. Ou seja, não são apenas os investidores externos, mas os que estão diretamente ligados a empresa e que dependem dela para a sua ascensão profissional.

Modigliani e Miller (1962), são os autores mais citados quando se trata de estrutura de capital. Os supracitados autores são os percussores da análise do mercado de capitais perfeito, onde as estruturas de capitais não são afetadas em relação as decisões de investimentos da empresa.

Diversas abordagens contrárias à teoria da perfeição do mercado de capitais de Modigliani e Miller, surgem como é o caso de Myers e Majluf (1984), quando abordam a teoria trade-off. Para contribuição na composição de avaliar os determinantes de estrutura de capital das corporações desta pesquisa os modelos de trade-off abordado por Fama e French (2002), evidencia os comparativos de nível de endividamento e pagamentos de dividendos.

Nessa teoria o endividamento é visto como algo benéfico para a empresa porque gera vantagens no caso de a empresa poder usufruir das poupanças fiscais provenientes da geração de resultados. No entanto, também acarreta desvantagens, como o risco de insolvência, por conseguinte, custos de insolvência marcando de forma negativa a empresa acarretando a queda no valor da mesma.

Também para nortear esta pesquisa foram verificados os trabalhos já realizados abordando conjuntamente a estrutura de capital e governança corporativa, como o realizado por Chang, Chou e Huang (2014), que encontrou uma lacuna quanto aos efeitos dos papéis de dívidas disciplinar e de controle de aquisição sobre ajustes da estrutura de capital em empresas super alavancadas e não alavancadas. Os autores buscaram modelos de estrutura de capital de ajustes dinâmicos para realizar testes quanto a influência da qualidade da governança corporativa e ajuste da estrutura de capital e ainda confirmaram de forma completa a importância no nível de endividamento.

2.2 Pagamento (distribuição) de Dividendos

Distribuição de dividendos é o pagamento, de parte do lucro líquido que a empresa obteve, no decorrer de um período aos seus acionistas na forma de dinheiro, ações ou direito de propriedades (menos comum). Logo, uma parte do lucro líquido a empresa direciona uma parte para compor o caixa ou para fazer investimentos e o restante será distribuído ao grupo de acionistas.

No caso do Brasil, para a empresa pagar dividendos ela precisa ser listada na BM&FBovespa (logo, é de capital aberto). Em virtude da lei das S/A, as empresas de capital aberto podem distribuir menos de 25% do seu lucro aos acionistas. No entanto, as demais empresas (não listadas na BM&FBovespa), por força de lei também, são obrigadas a distribuir no mínimo, 25% do seu lucro líquido aos seus acionistas.

Ressalta-se que existem outras formas da empresa distribuir seu lucro: através de ações da própria empresa e através de juros sobre o capital próprio, sendo que a primeira é cada vez mais comum de ocorrer. Já os juros sobre capital é também uma modalidade de pagamento de dividendos, mas de uma maneira diferente, devido ser considerado como uma despesa financeira para a empresa que está pagando, pois é distribuído antes do lucro líquido (reduz a base de cálculo) graças à Lei nº 9.249/1995. Dessa forma, as empresas se aproveitam dessa modalidade tributária ao máximo e em seguida apenas complementam o valor a ser pago aos acionistas com dividendos.

No estudo de Modigliani e Miller (1961), quando existe um mercado de capitais perfeitos (sem impostos ou comissões) quando não há assimetria de informações e a política de pagamento de dividendos adotada pela empresa é sempre a mesma, os pagamentos de dividendos são irrelevantes. Nesse caso, o preço das ações e o custo das empresas não sofre alteração. Para os referidos autores, a riqueza que a empresa cria para si é o que realmente impacta o mercado de ações.

O referido trabalho foi importante porque a partir dele, inúmeros estudos surgiram na busca de entender e identificar as imperfeições do mercado, dentre elas: assimetria de informações, impostos, custos de agência, entre outros.

Tentando encontrar uma alternativa que fosse além das teorias de pecking order e trade-off DeAngelo et al. (2006) propuseram a teoria do ciclo de vida de dividendos. Para isso os referidos autores defenderam que em virtude da constituição do capital recente as empresas com pouco tempo de criação tendem a pagar menos dividendos. Enquanto que as empresas com mais tempo de constituição provavelmente tendem a pagar dividendos, já que falta recursos disponíveis para investimento. Os autores em tela encontraram relação positiva e bastante significativa que deram suporte à sua teoria.

Benavides et al. (2016) em seu estudo sobre fatores característicos das empresas e dos países da América Latina (em relação à governança corporativa) definem a forma de pagamento de dividendos com base nas teorias de pecking order, trade-off e ciclo de vida das empresas, encontraram que o pagamento de dividendos tem relação positiva com a rentabilidade e negativa com o endividamento já realizado e com a chance de novos investimentos. Outro achado importante diz respeito a governança à nível de país ser positiva quando relacionado ao pagamento de dividendos, resultado referendado por Mitton (2004). Benavides et al. (2016) ainda expandiram o trabalho de Mitton (2004), e encontraram evidências de que países com alta governança as empresas ajustam menos seus dividendos contrariando assim (na amostra analisada) o resultado encontrado por DeAngelo et al. (2006), pois as empresas com mais tempo de operação não pagam mais dividendos.

Eije, Goyal, Muckley (2017), analisaram empresas da América Latina de 1994 a 2014 e seus resultados mostraram que empresas latino-americanas ocultam o pagamento de dividendos em cerca de 8% anualmente. Outro resultado encontrado pelos mesmos mostra que o pagamento de dividendos cresce quase na mesma proporção que diminui: aumento anual em média de 30% e 20% de redução a cada ano.

