

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A

RONALDO RODRIGUES FERREIRA

**IMPACTO DAS EXPECTATIVAS DOS INVESTIDORES NAS
POLÍTICAS DE DIVIDENDOS DAS ORGANIZAÇÕES, À LUZ DA
TEORIA DE CATERING**

**VITÓRIA
2024**

RONALDO RODRIGUES FERREIRA

**IMPACTO DAS EXPECTATIVAS DOS INVESTIDORES NAS
POLÍTICAS DE DIVIDENDOS DAS ORGANIZAÇÕES, À LUZ DA
TEORIA DE CATERING**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Me. Cleyton Izidoro

**VITÓRIA
2024**

RONALDO RODRIGUES FERREIRA

**IMPACTO DAS EXPECTATIVAS DOS INVESTIDORES NAS
POLÍTICAS DE DIVIDENDOS DAS ORGANIZAÇÕES, À LUZ DA
TEORIA DE CATERING**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 03 de maio de 2024.

COMISSÃO EXAMINADORA

**Profº Me.: CLEYTON IZIDORO
Fucape Pesquisa e Ensino S/A**

**Profº Dr.: EDVAN SOARES DE OLIVEIRA
Fucape Pesquisa e Ensino S/A**

**Profº Ma.: CLÁUDIA CORDEIRO DE ASSIS
Fucape Pesquisa e Ensino S/A**

AGRADECIMENTOS

À minha querida esposa, o pilar que sustenta minha vida, ofereço meus sinceros agradecimentos por seu amor, apoio e paciência constantes. Em cada linha que escrevi, em cada noite insone e em cada debate acadêmico, você esteve ao meu lado, dividindo tanto os desafios quanto as alegrias desta trajetória. Aos nossos filhos, vocês são minha inspiração diária. Vejo nosso amanhã refletido em seus olhos e é por vocês que me empenho em engrandecer o mundo do saber.

Estendo minha mais profunda gratidão aos colegas do curso de mestrado. Meu muito obrigado a cada um de vocês por tornar esta jornada mais fácil e significativa. Um agradecimento especial para Cláudio, Amanda, João Henrique, Hudson, Nilton e Nilson. Além de colegas de estudo, vocês se mostraram verdadeiros amigos, tornando essa experiência mais rica e menos penosa.

Uma menção especial de gratidão é dedicada ao professor Cleyton Izidoro, meu orientador. Sua orientação, dedicação e encorajamento foram fundamentais para meu desenvolvimento como pesquisador e pensador crítico. Você não apenas guiou minha pesquisa, mas também me inspirou a ir além dos limites do que eu pensava ser possível.

Por fim, agradeço sinceramente à FUCAPE, uma instituição que me recebeu de braços abertos e me instigou a ser um melhor acadêmico. A todos os professores que me orientaram durante esse período, meus mais sinceros agradecimentos. Vocês foram mais do que simples instrutores; foram mentores que investiram em meu potencial e me desafiaram a pensar de forma mais crítica e aguçada.

Nossa maior fraqueza está em desistir. O caminho mais certo para o sucesso é sempre tentar apenas uma vez mais.

(Thomas A. Edison)

RESUMO

O presente estudo objetivou identificar se as expectativas dos investidores influenciam a propensão a pagar dividendos pelas empresas. Com base em pesquisas internacionais, utilizou-se o prêmio de dividendos como variável para medir a propensão das empresas em pagarem dividendos quando os investidores, no geral, desejam receber proventos em detrimento da valorização das ações. Utilizou-se a base de dados da Economatica®, abrangendo as empresas listadas na B3, com exceção das financeiras. Foram formados dois grupos: empresas que pagaram dividendos e que não pagaram dividendos no período entre 2010 e 2022. A análise revelou um efeito positivo entre o prêmio de dividendos e a propensão a pagar dividendos, alinhando-se com a Teoria de *Catering*. O estudo também validou que um aumento no prêmio de dividendos está diretamente relacionado a um aumento na propensão a pagar dividendos, e que as empresas ajustam suas políticas de dividendos em resposta às mudanças nas expectativas dos investidores. Como contribuição teórica, o estudo amplia a compreensão da Teoria de *Catering* ao aplicá-la no contexto do mercado brasileiro e, como contribuição prática, fornece *insights* para investidores sobre como as expectativas dos investidores podem influenciar as políticas de proventos, servindo como um indicador adicional de análise.

Palavras-chave: dividendo; prêmio; catering; ações; investidores.

ABSTRACT

The present study aimed to identify whether investors' expectations influence companies' propensity to pay dividends. Based on international research, the dividend premium was used as a variable to measure companies' propensity to pay dividends when investors generally prefer dividends over stock appreciation. The Economatica® database, covering companies listed on B3, except for financial firms, was utilized. Two groups were formed: companies that paid dividends and those that did not between 2010 and 2022. The analysis revealed a positive effect between the dividend premium and the propensity to pay dividends, aligning with the Catering Theory. The study also validated that an increase in the dividend premium is directly related to an increase in the propensity to pay dividends, and companies adjust their dividend policies in response to changes in investors' expectations. As a theoretical contribution, the study expands the understanding of the Catering Theory by applying it to the context of the Brazilian market and, as a practical contribution, provides insights for investors on how investor expectations can influence dividend policies, serving as an additional analysis indicator.

Keywords: dividend; premium; catering; stocks; investors.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva.....	30
Tabela 2 - Teste de diferença de média – Variável dummy pagdividend	31
Tabela 3 - Correlação de pearson.....	33
Tabela 4 - Correlação de spearman	34
Tabela 5 - Regressão logit	35
Tabela 6 - Teste de hausman.....	37
Tabela 7 - Regressão modelo de efeitos fixos	38
Tabela 8 - Regressão dos resíduos	40

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1 POLÍTICA DE DIVIDENDOS – TEORIAS E PRÁTICAS	12
2.1.1 Teoria de catering	19
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	24
3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA	24
3.2 VARIÁVEIS	25
3.3 MODELOS EMPÍRICOS	26
3.4 TRATAMENTO DOS DADOS	28
4 ANÁLISE DOS DADOS	30
4.1 RESULTADO DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA	30
4.1.1 Teste de diferença de médias	31
4.2 ANÁLISES DE CORRELAÇÕES.....	32
4.3 RESULTADO DO MODELO DE REGRESSÃO	35
5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	42
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	44
REFERÊNCIAS	47

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

A política de distribuição de proventos das empresas é tema há muito discutido na literatura financeira e, mesmo diante de um vasto corpo de pesquisa sobre o tema, permanece aberto ao debate, não havendo uma resposta definitiva sobre as razões que levam os investidores a exigirem pagamento de dividendos, mesmo diante de outras opções de otimização dos recursos investidos (Neves, 2018).