Outro fator importante a ser considerado no pagamento de dividendos tem relação com os impostos, já que de acordo com estudos anteriores como Brav et al. (2005) e Brav et al (2008), em sua pesquisa realizada nos Estados Unidos, para um grande número de empresa, os mesmos têm um efeito de segunda ordem quando se trata de política de dividendos, pois mais importante que estas são o fluxo de caixa, investimentos (oportunidades) e liquidez.

Consistente com isso também, Boulton et al (2012) também encontram que, no caso das empresas brasileiras, boa parte das empresas optam por pagar dividendos aos acionistas de acordo com suas preferências, através de juros sobre capital próprio. Por outro lado, apesar de diversos estudos mostrarem resultados conflitantes entre impostos e pagamento de dividendos, Boulton et al (2012), também encontram que a preferência por pagamento de dividendos em dinheiro ainda é grande apesar da aparente desvantagem.

3 METODOLOGIA

A presente pesquisa tem como objetivo analisar a estrutura de capitais no pagamento de dividendos em empresas da América Latina, para isso caracteriza-se como descritiva, documental e quantitativa. A população do estudo compreende todas as empresas da América Latina, sendo a amostra composta pelas empresas de seis países que compõem a América Latina (Argentina (1), Brasil (2), Chile (3), Colômbia (4), México (5) e Peru (6)) no período entre 2010 e 2018, para explicar essa relação foi abordada a Teoria de *Trade Off*, além de estrutura de capitais de nível ótimo para os gestores financeiros e a relação de governança das estatais para pagamento de dividendos.

3.1 Dividendos

Fama e French (2002) desenvolveram o seguinte modelo em seu estudo que visava analisar a estrutura de capital e o pagamento de dividendos, com os dois modelos utilizados na literatura, esses correspondentes a teoria do Pecking Order e Trade-Off. O principal modelo desenvolvido pelos autores relaciona os dividendos (D_{t+1}), o lucro líquido (Y_{t+1}) e o ativo total ajustado (A_{t+1}), apresentados no modelo da Equação 1, além do termo de erro (ε_{t+1}).

$$D_{t+1}/A_{t+1} = a_0 + a_1 * (Y_{t+1}/A_{t+1}) + \varepsilon_{t+1} \quad (1)$$

Neste modelo, a_1 representa um indicador do valor desejável para a distribuição de lucros (DL), sendo pré-assumido que o desejável é o realizado, sendo relacionado que a distribuição de dividendos somente ao lucro líquido, neste momento. A literatura aponta ainda, conforme explorado por Fama e French (2002), que outras variáveis além do lucro líquido possuem influencia na distribuição de dividendos, para tanto os autores sugerem o modelo da Equação 2, que relaciona à distribuição de dividendos o valor da empresa (V_t), o lucro líquido antes itens extraordinários e após IR e CSLL (E_t), o ativo total ajustado ($\ln(A_t)$), a meta de alavancagem (TL_{t+1}) e a variação do ativo total ajustado (dA_t).

$$\begin{aligned} D_{t+1}/A_{t+1} \\ = a_0 + (a_1 + a_{1V} \\ * V_t/A_t + a_{1E} * E_t/A_t + a_{1S} \ln(A_t) + a_{1L} TL_{t+1} + a_{1A} * dA_t/A_t) * (Y_{t+1}/A_{t+1}) + \varepsilon_{t+1} \end{aligned} \quad (2)$$

Na Equação 2, diferentemente da anterior apresentada, tem-se uma influencia das interações do lucro líquido com as demais variáveis tidas como significantes na relação afetando a distribuição de dividendos, assim como a meta de alavancagem (MA\TL), adicionada como variável independente na relação proposta. A regressão do modelo 2 é estimado de forma anual para todas as empresas da amostra, sendo que o coeficiente a_1 final é obtido pela soma das multiplicações entre parênteses, sendo este por fim a média anual dos coeficientes. Em consonância com a teoria do Trade-Off, o modelo pressupõe que a

distribuição de dividendos varia positivamente com as maiores oportunidades de crescimento, haja visto que é indutivo que quanto maior o lucro, mais dividendos se paga.

De forma mais clara, a variável E_t expressa a lucratividade dos ativos das empresas da amostra no período estudado, sendo esses após os juros pois considera-se que estes afetam a distribuição de dividendos. A volatilidade do período é representada pelo $\ln(A_t)$, mesmo sendo uma variável de muitas representações, os autores afirmam sua competência para a proxy desejada. Ainda, a variável dA_t representa os investimentos, V_t reflete as oportunidades de investimento, enquanto DA_t reflete os investimentos realizados.

Por meio das Equações 1 e 2, poder-se-á testar se a distribuição de dividendos varia negativamente com os investimentos e positivamente com as oportunidades de investimento e lucratividade.

3.2 Estrutura de Capital

Neste tópico discute-se se a alavancagem das empresas se comportam da forma prevista pelas teorias do Trade-Off e Pecking Order. Para isso Fama e French (2002) desenvolveram um outro modelo (Equação 3) que faz a regressão do endividamento (L_{t+1}) com as variáveis de crescimento (V_t), lucratividade (ET_t), volatilidade ($\ln(A_t)$), investimento (dA_t) e distribuição de dividendos (DD).

$$L_{t+1}/A_{t+1} = b_0 + b_1 V_t/A_t + b_2 ET_t/A_t + b_3 \ln A_t + b_4 dA_t/A_t + b_5 DD_{t+1} + \varepsilon_{t+1} \quad (3)$$

Nesse modelo, a meta de distribuição de dividendos, DD, é obtida por meio da estimativa da equação 1. As demais variáveis são as mesmas utilizadas nas equações anteriores. Os autores proponentes dos modelos e metodologia seguida, utilizam os valores estimados da variável dependente de alavancagem (L_{t+1}/A_{t+1}), como a variável de meta de alavancagem, usadas no modelo da Equação 2.

3.3 Amostra

A amostra de pesquisa perfiz 484 empresas, das 1244 empresas da população de pesquisa, destas foram retiradas empresas seguindo alguns critérios: (1) empresas do setor financeiro, pois possuem características específicas e seguem regulamentos próprios; (2) empresas que não possuíam todos os dados necessários para a pesquisa; (3) empresas que pagaram menos de 5 vezes dividendos durante o período da pesquisa, ou as que não pagaram dividendos nos últimos 3 anos; e (4) empresas que não pagaram dividendos no período da pesquisa.

Sendo assim a amostra final compreendeu as 484 empresas, com 38 empresas argentinas, 178 empresas brasileiras, 103 chilenas, 37 colombianas, 52 mexicanas e 76 peruanas. Essas empresas foram classificadas também de acordo com seu setor econômico de atuação, sendo esses Financeiro (1), Utilidades (2), Bens Imóveis (3), Industrial (4), Materiais Básicos (5), Comunicação (6), Consumo Cíclico (7), Energia (8), Saúde (9), Consumo não Cíclico (10) e Tecnologia da Informação (11). Sendo que todas as informações necessárias foram coletadas da base da Thomson Reuters®.

3.4 Modelo Estatístico

Com base nas metodologias bases, Fama e French (2002) e Futema, Basso e Kayo (2009), foram desenvolvidas regressões lineares múltiplas para as variáveis dependentes

distribuição de dividendos e meta de alavancagem. Nos modelos ambas as variáveis dependentes são independentes da outra, gerando um processo endógeno. Para controlar o efeito da endogenia utilizasse como certo o valor para as variáveis as obtidas na forma reduzida (sem as interações) para a estimação na forma completa, controlando o termo endógeno deste jeito. As demais variáveis foram coletadas conforme metodologia dos autores.

Os parâmetros foram estimados, conforme os autores propõem, sendo este a média dos parâmetros anuais, estimados por regressões cross-section para todas as empresas da amostra. O período de pesquisa compreende 10 anos, sendo usados dados de t+1 anos, logo dados de 11 anos. A Equação 9 apresenta a forma de estimação dos parâmetros.

$$\bar{a}_0 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T a_0 \quad t = 1, 2, \dots, T; \quad (5)$$

A Tabela 1 apresenta o constructo da pesquisa e as definições operacionais dessa, sendo que todas foram coletadas na base de dados da Thomson®. Sendo que a alavancagem é a razão entre o endividamento (L_t) e o ajuste do ativo total (A_t), a lucratividade é a razão entre o lucro líquido (E_t) e lucro antes das despesas financeiras e itens extraordinários (ET_t).

Tabela 1

Constructo da Pesquisa

Nome	Proxies	Descrição
Ativo Total Ajustado	A_t	Ativo total – (Fornecedores CP + Impostos a Pagar CP + Dividendos a Pagar CP + Provisões CP)
Variação do Ativo Total Ajustado	dA_t	$dA_t = A_t - A_{t-1}$
Lucro Líquido	Y_t	Lucro Líquido
Dividendos	D_t	Dividendos
Lucro Líquido antes de itens extraordinários e após IR e CSLL	E_t	E_t = Lucro Líquido – Resultados Não Operacionais + Participações e Contribuições Estatutárias + Participações Minoritários
Variação do lucro antes itens extraordinários e após IR e CSLL	dE_t	$dE_t = E_t - E_{t-1}$
Lucro antes de juros, itens extraordinários e após IR e CSLL	ET_t	$ET_t = E_t + \text{Resultado Financeiro}$
Endividamento	L_t	$L_t = \frac{PC + PnC}{Ativo Total}$
Valor da Empresa	V_t	$V_t = \text{Preço da Ação sem ajuste de proventos} * n^\circ \text{ de ações} + \text{Endividamento } (L_t)$
Lucratividade	$\frac{ET_t}{A_t}, \frac{E_t}{A_t}, \frac{V_t}{A_t}$	Lucratividade
Oportunidades de investimento	$\frac{dA_t}{A_t}, \frac{RD_t}{A_t}, \frac{V_t}{A_t}$	Oportunidades de investimento
Volatilidade	$\ln(A_t)$	Logaritmo Natural do Ativo Total Ajustado

Fonte: Dados da Pesquisa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Tendo como objetivo analisar a estrutura de capitais e o pagamento de dividendos das empresas da América Latina, analisou-se um total de 484 empresas dos seis países da América Latina, sendo esses Argentina (1), Brasil (2), Chile (3), Colômbia (4), México (5) e Peru (6), em nove anos de pesquisa, sendo esses o período entre 2010 à 2018. A Tabela 2 apresenta os dados iniciais, estatística descritiva, para caracterização e visualização dos dados utilizados.

O Brasil é o país com maior representatividade na amostra de pesquisa, sendo que este possui 178 empresas nos nove anos de pesquisa, e conseqüentemente 1.602 observações (informações), seguido pelo Chile com 103 empresas e 927 observações, os demais países possuem 38, 37, 52 e 76 empresas, respectivamente, conforme ordem numérica atribuída. A amostra de pesquisa para o Brasil foi maior do que a utilizada por Futema, Basso e Kayo (2009), que trabalharam com apenas 107 empresas no mesmo país. Além desses, o Brasil também apresentou o maior valor para o ativo total ajustado (A_t) e o segundo menor desvio-padrão para a mesma variável. O oposto foi registrado pelo Peru, com um valor de 0,696 (em milhões) para a mesma variável, porém, apresentando o menor desvio padrão, indicando um valor menor dos ativos desse país, mas uma maior homogeneidade entre as empresas.