Há mais de 50 anos, as pesquisas de Miller e Modigliani (1961) apontaram que a política de distribuição de proventos seria irrelevante para o investidor, o que refutou o pensamento conservador predominante na época. Esse pensamento se baseava principalmente em estudos anteriores de Lintner (1956) e Gordon (1959), que afirmavam que os investidores preferiam receber dividendos em vez de ganhos de capital.

Estudos recentes, como os de Bilel e Mondher (2021) e Chazi, Theodossiou e Zantout (2018), identificaram que as expectativas dos investidores influem na política de dividendos da empresa, que procura ajustar o *payout*¹, conforme a demanda dos investidores, entretanto carece de estudos abordando o efeito *catering* o mercado brasileiro.

De acordo com Labhane (2019), o fenômeno da alteração da política de dividendos em atendimento ao sentimento do investidor é explicado pela Teoria de Catering. Os gerentes identificam o desejo dos acionistas por dividendos por meio do

¹ Proporção dos lucros que uma empresa distribui aos seus acionistas sob a forma de dividendos ou recompra de ações.

chamado prêmio de dividendos, pagando maiores dividendos quando o prêmio é alto e reduzindo o pagamento quando este prêmio se reduz (ElBannan, 2020).

No Brasil, pesquisas que investigam os impactos dos sentimentos e expectativas dos investidores na política de dividendos das empresas são inexistentes. Dessa forma, visando contribuir para o avanço do conhecimento nesta área e preencher essa lacuna, o presente estudo enfoca as companhias de capital aberto cujas ações são negociadas na bolsa brasileira – B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), proporcionando uma análise do contexto nacional e suas peculiaridades, tal qual a existência dos JSCP e isenção tributária dos dividendos.

Nesta pesquisa o termo dividendo abrange os Juros Sobre Capital Próprio – JSCP, que, conforme Santos (2007), é um tipo de remuneração dos acionistas, autorizada pela lei 9.429/95, que substitui parte do dividendo mínimo obrigatório, mas, ao contrário deste, sofre tributação do imposto de renda com alíquota de 15% (quinze por cento), retido na fonte.

Estudos, como o de (Camilleri, Grima & Grima, 2019), apontam que os dividendos podem influenciar o preço das ações, uma vez que os investidores podem optar por receber recursos no presente em vez de aguardar ganhos futuros incertos, decorrentes da valorização das ações.

A relação entre a política de pagamento de proventos adotada pelas empresas e o valor de mercado de suas ações é um tema de interesse em áreas como a economia, finanças e contabilidade (Holanda & Coelho, 2012). Apesar dos estudos já realizados sobre o assunto, as conclusões obtidas até o momento ainda são controversas e suscitam debate na literatura especializada (Chazi et al., 2018; Labhane, 2019; Pieloch-Babiarz, 2021; Takmaz *et al.*, 2020; Wang et al., 2016). Como consequência, surge o seguinte problema de pesquisa: as expectativas dos

investidores impactam as políticas de distribuição de proventos das empresas listadas de capital aberto no Brasil?

O objetivo geral desta pesquisa é identificar se as expectativas dos investidores afetam as políticas de pagamento de proventos das empresas de capital aberto no Brasil.

Pesquisas internacionais (ElBannan, 2020; Takmaz et al., 2020; Yu et al., 2021) sobre os efeitos das expectativas dos investidores na distribuição de dividendos têm como base os estudos de Baker e Wurgler (2004a). A justificativa teórica para o estudo está na ambiguidade existente na literatura sobre se as expectativas dos investidores teriam efeito na política de dividendos das empresas, e, como justificativa prática, pode-se citar a necessidade de se criar parâmetros que possam nortear o investidor em considerar ou não a política de dividendos adotada pela empresa investida.

Este estudo teve abordagem descritiva e quantitativa. Os dados secundários foram coletados da base Económica®. Para tratamento dos dados, foram utilizadas técnicas estatísticas de correlação e regressão.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 POLÍTICA DE DIVIDENDOS – TEORIAS E PRÁTICAS

Conforme apontamentos de Perobelli et al. (2009), é possível obter retornos ao investir em ações de duas maneiras: por meio do ganho de capital na alienação dos ativos e pela recepção de proventos em dinheiro, como dividendos e juros sobre o capital próprio (JSCP), que são definidos pela política de dividendos praticada pela empresa, que se refere, nas palavras de Labhane (2019), aos critérios seguidos pela empresa na definição do tamanho, proporção e frequência de distribuição de valores aos acionistas.

De acordo com Kumaraswamy et al. (2019), a política de proventos é uma decisão tomada pelas empresas para distribuir uma parte ou a totalidade dos lucros aos acionistas, em substituição ao acúmulo de recursos para reinvestir internamente. Como afirmado por Tekin e Polat (2021), a política de dividendos é importante para as empresas devido às imperfeições resultantes de problemas de agência e assimetria de informações. Portanto, a política de dividendos é um tema relevante para o estudo da gestão financeira empresarial.

Na ótica do investidor, o dividendo representa a fração do capital investido na empresa que é remunerada, refletindo o retorno financeiro obtido a partir dessa aplicação. Diversas preferências emergem entre os investidores no que diz respeito a receber dividendos ou experimentar ganhos de capital decorrentes da retenção de lucros pela companhia, considerando que diferentes perfis de investidores buscam

estratégias distintas para maximizar seus retornos e atender a seus objetivos financeiros (Holanda & Coelho, 2012).