Para o Lucro Líquido (Y_t) o maior valor apresentado foi de 0,348 para o México, sendo que este possui um alto desvio padrão também, seguido desse o Brasil e a Colômbia apresentam também altos valores para a mesma variável sendo esses 0,216 e 0,194, respectivamente. Para o valor de mercado médio das empresas o país com o valor mais alto é o México, ressalta-se porém que o México possui apenas 52 empresas na amostra de pesquisa e talvez não possua muitos valores influenciando essa medida, após o México, o Brasil e a Colômbia apresentam também valores elevados para a variável, sendo esses de 3,5 e 2,8, respectivamente.

Tabela 2

Estatística Descritivas para as empresas da amostra – em milhões

País	Estatística	Obs.	A_t	Y_t	V_t	L_t	E_t	ET_t
(1)	Média	342	1,35	0,0662	1,03	0,541	0,0579	0,114
	Desvio-Padrão	(38)	(3,65)	(0,216)	(2,55)	(0,211)	(0,213)	(0,368)
(2)	Média	1602	5,70	0,216	3,50	0,549	0,206	0,292
	Desvio-Padrão	(178)	(2,25)	(1,27)	(1,26)	(0,210)	(1,26)	(1,62)
(3)	Média	927	2,72	0,108	1,69	0,480	0,0814	0,143
	Desvio-Padrão	(103)	(6,86)	(0,254)	(3,60)	(0,192)	(0,177)	(0,342)
(4)	Média	333	3,11	0,194	2,80	0,401	0,170	0,290
	Desvio-Padrão	(37)	(7,59)	(0,845)	(1,11)	(0,218)	(0,811)	(1,29)
(5)	Média	468	5,11	0,348	6,46	0,483	0,322	0,503
	Desvio-Padrão	(52)	(9,96)	(0,770)	(1,27)	(0,207)	(0,727)	(1,13)
(6)	Média	684	0,696	0,0503	0,441	0,457	0,0497	0,0766
	Desvio-Padrão	(76)	(0,902)	(0,115)	(0,948)	(0,215)	(0,114)	(0,167)

Legenda: Argentina (1), Brasil (2), Chile (3), Colômbia (4), México (5) e Peru (6).

Fonte: Dados da Pesquisa

O endividamento por sua vez apresentou valores mais elevados para o Brasil, Argentina e México, com 0,549, 0,541 e 0,483, respectivamente, porém os valores para a variável de endividamento são em suma parecidos, sendo a variável com valores mais homogêneos para a América Latina dentre as estudadas. As variáveis de lucro líquido antes de itens extraordinários e após impostos (E_t) e lucro antes de juros, itens extraordinários e após impostos (ET_t) apresentam semelhantes resultados, sendo os maiores valores apresentados para o Brasil e México, para as duas variáveis e os menores valores para o Peru e Argentina.

Assim como descrito na metodologia, a Tabela 3 apresenta os resultados para a estimação dos parâmetros da regressão expressa pela Equação 1, onde é relacionado os dividendos pagos (D_{t+1}/A_{t+1}), como variável dependente, ao Lucro Líquido (Y_{t+1}/A_{t+1}), como variável independente. Na tabela citada apresenta-se os resultados discutidos para os seis países da amostra. Os coeficientes variam desde 0,312 para o Brasil até 0,784 para o Chile, ressalta-se a mensuração anual (*cross section*) e por país. Na tabela é apresentado também os valores de t-Student calculado conforme metodologia utilizada por Futema, Basso e Kayo (2009) de Fama e MacBeth (1973), onde calcula-se o erro padrão e após faz a divisão do parâmetro médio estimado pelo erro-padrão, obtendo o t, onde se quer o nível de significância de 5%, bicaudal, sendo que para isso é necessário valores maiores que 2,306 (distribuição $t_{8,0,95}$).

Tabela 3

Estimativas para os parâmetros da Equação 1 – *cross section*

País	R ²	Estatística t	p-value	Coefficiente
Argentina (1) (teste t)	0,346	6,022	0,000	0,312
		2,850248		
Brasil (2) (teste t)	0,343	13,002	0,000	0,396
		3,711296		
Chile (3) (teste t)	0,759	21,457	0,000	0,784
		12,48032		
Colômbia (4) (teste t)	0,299	3,884	0,000	0,384
		5,23191		
México (5) (teste t)	0,498	7,311	0,000	0,579
		10,60216		
Peru (6) (teste t)	0,557	10,056	0,000	0,751
		10,9805		
Geral (teste t)	0,572	27,56	0,000	0,628
		10,49834		

Fonte: Dados da Pesquisa

Como pode ser observado os valores para o teste t realizado são todos superiores à 2,306, o que comprova uma significância dos valores e testes encontrados pelos modelos regressivos testados. Os testes indicam valores de razoáveis a altos para os países da América Latina quanto à distribuição de lucros, sendo o maior para o Chile com 0,784, um coeficiente altíssimo para as empresas do país, o valor mais baixo é o apresentado pela Argentina, com um coeficiente de 0,312. O Brasil apresenta um coeficiente médio de distribuição de lucros de 0,396 valor levemente menor ao encontrado por Fama e French (2002), porém superiores aos apresentados por Silva e Brito (2004) e Futema, Basso e Kayo (2009). Colômbia, México e Peru apresentam coeficientes variando entre o mínimo e o máximo destacado. O R² dos modelos ainda são validos de ressalva, sendo estes em sumas maiores dos que os encontrados por Fama e French (2002) e Futema, Basso e Kayo (2009), no qual foram encontrados 0,25 e 0,26, respectivamente.