De acordo com a literatura econômica e financeira, a política de dividendos é um tema de grande interesse e tem sido amplamente estudada (Holanda & Coelho, 2012). Entretanto, não há um consenso claro sobre qual é a melhor forma de remunerar os acionistas, pois algumas correntes defendem a distribuição de proventos, enquanto outras argumentam que é preferível reter os lucros dentro da empresa (Camilleri et al., 2019).

Para Holanda e Coelho (2012), nenhum modelo teórico em particular conseguiu se destacar, estabelecendo uma previsibilidade precisa do comportamento das companhias em relação à distribuição de lucros ou estabelecimento de preferências dos acionistas que possam impactar o valor da empresa. Essa incerteza pode ser explicada pela complexidade dos fatores que influenciam a política de dividendos, incluindo considerações financeiras, regulatórias e de governança corporativa.

Conforme destacado por Vidal et al. (2012), as empresas apresentam realidades distintas, o que resulta em políticas de proventos diversas, pois cada empresa possui particularidades únicas. Tais particularidades incluem diversos fatores, como a fase em que a companhia se encontra, suas necessidades de crescimento e outros elementos específicos. Portanto, é essencial considerar as particularidades de cada empresa para estabelecer a política de proventos mais adequada.

A literatura acerca dos efeitos dos dividendos sobre os valores das ações se encontra dividida em duas vertentes antagônicas. Uma delas sustenta que a distribuição de dividendos influenciaria de maneira positiva o preço das ações, ao

tempo que a outra corrente argumenta que a distribuição de dividendos seria indiferente para a avaliação de mercado de uma empresa (Perobelli et al., 2009).

Fama e French (2001) destacam a complexidade em torno dos dividendos, considerando que na maioria dos países são tributados a taxas mais elevadas do que os ganhos de capital. Essa perspectiva sugere que as empresas que pagam dividendos enfrentam uma desvantagem competitiva devido a um maior custo de capital próprio em comparação com as empresas que não pagam proventos. A prevalência de organizações que pagam dividendos, no entanto, torna essa questão intrigante e difícil de explicar.

Segundo Neves (2018), a política de proventos é um tema em aberto para debate na literatura financeira, independentemente de um corpo considerável de pesquisa relacionada ao tema. Embora muitos estudiosos tenham oferecido explicações alternativas para dividendos em mercados imperfeitos, desde a proposição de irrelevância de Miller e Modigliani (1961), não há uma resposta definitiva sobre porque os investidores exigem dividendos, apesar da vasta literatura baseada principalmente nos Estados Unidos sobre esse tema.

A partir dessa dicotomia, derivam diversas teorias, como a Teoria da Sinalização (Lintner, 1956), a Teoria da Preferência por dividendos proposta por Gordon (1959), a Teoria da Irrelevância dos Dividendos e Efeito Clientela (Miller & Modigliani, 1961), e a Teoria de “*Catering*” dos dividendos proposta por Baker e Wurgler (2004a).

De acordo com a hipótese defendida por Bhattacharya (1979), os investidores externos possuem informações incompletas acerca da rentabilidade das empresas. Nesse contexto, é demonstrado que a distribuição de dividendos pode operar como um sinalizador (Teoria da Sinalização) dos fluxos de caixa previstos. Essa ideia é

consistente com a pesquisa de Baker e Wurgler (2004a), que sugere que os dividendos podem ser utilizados como um indicador das perspectivas de investimento de uma empresa.

Conforme descrito por Tekin e Polat (2021), a política de distribuição de lucros adotada por uma empresa pode ser um importante indicador do seu desempenho financeiro. Quando uma empresa distribui lucros aos seus acionistas de forma consistente, ela transmite ao mercado a mensagem de que é capaz de gerar lucros e fluxos de caixa recorrentes para sustentar o seu negócio e ainda remunerar adequadamente seus investidores.

De acordo com as teorias de dividendos e seu poder de sinalização em relação ao crescimento futuro das organizações, Muneer e Zaheer Butt (2017) enfatizaram que os pagamentos de dividendos comunicam informações aos investidores sobre os ganhos futuros das empresas. Essa teoria sugere que os dividendos e recompras de ações funcionam como indicações das perspectivas futuras da empresa e que os investidores que conseguem interpretar esses sinais podem tomar decisões de investimento mais rentáveis e bem fundamentadas.

Segundo conclusão apresentada por Tekin e Polat (2021), em mercados financeiros menos desenvolvidos, é mais relevante que as empresas utilizem sua política de distribuição de proventos como meio de transmitir informações sobre sua situação financeira ao mercado, enquanto, em mercados mais maduros, essa sinalização se torna menos relevante.

Na Teoria da Preferência dos Dividendos, evidenciada pelas pesquisas de Gordon (1959), o valor de mercado de uma empresa está intrinsecamente ligado à sua política de distribuição de proventos aos acionistas. Este vínculo se dá porque os investidores tendem a perceber o recebimento de dividendos como uma forma mais

segura de remuneração, em contraste com a dependência da capacidade da empresa em tomar as melhores decisões de reinvestimento dos lucros.

Miller e Modigliani (1961) propuseram a Teoria da Irrelevância da Política de Dividendos, em que a distribuição de proventos por uma empresa é irrelevante para a sua avaliação de mercado. Ou seja, a política de dividendos não afeta o valor das ações ou o valor da empresa. Essa teoria tem sido objeto de debate e crítica, mas ainda é amplamente estudada e aplicada na área de finanças corporativas.

A Teoria da Irrelevância dos Dividendos é fundamentada na ideia de que, na data ex-direito² aos proventos, o preço das ações é reduzido em proporção exata ao valor do dividendo a ser pago. Dessa forma, não há qualquer benefício financeiro para o investidor em relação à política de dividendos adotada pela companhia. Em outras palavras, o pagamento de dividendos não gera ganhos adicionais para o investidor (Perobelli et al., 2009).