Assim como desenvolvido na metodologia, outras variáveis são tidas na literatura por influenciar a distribuição dos lucros, pagamento dos dividendos, assim a Tabela 4 apresenta os resultados para os modelos regressivos da Equação 2, onde as variáveis de lucratividade, volatilidade, investimento e alavancagem influenciam o Lucro Líquido e conseqüentemente essas impactam a distribuição de dividendos. Assim como proposto e feito por Futema, Basso e Kayo (2009) apresenta-se três painéis na Tabela 4, sendo o primeiro com a omissão do termo de alavancagem, TL; o segundo com a inclusão desse termo calculado pela Equação 3; e o terceiro com a omissão do termo de lucratividade, para garantir a não colinearidade.

Tabela 4Estimativas para os parâmetros da Equação 2 – *cross section* com interações de variáveis

	Y_{t+1}/A_{t+1}							R ²
	1	V_t/A_t	E_t/A_t	$\ln(A_t)$	TL_{t+1}	dA_t/A_t	TL	
Painel A								
(1)	0,664 (0,000)	0,005 (0,351)	0,490 (0,000)	-0,030 (0,002)	-	-0,071 (0,244)	0,3612	0,8144 (0,000)
(2)	1,059 (0,000)	0,053 (0,000)	0,496 (0,000)	-0,046 (0,000)	-	0,008 (0,808)	0,1926	0,8711 (0,000)
(3)	0,689 (0,000)	0,008 (0,050)	0,128 (0,078)	-0,013 (0,069)	-	0,012 (0,784)	0,1659	0,7846 (0,000)
(4)	0,727 (0,000)	0,087 (0,000)	0,028 (0,568)	-0,027 (0,001)	-	0,273 (0,000)	0,4576	0,4553 (0,000)
(5)	0,814 (0,000)	-0,016 (0,224)	2,101 (0,000)	-0,029 (0,000)	-	-0,328 (0,001)	0,5102	0,6082 (0,000)
(6)	0,489 (0,009)	0,040 (0,000)	0,753 (0,000)	-0,009 (0,358)	-	0,345 (0,000)	0,1510	0,6121 (0,000)
Painel B								
(1)	0,402 (0,039)	0,008 (0,172)	0,533 (0,000)	-0,026 (0,008)	5,933 (0,000)	-0,042 (0,482)	0,1368	0,8213 (0,000)
(2)	1,023 (0,000)	0,053 (0,000)	0,507 (0,000)	-0,045 (0,000)	0,603 (0,430)	0,008 (0,800)	0,1732	0,8711 (0,000)
(3)	0,960 (0,000)	0,013 (0,001)	0,207 (0,003)	-0,004 (0,566)	-22,39 (0,000)	0,003 (0,944)	0,1709	0,8053 (0,000)
(4)	0,682 (0,000)	0,072 (0,000)	0,049 (0,294)	-0,035 (0,000)	12,061 (0,000)	0,351 (0,000)	0,1596	0,4938 (0,000)
(5)	0,850 (0,000)	-0,015 (0,266)	2,023 (0,000)	-0,029 (0,000)	-1,490 (0,537)	-0,324 (0,001)	0,3941	0,6085 (0,000)
(6)	0,455 (0,025)	0,037 (0,000)	0,763 (0,000)	-0,008 (0,393)	1,189 (0,652)	0,340 (0,001)	0,1266	0,6122 (0,000)

Legenda: Argentina (1), Brasil (2), Chile (3), Colômbia (4), México (5) e Peru (6).

Fonte: Dados da Pesquisa

Conforme supra explanado, o painel A apresenta as influências exercidas pelo lucro líquido e demais interações na distribuição de dividendos. Em suma os resultados sem a inclusão da variável de alavancagem apresentaram-se melhores em relação ao painel B que inclui a alavancagem. Referente ao painel A, tem-se que a maior distribuição de dividendos foi apresentado pelo México (0,5102) indicando alta distribuição de lucros para as empresas da amostra deste país. O Brasil apresentou uma distribuição de 0,1926 no modelo sem a inclusão da alavancagem, valor muito próximo ao encontrado por Futema, Basso e Kayo (2009), em seu estudo, porém inferior ao valor encontrado no modelo 1, quando considerado apenas o lucro líquido sem interação com as demais variáveis. Tais resultados indicam que não se pode confirmar a melhora ao se inserir as variáveis de lucratividade no modelo de influência do lucro líquido.

Além desses, Argentina e Colômbia apresentaram alto valor de distribuição de lucros, enquanto Chile e Peru apresentaram um valor mais simplório para a suas distribuições de lucros. Os resultados não nos permitem inferir sobre o comportamento enquanto as teorias de Pecking Order e Trade Off estática, uma vez que a primeira faz a previsão de maiores distribuições quando se tem empresas mais líquidas, e a segunda indica que fluxos de caixas com maior folga (no sentido de maior liquidez) impacta em maior distribuição de dividendos. E como os resultados não confirmam com certeza o aumento de explicação com a inserção das variáveis de lucratividade impactando o lucro líquido, não se tem uma tendência entre os resultados e as teorias.