Os estudos de Miller e Modigliani (1961) demonstraram que, em um cenário sem fricções, a política de pagamento de proventos de uma empresa não afeta a riqueza dos acionistas, desde que a política de investimento seja mantida constante. Segundo essa pesquisa, os dividendos mais elevados resultam em menores lucros retidos e ganhos de capital reduzidos, e o oposto ocorre quando os dividendos são menores, mas a riqueza agregada dos acionistas permanece inalterada.

De acordo com Muneer e Zaheer Butt (2017), diversos estudos apontam que as teorias de Miller e Modigliani (1961) têm sido consideradas falhas devido às suposições nas quais se baseiam, como a ausência de impostos e imperfeições de mercado, ou seja, consideram um mundo perfeito. Entretanto, na realidade, as

² Data em que a ação é negociada sem direito de receber o próximo dividendo.

empresas enfrentam impostos corporativos e diversas ineficiências que proporcionam oportunidades de arbitragem, tornando as suposições dessas teorias inadequadas para explicar o comportamento das organizações no mundo real.

Apesar das críticas às teorias de Miller e Modigliani, há outras abordagens que oferecem uma perspectiva diferente sobre as políticas de dividendos, conforme apontado por Holanda e Coelho (2012), sobre a Teoria do Efeito Clientela. Os investidores seriam orientados a investir em companhias que possuem políticas de distribuição de lucros que se adequem às suas preferências, levando em conta as características de seus fluxos de caixa pessoais ou corporativos.

Conforme Miller e Modigliani (1961), a Teoria do Efeito Clientela está ligada ao fato de que os investidores têm preferência por empresas que satisfaçam suas expectativas em relação ao fluxo de caixa ao longo do tempo. Em resumo, essa teoria destaca a importância de entender as preferências dos investidores no que diz respeito ao fluxo de caixa, quando se trata de tomar decisões de investimento.

Os executivos financeiros podem hesitar em mudar as políticas de pagamento de proventos se perceberem que existe uma certa clientela de investidores que detém ações da empresa. Isso ocorre porque eles acreditam que uma mudança na política de dividendos pode resultar em uma alteração na base de investidores e, conseqüentemente, levar a uma redução no preço das ações da empresa (Graham & Kumar, 2006).

Ainda, de acordo com os mesmos autores, é possível observar evidências de efeito clientela de dividendos, os quais possuem uma preferência por rendimento de proventos que é inversamente proporcional à renda e diretamente proporcional à idade, o que é consistente com a tributação e com a idade. Ademais, os padrões de

negociação também reforçam essa conclusão, uma vez que investidores mais velhos e de baixa renda compram ações de forma desproporcional antes do dia ex-dividendo.

Procyanoy e Verdi (2003), ao discorrerem sobre o "Efeito Clientela", sugerem que investidores que pagam altas alíquotas de impostos sobre proventos teriam interesse em adquirir ações com um rendimento de dividendo (*yield*³) reduzido, enquanto investidores que são tributados a uma baixa alíquota de imposto sobre lucros distribuídos teriam interesse em comprar ações com um *yield* elevado. A tributação diferenciada entre investidores é a base para essa hipótese.

Shefrin e Statman (1984), em seus achados, afirmam que há hipóteses comportamentais que oferecem explicações para possíveis diferenças entre o efeito clientela de investidores em termos de idade e renda. Os autores argumentam que a contabilidade mental pode influenciar as preferências de dividendos dos investidores. Segundo eles, os investidores que separam a receita de dividendos e os ganhos de capital em contas mentais distintas podem não os tratar igualmente.

A Teoria da Clientela guarda certas similaridades com os achados de Baker e Wurgler (2004), em que apontam que a Teoria de *Catering* difere da Teoria do Equilíbrio da Clientela em aspectos fundamentais, como considerar a influência do sentimento dos investidores na demanda por dividendos. Além disso, a perspectiva do *catering* se concentra principalmente na demanda por ações com pagamento de dividendos, enquanto a oferta, de acordo com a teoria da clientela, é determinada pelo nível geral de proventos.

Embora a Teoria da Clientela e a Teoria de *Catering* discutam o impacto do sentimento dos investidores e a demanda por dividendos, outro aspecto a ser

³ Métrica financeira que mostra o quanto uma empresa paga em forma de dividendos em relação ao preço atual de suas ações.

considerado é a função da política de dividendos no contexto dos problemas de agência. O estudo de La Porta et al. (2000) destaca que a política de proventos pode ser usada pelas empresas para mitigar os problemas de agência, uma vez que os pagamentos de dividendos reduzem os recursos disponíveis para os gestores e, assim, limitam as oportunidades para a utilização imprópria dos recursos empresariais.

Easterbrook (1984) sugere que a política de dividendos é um instrumento eficaz para reduzir os problemas de agência, visto que os pagamentos regulares de dividendos aumentam a necessidade de financiamento externo e, conseqüentemente, o escrutínio dos investidores e do mercado, incentivando os gestores a agirem no melhor interesse dos acionistas.

Fama e French (2001) abordam a relação entre a política de proventos e os problemas de agência, destacando que as empresas com menor propensão a pagar dividendos tendem a ter maiores conflitos de agência e, por isso, são mais propensas a adotar mecanismos de governança corporativa para mitigar esses conflitos, protegendo assim os interesses dos acionistas.

2.1.1 Teoria de catering

Conforme a teoria proposta por Baker e Wurgler (2004a), as empresas tendem a ajustar sua política de dividendos para atender às preferências dos investidores dominantes em um dado momento. Essas preferências podem ser influenciadas por fatores que vão além do desempenho financeiro da empresa, como as tendências de mercado e as expectativas dos investidores.

De acordo com a Teoria de *Catering*, as empresas tendem a ajustar seus pagamentos de proventos em resposta à demanda de seus investidores por ações de dividendos, sendo que um aumento na demanda dos investidores por ganhos levaria a um aumento nos pagamentos. Esse ajuste ocorre porque as empresas buscam atrair e manter investidores interessados em seus ativos, o que, por sua vez, pode impactar positivamente a valorização das ações (Bilel & Mondher, 2021).

Ainda sobre a Teoria de *Catering*, conforme apontamentos de Takmaz et al. (2020), quando os investidores estão otimistas em relação às perspectivas de crescimento, tendem a favorecer ações de empresas que não pagam dividendos, levando a um aumento nos preços dessas ações. Por outro lado, em situações de pessimismo quanto ao crescimento, os investidores tendem a buscar ações de empresas que pagam dividendos como uma opção mais segura, resultando em um impacto positivo nos preços dessas ações.

Li e Lie (2006) propuseram um modelo estendido da Teoria de *Catering* proposta por Baker e Wurgler (2004a) com a inclusão de reduções e aumentos nos dividendos existentes. De acordo com este modelo, a decisão de mudar a distribuição de proventos e a magnitude da mudança dependem do prêmio que o mercado de capitais coloca sobre os dividendos. Além disso, a reação do mercado de capitais às mudanças nos proventos depende do prêmio de dividendo. Portanto, o mercado de capitais incentiva os gestores a considerarem a demanda dos investidores por distribuição de lucros ao tomar decisões sobre o nível de dividendos.

Com base nas pesquisas de Li e Lie (2006), os gestores levam em consideração a variação da demanda dos investidores em suas decisões de dividendos, o que pode inflar o preço das ações. Além disso, a desconsideração da demanda por dividendos pelos gerentes pode resultar em um preço de ação

relativamente mais baixo. Considerando a frequência com que ocorrem reduções e aumentos de dividendos, essa implicação é altamente relevante para os gestores na tomada de decisão.

Estudando a Teoria de *Catering* com base em processos de fusões e aquisições, Golubov et al. (2020), descobriram que as empresas adaptam suas políticas de distribuição de lucros para atender às preferências dos investidores, especialmente após uma transação de permuta de ações em que os acionistas da empresa-alvo são herdados pela empresa adquirente, reforçando, assim, os achados de Baker e Wurgler (2004).

Bilel e Mondher (2021), em seus estudos, encontraram evidência do impacto do sentimento do investidor e da Teoria de *Catering* em países em desenvolvimento (Tunísia, Marrocos, Egito, Emirados Árabes Unidos, Arábia Saudita e Kuwait), na definição da política de proventos das empresas pagadoras de proventos naqueles países, ou seja, as empresas levam em conta o desejo do investidor por dividendos ao definir o montante a ser pago.

Pesquisando o mercado holandês, De Jong et al. (2019) concluíram que as empresas buscam a ajustar suas políticas de dividendos de acordo com as preferências dos acionistas, o que sugere que as empresas estão sensíveis às demandas do mercado financeiro. Além disso, as empresas que possuem maior poder de mercado distribuem menos dividendos, enquanto as empresas que têm maior crescimento e menor alavancagem financeira distribuem mais.

De acordo com a pesquisa de Kumar et al. (2022), o sentimento dos investidores em relação a dividendos afeta as políticas corporativas e os preços dos ativos. As empresas iniciam ou aumentam o pagamento de proventos quando o sentimento em relação a dividendos está forte, especialmente em regiões com forte

sentimento em relação a dividendos. Além disso, mudanças no sentimento em relação a distribuição de lucros preveem uma demanda maior dos investidores por proventos e maiores retornos para ações de alto rendimento de dividendos.

Para ElBannan (2020), o comportamento de *catering* é uma característica persistente em mercados financeiros emergentes, com empresas aumentando seus dividendos quando os investidores têm uma atitude positiva em relação aos dividendos, mesmo que isso não seja justificado pelos fundamentos da empresa. Além disso, o comportamento de *catering* é mais prevalente em empresas com maior risco de agência e as empresas que adotam essa prática tendem a ter um desempenho inferior no longo prazo.

Dias e Neves (2014) identificaram que a existência de apenas um grande acionista controlador pode influenciar negativamente o efeito *catering* dos dividendos na política de proventos da companhia. Entretanto, a presença de um segundo grande acionista, mesmo que em posição contrária ao primeiro, pode aumentar significativamente o efeito *catering* na empresa. Os autores afirmam que a ligação entre a estrutura de propriedade e a política de proventos é influenciada pelos incentivos de *catering*, especialmente em empresas com maior concentração de propriedade e em países com sistemas de governança corporativa menos desenvolvidos.

Resultado interessante a respeito da influência dos sentimentos dos investidores na definição da política de dividendos das organizações é aquele encontrado por Pieloch-Babiarz (2021), que analisou empresas eletrotécnicas polonesas de 2009 a 2020, com o uso de modelos de efeitos fixos, e concluiu que o efeito de *catering* dos dividendos é mais forte quando o número total de ações detidas pelos múltiplos grandes acionistas MLS é grande e que o efeito *catering* enfraquece

quando o primeiro maior acionista é um acionista controlador e o segundo maior proprietário detém relativamente muitas ações.

Conforme Neves (2018), a literatura de finanças comportamentais questiona a ideia de que os acionistas sejam indiferentes em relação aos dividendos, uma vez que essa corrente teórica argumenta que as características psicológicas dos investidores podem influenciar a conduta nos mercados financeiros e limitar a eficácia das ações de arbitragem, reforçando assim os achados de Baker e Wurgler (2004).

Assim, diante de estudos internacionais sobre o efeito da Teoria de *Catering* na política de dividendos das empresas, e da limitação de pesquisas sobre o tema no mercado de capitais brasileiro, e ainda considerando que o Brasil é um caso “*sui generis*”, pois, se por um lado os dividendos no país são isentos de imposto, por outro lado, existe a figura dos juros sobre capital próprio – JSCP, que possui a mesma natureza dos dividendos, mas há a incidência de tributos, surge as seguintes hipóteses de pesquisa:

(H1): Existe relação positiva entre o prêmio de dividendos e a propensão a pagar dividendos por parte das empresas;

Baker e Wurgler (2004a) apontam a existência de evidências empíricas no sentido de que as expectativas dos investidores, medida pelo prêmio de dividendos, estaria positivamente relacionada à política de dividendos das empresas. Em estudo subsequente (Baker & Wurgler, 2004a) encontraram evidências de que o prêmio de dividendos está relacionado à propensão a pagar dividendos.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Esta pesquisa investigou se, nas empresas de capital aberto brasileiras negociadas na B3, ocorre o fenômeno de “catering”, ou seja, se a política de dividendos, conforme documentada por Baker e Wurgler (2004a), é influenciada pela demanda dos investidores.