Os valores resultantes para a distribuição de dividendos com a inclusão da variável de alavancagem (Painel B) apresentam-se menores do que o modelo sem a inclusão dessa variável, porém as relações dos maiores e menores valores apresentados se mantêm, valendo-se assim das mesmas análises supra discutidas. Referente a adequação do modelo pode-se analisar conforme destacado pela Tabela 4 que o modelo para todos os seis países, sendo com a inclusão da alavancagem ou sem a mesma, fez-se significativo, mesmo com a alteração dos valores do poder de explicação dos modelos esses ainda são significantes, ressaltando a utilidade desses para a explicação da distribuição de dividendos.

Individualmente a variável de lucro líquido apresentou-se significativa em todos os modelos de estimação, sendo esses em dez dos modelos significantes a 1% e em apenas dois modelos a nível de 5%, indicando a influência incontestável, e indiferente do país, do lucro das empresas com a distribuição de dividendos.

O valor de mercado por sua vez se faz significativo em quatro países da amostra, para os dois modelos de alavancagem, com exceção da Argentina e do México, indicando uma coerência com a teoria Trade Off, indicando uma relação do valor de mercado juntamente com o lucro líquido na distribuição de dividendos, em suma. Continuamente, a volatilidade ($\ln(A_t)$) apresentou-se significativa na maioria dos países da amostra, com exceção do Chile e Peru, sendo este fato verídico para os dois modelos (com e sem inclusão da alavancagem), e ainda a variável de investimento (dA_t) apresentou significância apenas para a Colômbia, México e Peru. Tais resultados, quanto a volatilidade, vão de encontro aos encontrados por Futema, Basso e Kayo (2009), que não encontram significância dessa variável para o Brasil, porém corroboram, em relação ao investimento, uma vez que os autores tiveram a mesma falta de significância para essa variável, alinhando tal fato ao assumido por Linter (1956) de que os investimentos não sofrem grande influência dos investimentos.

Por fim, com os resultados da Tabela 4, painéis A e B, não se pode confirmar a variação negativa do pagamento de dividendos com os investimentos e positivamente com a lucratividade, haja visto que as relações não se mantêm, quanto a relação e significância, em todos os países da amostra. Porém, poder-se-á afirmar, que o lucro líquido influencia o pagamento de dividendos, e ainda que a inclusão das variáveis de lucratividade aumentou o poder de explicação, mesmo que pouco em alguns casos, em relação ao modelo sem as inclusões, confirmando assim as teorias propostas no trabalho. Ainda, a Tabela 5 apresenta os resultados para as estimações do modelo da Equação 3.

Tabela 5

Estimativas para os parâmetros da Equação 3 – *cross section*

	V_t/A_t	ET_t/A_t	$\ln(A_t)$	dA_t/A_t	TP	R ²
Painel A						
(1)	-0,0003 (0,154)	-0,0101 (0,000)	0,0010 (0,000)	-0,0018 (0,396)	-	0,2395 (0,000)
(2)	-0,0018 (0,000)	-0,0059 (0,000)	0,0007 (0,000)	0,0011 (0,143)	-	0,1531 (0,000)
(3)	0,0001 (0,680)	-0,0020 (0,456)	0,0008 (0,000)	0,0010 (0,029)	-	0,2218 (0,000)
(4)	0,0004 (0,601)	-0,0201 (0,009)	0,0007 (0,000)	-0,0007 (0,756)	-	0,3611 (0,000)
(5)	0,0001 (0,925)	-0,0324 (0,000)	0,0007 (0,000)	0,0005 (0,782)	-	0,4010 (0,000)
(6)	0,0031 (0,000)	-0,0179 (0,000)	0,0011 (0,000)	0,0083 (0,000)	-	0,2938 (0,000)
Painel B						
(1)	-0,003 (0,157)	-0,0121 (0,001)	0,0010 (0,000)	-0,0018 (0,394)	0,0070 (0,450)	0,2409 (0,000)

(2)	-0,0019 (0,000)	-0,0061 (0,000)	0,0008 (0,000)	0,0011 (0,169)	0,0072 (0,001)	0,1586 (0,000)
(3)	-0,0004 (0,984)	-0,0029 (0,298)	0,0008 (0,000)	0,0010 (0,025)	0,0036 (0,337)	0,2226 (0,000)
(4)	0,0006 (0,412)	-0,0116 (0,211)	0,0007 (0,000)	-0,0007 (0,734)	-0,0436 (0,117)	0,3661 (0,000)
(5)	0,0003 (0,570)	-0,0205 (0,010)	0,0007 (0,000)	0,0005 (0,784)	-0,0420 (0,008)	0,4102 (0,000)
(6)	0,0031 (0,000)	-0,0168 (0,000)	0,0011 (0,000)	0,0083 (0,000)	-0,0027 (0,730)	0,2939 (0,000)
Painel C						
(1)	-0,0004 (0,081)	-	0,0011 (0,000)	-0,0021 (0,345)	-0,0143 (0,032)	0,2158 (0,000)
(2)	-0,0022 (0,000)	-	0,0008 (0,000)	0,0005 (0,483)	0,0067 (0,003)	0,1477 (0,000)
(3)	-0,0001 (0,450)	-	0,0008 (0,000)	0,0009 (0,043)	0,0022 (0,523)	0,2217 (0,000)
(4)	0,0003 (0,673)	-	0,0007 (0,000)	-0,0008 (0,715)	-0,0637 (0,005)	0,3629 (0,000)
(5)	-0,0003 (0,453)	-	0,0007 (0,000)	0,0003 (0,876)	-0,0652 (0,000)	0,4015 (0,000)
(6)	0,0027 (0,000)	-	0,0010 (0,000)	0,0077 (0,000)	-0,0229 (0,000)	0,2791 (0,000)

Legenda: Argentina (1), Brasil (2), Chile (3), Colômbia (4), México (5) e Peru (6).