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Este estudo apresenta as características de uma investigação empírica, descritiva e quantitativa, utilizando fontes de informação secundárias em um formato de dados em painel desbalanceado. As informações foram extraídas da base de dados da plataforma Economática®, incluindo dados contábeis e indicadores de mercado. Estes dados abrangem múltiplas entidades ao longo de vários períodos, permitindo a análise das variáveis utilizadas no estudo através de métodos específicos para dados em painel.

A amostra utilizada na pesquisa abrange o período de 2010 a 2022, sendo o termo final determinado pelo início da pesquisa em 2022. A escolha deste intervalo temporal justifica-se pela implementação das Normas Internacionais de Relatório Financeiro (IFRS) no Brasil a partir de 2010, que alterou significativamente os padrões contábeis. Essa mudança busca garantir a uniformidade dos dados utilizados. As empresas selecionadas para a composição da amostra são aquelas que possuíam capital aberto na B3 em 01/01/2010 ou que realizaram processo de Oferta Inicial de Ações (IPO) na B3 após esta data, excluindo-se as empresas do setor financeiro, por

possuírem estruturas de demonstrativos financeiros diferentes de empresas dos demais setores.

3.2 VARIÁVEIS

A variável dependente utilizada no presente estudo é a propensão a pagar dividendo – PPD, sendo esta variável é definida como a probabilidade de uma empresa optar pela distribuição de dividendos aos seus acionistas dentro de um período especificado.

A variável independente é o prêmio de dividendos, consistente no prêmio que o mercado atribui as ações de empresas que pagam dividendos em detrimento daquelas empresas que não pagam proventos.

As variáveis de controle utilizadas neste estudo são as apontadas por Baker e Wurgler (2004b), ElBannan (2020) e Neves (2018): “tamanho da empresa” (TE), “lucratividade” (LC) e “alavancagem” (AL); por De Jong et al. (2019): “fluxo de caixa” (FC); por Jiang et al. (2013): “payout” e “oportunidades de crescimento” (OPC).

A Figura 01 a seguir mostra uma visão geral das variáveis utilizadas no presente estudo.

CARAC.	NOME	DEFINIÇÃO	SIGLA	REFERÊNCIA
Explicada	Propensão a pagar dividendos	Probabilidade de uma empresa pagar dividendos, estimado por regressão logit	$PPD_{i,t}$	Baker e Wurgler (2004b)
Explicativa	Prêmio de dividendos	Diferença logarítmica das médias ponderadas do market-to-book das empresas pagadoras versus não pagadoras de dividendos	$DP_{i,t}$	Baker e Wurgler (2004b)
Controle	Tamanho da Empresa	Logaritmo dos ativos totais da empresa	$TE_{i,t}$	Baker e Wurgler (2004b), EIBannan (2020) e Neves (2018)
Controle	Lucratividade	Lucro líquido dividido por ativos totais	$LL_{i,t}$	
Controle	Alavancagem	Relação entre a dívida total e os ativos totais	$AL_{i,t}$	
Controle	Fluxo de Caixa	Fluxo de caixa das operações dividido pelo total de ativos	$FC_{i,t}$	De Jong et al. (2019)
Controle	Payout	Proporção dos lucros distribuídos aos acionistas	$payout_{i,t}$	Jiang et al. (2013)
Controle	Oportunidade de Crescimento	Relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa	$OPC_{i,t}$	

Figura 1: Resumo das variáveis.
Fonte: Elaborado pelo autor.

3.3 MODELOS EMPÍRICOS

Para verificar as hipóteses propostas neste estudo, serão empregados dados de painel, considerando a natureza temporal das observações, conforme descrito por Baltagi (2013). Adicionalmente, foi adotado o modelo de regressão de Baker e Wurgler (2004b), que foi originalmente testado e validado no mercado americano. Este modelo será adaptado e aplicado ao contexto dos dados brasileiros coletados para esta pesquisa.

Baker e Wurgler (2004b) fizeram uso da variável explicativa, isto é, a “propensão a pagar dividendos”, nos mesmos moldes utilizado por Fama e French (2001), onde a propensão a pagar dividendos (PPD) é definida como a probabilidade de uma empresa escolher pagar dividendos aos seus acionistas em determinado período, estimado através de uma regressão de modelo logit, conforme demonstrado na equação abaixo.

$$\log\left(\frac{P(\text{pagdividend}=1)}{1-P(\text{pagdividend}=1)}\right) = \beta_0 + \beta_1 DP_{i,t} + \beta_2 TE_{i,t} + \beta_3 LC_{i,t} + \beta_4 AL_{i,t} + \beta_5 FC_{i,t} + \beta_6 \text{payout}_{i,t} + \beta_7 OPC_{i,t} \quad (1)$$

O “Prêmio de Dividendos” é a variável explicativa utilizada por Baker e Wurgler (2004b), definido como a diferença logarítmica entre a média ponderada pelo valor de mercado do índice preço/valor (*market-to-book*) das empresas pagadoras de dividendos e a média ponderada pelo valor de mercado do índice preço/valor contábil das empresas não pagadoras de dividendos, conforme equação que segue.

$$DP = \log(\mu MTB_p) - \log(\mu MTB_{np}) \quad (2)$$

Em que:

DP = Diferença entre o logaritmo da média ponderada do *market to book* das empresas pagadoras de dividendos e das não pagadoras.

μMTB_p = Média do Market to Book das empresas que pagam dividendos

μMTB_{np} = Média do Market to Book das empresas que não pagam dividendos

Assim, com base nas reflexões apresentadas do modelo econométrico adaptado de Baker e Wurgler (2004b), estrutura-se o modelo de regressão abaixo a ser utilizada análise das hipóteses de pesquisa referente a variável $DP_{i,t}$ no conjunto de dados.

$$PPD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DP_{i,t} + \beta_2 TE_{i,t} + \beta_3 LC_{i,t} + \beta_4 AL_{i,t} + \beta_5 FC_{i,t} + \beta_6 \text{payout}_{i,t} + \beta_7 OPC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

3.4 TRATAMENTO DOS DADOS

A organização da série temporal dos dados foi realizada em um painel cronológico, abordagem que permitiu uma análise mais aprofundada e a aplicação de um procedimento estocástico. Este método segue a descrição fornecida por Baltagi (2013) e possibilita um maior entendimento das variáveis envolvidas e suas relações ao longo do tempo.

Para a organização dos dados, foram utilizadas planilhas eletrônicas do MS Excel®, um software amplamente reconhecido por sua versatilidade e capacidade de lidar com informações de diferentes formatos. Após a estruturação adequada, a análise estatística foi conduzida por meio do software Stata 17.0®, uma ferramenta poderosa e amplamente utilizada na área de pesquisa econômica e estatística.

É importante destacar que as análises incorporaram a técnica de winsorização a 95%, que visa identificar e atenuar valores extremos, conhecidos como outliers. Esta abordagem é crucial para garantir a integridade e a validade dos resultados obtidos, mitigando possíveis distorções causadas por anomalias nos dados.

O estudo iniciou com a realização de uma análise estatística descritiva das variáveis dependente, independente e de controle, empregadas nesta pesquisa. Essa análise abrangeu uma amostra de empresas listadas na B3, totalizando 2.698 observações, coletadas durante o período de 2010 a 2022.

Após a realização dos testes econométricos de diferença de médias, onde todas as variáveis — independentes, dependentes e de controle — foram confrontadas com a variável *dummy* *pagdividend*, que distingue empresas que pagam dividendos (valor 1) daquelas que não pagam (valor 0), o próximo passo metodológico adotado foi a execução de correlações de Pearson e Spearman. Essas correlações

foram escolhidas com o objetivo de aprofundar a análise das relações entre as variáveis.

Após conduziu-se uma regressão logística para investigar os fatores que influenciam a probabilidade de uma empresa escolher pagar dividendos aos seus acionistas. As variáveis independentes incluídas no modelo são as seguintes: payout, lucro líquido, fluxo de caixa, oportunidade de crescimento, tamanho da empresa e alavancagem. A variável dependente Pagdividendos é uma *dummy* que assume o valor 1 para empresas que distribuem dividendos e 0 para aquelas que não o fazem.

O modelo de estimação nesta pesquisa consistiu na utilização de regressão com efeitos fixos, complementada pelo Teste de Hausman. Essa abordagem foi adotada para controlar as variáveis inobserváveis que poderiam permanecer constantes ao longo do tempo, mas variar entre as unidades analisadas, permitindo uma análise mais refinada e consistente dos dados.

O Teste de Hausman, especificamente, foi utilizado para validar a escolha dos efeitos fixos em detrimento dos efeitos aleatórios, assegurando que as estimativas dos coeficientes fossem as mais eficazes para interpretar os efeitos das variáveis independentes sobre a variável dependente no contexto estudado

Para um diagnóstico adicional, foram estimados os resíduos do modelo de efeitos fixos e realizada uma regressão desses resíduos em relação às variáveis independentes originais. O objetivo deste exercício foi investigar se as variáveis independentes também poderiam explicar a variação "residual" não capturada pelo modelo de efeitos fixos.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS DADOS

4.1 RESULTADO DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Na Tabela 1 é demonstrada a estatística descritiva das variáveis utilizada neste estudo, na amostra das empresas listadas na B3, contendo 2.698 observações no período de 2010 a 2022, sendo que, destas observações, 623 referem-se a empresas que não pagaram proventos e 2075 de empresas que pagaram dividendos no período analisado.

TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variáveis	Nº Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
$PPD_{i,t}$	2698	0,77	0,27	0,07	0,91	1,00
$DP_{i,t}$	2698	3,12	0,59	1,89	3,23	3,92
$TE_{i,t}$	2698	15,13	1,55	12,30	15,12	17,91
$LL_{i,t}$	2698	0,04	0,06	-0,10	0,04	0,16
$AL_{i,t}$	2698	0,27	0,17	0,00	0,28	0,57
$FC_{i,t}$	2698	0,01	0,08	-0,15	0,02	0,16
$payout_{i,t}$	2698	0,36	0,46	-0,16	0,22	1,59
$OPC_{i,t}$	2698	2,13	1,83	0,32	1,51	7,32

A tabela 1 demonstra o número de observações, média, desvio padrão, mínimo, máximo e mediana para as variáveis: PPD definida como a probabilidade de uma empresa escolher pagar dividendos aos seus acionistas em determinado período, estimado através de uma regressão de modelo logit; DP é o prêmio de dividendos dado pela diferença logarítmica das médias ponderadas do market-to-book das empresas pagadoras versus não pagadoras de dividendos; TE é o logaritmo dos ativos totais da empresa; LL é o lucro líquido dividido por ativos totais; AL é a relação entre a dívida total e os ativos totais; FC é o fluxo de caixa, dividido pelo total dos ativos; payout é a proporção dos lucros distribuídos aos acionistas; OPC é a relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa; variáveis estas demonstradas no quadro 1.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A estatística descritiva constante da tabela 1 acima, mostra que a probabilidade média de uma empresa decidir pagar dividendos, apurado conforme equação 1, aos seus acionistas é de 77%, mostrando uma relação positiva com a Teoria de *Catering*, vez que um alto número de empresas que decidem pagar dividendos estaria ligado a atender as expectativas dos investidores por proventos.

Observou-se que a média do *payout* (percentual dos valores pagos aos acionistas em relação ao lucro) foi de 36%, sendo que o percentual da empresa que tem o menor é -16% (referente a empresa com prejuízo e que ainda assim pagou dividendo) e o maior percentual pago de 159%.

O prêmio de dividendos, apurado pela diferença entre a média do logaritmo do market-to-book das companhias que pagam dividendos daquelas que não pagam proventos, é positivo para toda a amostra, no lapso temporal de 2010 a 2022, com um valor médio de 3,12 com máximo de 3,92 e mínimo de 1,89, demonstrando que os investidores estão dispostos a pagar mais por ações de empresas que pagam dividendos.