Fonte: Dados da Pesquisa

O modelo da Equação 3, regride o endividamento (L_{t+1}) com as variáveis de crescimento (V_t), lucratividade (ET_t), volatilidade ($\ln(A_t)$), investimento (dA_t) e distribuição de dividendos (TP), sendo esses expressos nos painéis A, B e C. O painel A apresenta a estimativa do TL sem considerar a distribuição de lucros, o painel B faz a inclusão da distribuição de lucros na explicação da variável dependente e por fim o painel C retira a variável de lucratividade para analisar possíveis problemas de colinearidade.

Com relação ao painel A, tem-se que a variável de volatilidade é a única que se apresenta significativa para todos os países da amostra, sendo essa relação baixa, porém positiva em todos os modelos com a variação dos países. Além dessa, a variável de lucratividade se fez significativa em quase todos os modelos, sendo a exceção o Chile, sendo essa relação sempre negativa com a variável dependente. Tais resultados são coerentes com a teoria da pecking order e contraria a teoria de trade off, indicando que o endividamento varia negativamente com as variáveis do valor da empresa e lucratividade. Tais resultados corroboram também com os encontrados por Futema, Basso e Kayo (2009), Silva e Brito (2004) e Fama e French (2002).

Continuamente, a variável representativa do crescimento só se fez significativa para o Brasil e para o Peru, e não significativa nos demais, porém seus coeficientes são baixos o que não representa grande impacto no endividamento. Por fim, a variável de investimento, considerando um nível de significância de 1%, só se fez significativa para o Peru, que por sua apresentou todos os coeficientes das variáveis testadas significativos, o que se repete para os painéis B e C, com exceção da variável TP no painel B.

Quanto ao painel B, as variáveis de volatilidade, crescimento e investimento gozam de mesma análise realizada quanto ao painel A, sendo que estas apresentaram as mesmas relações. Quanto a variável de lucratividade, junta-se ao Chile, como exceção, a Colômbia, sendo as únicas não significantes para essa variável. O diferencial do Painel B é a inclusão da distribuição de lucros no modelo explicando o endividamento, sendo assim os resultados para tal variável só se fez significativo para o Brasil e México, sendo essas relações positiva e

negativa, respectivamente. Tais resultados indicam que para o Brasil quando a distribuição de lucros aumenta o endividamento também aumenta, porém, em uma proporção muito baixa. E no México, quanto maior o pagamento de dividendos menor o endividamento, esse tendo uma proporção de aproximadamente 4%, entre as variáveis.

No painel C, as relações para o crescimento, volatilidade e investimento mantêm as relações indicadas nos painéis anteriores, porém, ao se retirar a lucratividade, a variável de distribuição de lucros ganha poder explicativo, o que corrobora ao encontrado por Futema, Basso e Kayo (2009) e Fama e French (2002) de que ao se retirar a lucratividade a distribuição de lucros ganha significância no modelo, sendo essa não significativa apenas para o Chile, sendo que as relações são negativas para os demais países com exceção do Brasil que mantém a relação positiva. Os resultados confirmam a hipótese de colinearidade entre as variáveis destacadas. Os resultados para o Brasil corroboram com os encontrados por Futema, Basso e Kayo (2009) que encontram uma influencia positiva da distribuição de lucros no endividamento.

Quanto ao poder de explicação como um todo, o painel B apresenta leve aumento no seu R^2 se comparado ao painel A, porém, perde um pouco dessa explicação ao se comparar ao painel C. Tal variação corrobora os achados por Futema, Basso e Kayo (2009), tornando esse um resultado robusto, haja visto que o mesmo ocorreu para os seis países da amostra. Complementando os achados dos autores supracitados.

Por fim, como pretendia se analisar, a teoria do Pecking Order teoriza que empresas que possuem uma maior lucratividade e rentabilidade (liquidez de certa forma) possuem um menor endividamento, isto por financiar usualmente seus investimentos com os lucros retidos. Ainda a teorização da teoria de trade off indica que por empresas mais lucráveis por possuírem benefícios fiscais e menores custos de falência, essas devem incorrer em um elevado endividamento. Assim, analisando os resultados tem-se uma adequação dos mesmos à teoria de Pecking Order, porém, o mesmo não ocorre se considerado a teoria de Trade Off.

5 CONCLUSÃO

A presente pesquisa teve como objetivo analisar a estrutura de capitais no pagamento de dividendos em empresas da América Latina, caracterizando-se como descritiva, documental e quantitativa. A amostra do estudo compreende 38 empresas da Argentina, 178 do Brasil, 103 do Chile, 37 da Colômbia, 52 do México e 76 do Peru, totalizando 484 empresas no período entre 2010 e 2018, para explicar essa relação foi abordada a Teoria de *Trade Off* e *Pecking Order*.

Os resultados indicam assim que os países da América Latina possuem distribuição de lucros de médias a altas, uma vez que apresentam altos valores para a distribuição de dividendos mensurada na Equação 1 com base no lucro líquido apenas. A adequação dos modelos também foi comprovada, haja visto que os modelos foram todos significantes e com poder de explicação maior do que encontrado em literatura anterior.

Ainda, encontrou-se que a inclusão da variável de alavancagem na explicação da distribuição de dividendos não onera no poder de explicação do modelo, indicando melhores resultados para a distribuição de dividendos considerando apenas o lucro líquido. Sendo assim, de acordo com os resultados explicativos da distribuição de lucros, os mesmos não nos permitem inferir sobre o comportamento enquanto as teorias de Pecking Order e Trade Off estática, uma vez que a primeira faz a previsão de maiores distribuições quando se tem empresas mais líquidas, e a segunda indica que fluxos de caixas com maior folga (no sentido de maior liquidez) impacta em maior distribuição de dividendos. E como os resultados não confirmam com certeza o aumento de explicação com a inserção das variáveis de

lucratividade impactando o lucro líquido, não se tem uma tendência entre os resultados e as teorias.

Continuamente, conclui-se que quanto a explicação do endividamento, que a teoria do pecking order teoriza que empresas que possuem uma maior lucratividade e rentabilidade (liquidez de certa forma) possuem um menor endividamento, isto por financiar usualmente seus investimentos com os lucros retidos. Ainda a teorização da teoria de trade off indica que por empresas mais lucráveis por possuírem benefícios fiscais e menores custos de falência, essas devem incorrer em um elevado endividamento. Assim, analisando os resultados tem-se uma adequação dos mesmos à teoria de Pecking Order, porém, o mesmo não ocorre se considerado a teoria de Trade Off.

O artigo possui como limitações algumas escolhas, como a escolha da população de pesquisa, uma vez que essa abrange só as empresas da América Latina, e assim pesquisas que analisem as mesmas condições em demais países são incentivadas. Ainda, outros modelos de mensuração de distribuição de dividendos e estrutura de capital podem ser utilizados em pesquisas futuras, o período de pesquisa ainda pode ser outro com a intenção de comparação de resultados. Pesquisas ainda podem ser realizadas buscando analisar a governança corporativa quanto a propriedade estatal e outras classificações que busquem complementar a literatura sobre a temática.

Por fim, a presente pesquisa contribui para literatura por expressar as influências da estrutura de capital na distribuição de dividendos, discutindo os resultados quanto às duas teorias propostas da Pecking Order e Trade Off. O estudo contribui ainda pois indicando as variáveis influenciadores da distribuição de dividendos nos países da América Latina, auxilia-se os *stakeholders* e demais usuários das informações contábeis na tomada de decisão de investimento.

REFERÊNCIAS

- Benavides, J., Berggrun, L. e Perafan, H. (2016). Dividend payout policies: evidence from Latin America. *Finance Research Letters*, 17, 197-210.
- Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., Shastri, K. Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*. *Volume 18, Issue 4, September 2012, Pages 968-979*.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. “Boletim da empresas estatais federais” – Número 4. 3º trimestre de 2017. Brasília, DF: Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, 2017. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/assuntos/empresas-estatais/publicacoes/4_boletim_final.pdf/view>. Acesso em: 10 nov. 2018.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775.
- 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.
- Campbell, G., & Rogers, M. (2018). Capital structure volatility in Europe. *International Review of Financial Analysis*, 55, 128-139.
- Chang, Y.-K., Chou, R. K. & Huang, T.-H. (2014). “Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. *Journal of Banking & Finance*”, 48(1), pp. 374–385. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.026>.
- Chong, B. U., & Kim, H. (2018). Capital structure volatility, financial vulnerability, and stock returns: Evidence from Korean firms. *Finance Research Letters*.
- Easterbrook, F. H. “Two agency-cost explanations of dividends”. *The American Economic Review*, v. 74, n. 4, p. 650-659, Sep. 1984.

- Eije, H. V. Goyal, Goyal, A., Muckley, C. B. Flexible firm-level dividends in Latin America. *Finance Research Letters*, Volume 23, November 2017, Pages 133-136.
- Fairchild, R., Guney, Y., & Thanatawee, Y. (2014). Corporate dividend policy in Thailand: Theory and evidence. *International Review of Financial Analysis*, 31, 129-151.
- Fama, E. F.; French, K. R. [Taxes, financing decisions, and firm value](#) - *The Journal of Finance*, 1998 - Wiley Online Library.
- Fama, E. F.; French, K. R. "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt". *The Review of Financial Studies*, Oxford, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002.
- Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of political economy*, 81(3), 607-636.
- Ferris, S. P., Hanousek, J., Shamshur, A., & Tressl, J. (2018). Asymmetries in the Firm's use of debt to changing market values. *Journal of Corporate Finance*, 48, 542-555.
- Futema, M. S., Basso, L. F. C., & Kayo, E. K. (2009). Capital structure, dividends and interests on equity: tests in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49), 44-62.
- IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2017). "Governança Corporativa em empresas estatais listadas no Brasil". São Paulo, SP: IBGC, 2017.
- Im, H. J. (2019). Asymmetric peer effects in capital structure dynamics. *Economics Letters*. 176, (3) 17-22.
- Mitton, T. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. [Emerging Markets Review](#), Volume 5, Issue 4, December 2004, Pages 409-426.
- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p.305-360, Oct., 1976.
- Jiraporn, P.; Kim, J. e Kim, Y. S. (2011). "Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation. *Financial Review*", 46: 251-279. DOI:10.1111/j.1540-6288.2011.00299.x
- La Porta, R.; DE Silanes, F. L.; Shleifer, A.; Vishny, R. (2000). "Agency problems and dividend policy around the world". *The Journal of Finance*, v.55, p.1-33, 2000.
- Li, L., & Islam, S. Z. (2019). Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market. *International Review of Economics & Finance*, 59, 425-437.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Matemilola, B. T., Bany-Ariffin, A. N., Azman-Saini, W. N. W., & Nassir, A. M. (2018). Does top managers' experience affect firms' capital structure? *Research in International Business and Finance*, 45, 488-498.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American*, 1, 3.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.
- Reinhard, L., & Li, S. (2010). A note on capital structure target adjustment—Indonesian evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), 245-259.
- Rezenti, M. (2015). Corporate Finance: Financial Control. *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences (Second Edition)*, 927-931.
- Silva, J. C. G. D., & Brito, R. D. (2005). Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, 35(1), 37-79.