4.1.1 Teste de diferença de médias

Na tabela 2 abaixo são demonstrados os resultados do teste de diferença de médias entre a variável *Pagdividend* e as variáveis utilizadas no presente estudo, conforme demonstrado no quadro 1.

TABELA 2: TESTE DE DIFERENÇA DE MÉDIA – VARIÁVEL DUMMY PAGDIVIDEND

VARIÁVEIS	OBS	P-VALOR	Desvio Padrão
<i>PPD_{i,t}</i>	2698	0.0000	0.2663160
<i>payout_{i,t}</i>	2698	0.0000	0.4623584
<i>LL_{i,t}</i>	2698	0.0000	0.0616693
<i>FC_{i,t}</i>	2698	0.0000	0.0764335
<i>OPC_{i,t}</i>	2698	0.1778	1.8349860
<i>TE_{i,t}</i>	2698	0.0000	1.5502030
<i>AL_{i,t}</i>	2698	0.1004	0.1696184

A Tabela 2 apresenta a média e a dispersão estatística do teste que avalia a diferença entre as médias das variáveis utilizadas no estudo e a variável *Pagdividend*, além do p-valor associado. *PPD* é definida como a probabilidade de uma empresa escolher pagar dividendos aos seus acionistas em determinado período, estimado através de uma regressão de modelo logit e *Pagdividend*, que assume o valor 0 para empresas que não distribuem dividendos e 1 para aquelas que o fazem. *DP* é o prêmio de dividendos dado pela diferença logarítmica das médias ponderadas do market-to-book das empresas pagadoras versus não pagadoras de dividendos; *TE* é o logaritmo dos ativos totais da empresa; *LL* é o lucro líquido dividido por ativos totais; *AL* é a relação entre a dívida total e os ativos totais; *FC* é o fluxo de caixa, dividido pelo total dos ativos; *payout* é a proporção dos lucros distribuídos aos acionistas; *OPC* é a relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa; variáveis estas demonstradas no quadro 1.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com um p-valor < 0.0001 , é possível inferir com 99% de confiança e 1% de significância que as médias entre as empresas que pagam e que não pagam proventos são diferentes das médias da variável PPD (propensão a pagar dividendos), rejeitando-se, portanto, a hipótese nula de que as médias de ambos os grupos são iguais, apontando na direção da Teoria de *Catering*, de que as empresas buscam pagar dividendos para atender as expectativas dos investidores.

As variáveis payout, lucro líquido (ll), fluxo de caixa (fc) e tamanho da empresa (te), diferem significativamente entre os grupos, com maior *payout*, com lucros e fluxos de caixa maiores, além daquelas com ativos totais mais volumosos, podem ter mais propensão a pagar dividendos.

Por outro lado, os testes não apontaram diferenças de médias significativas entre alavancagem (al), oportunidade de crescimento (opc) e pagdividend, indicando que outras variáveis além do pagamento de dividendos podem influenciar essa métrica.

4.2 ANÁLISES DE CORRELAÇÕES

Para entender a relação entre a variável explicada e a variável explicativa e de controles foi realizada análise de correlação de Person, que apontou os coeficientes de correlação entre a propensão a pagar dividendos e prêmio de dividendos, *payout*, rentabilidade, fluxo de caixa, oportunidade de crescimento, tamanho da empresa e alavancagem.

TABELA 3: CORRELAÇÃO DE PEARSON

	PPD	DP	Payout	LL	FCL	OPC	TE	AL
$PPD_{i,t}$	1.00							
$DP_{i,t}$	0.02	1.00						
$payout_{i,t}$	0.68***	0.05**	1.00					
$LL_{i,t}$	0.60***	-0.00	0.28***	1.00				
$FC_{i,t}$	0.30***	-0.07***	0.22***	0.34***	1.00			
$OPC_{i,t}$	0.04*	-0.15***	0.08***	0.23***	0.07***	1.00		
$TE_{i,t}$	0.40***	-0.07***	0.15***	0.01	0.04***	-0.00	1.00	
$AL_{i,t}$	-0.05**	0.04*	0.02	-0.24***	-0.13***	0.07***	0.35***	1.00

A tabela 9 demonstra a existência de correlações entre as variáveis $PPD_{i,t}$, $DP_{i,t}$, $payout_{i,t}$, $LL_{i,t}$, $FC_{i,t}$, $OPC_{i,t}$, $TE_{i,t}$ e $AL_{i,t}$. PPD é definida como a probabilidade de uma empresa escolher pagar dividendos aos seus acionistas em determinado período, estimado através de uma regressão de modelo logit e Pagdividend, que assume o valor 0 para empresas que não distribuem dividendos e 1 para aquelas que o fazem. DP é o prêmio de dividendos dado pela diferença logarítmica das médias ponderadas do market-to-book das empresas pagadoras versus não pagadoras de dividendos; TE é o logaritmo dos ativos totais da empresa; LL é o lucro líquido dividido por ativos totais; AL é a relação entre a dívida total e os ativos totais; FC é o fluxo de caixa, dividido pelo total dos ativos; payout é a proporção dos lucros distribuídos aos acionistas; OPC é a relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa; variáveis estas demonstradas no quadro 1.

Nota: Nota: Os símbolos ***, ** e * sinalizam que a correlação é estatisticamente relevante nos níveis de 1%, 5% e 10%, em ordem decrescente de significância.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A correlação entre ppd (propensão a pagar dividendos) e pd (prêmio de dividendos) é de 0.0286, com um p-valor de 0.1376. Esta correlação é positiva, mas bastante fraca e não estatisticamente significativa, sugerindo que, dentro da amostra estudada não há uma relação linear direta e robusta entre a propensão a pagar dividendo e o efetivo pagamento de dividendos.

Os resultados das correlações indicam que as variáveis financeiras das empresas têm relações significativas com a propensão a pagar dividendos e o índice de distribuição de dividendos. Empresas mais rentáveis e com maior fluxo de caixa livre têm uma maior propensão a pagar dividendos, atendendo à demanda dos investidores por retornos mais imediatos.

A correlação negativa entre alavancagem e as variáveis lucro líquido e fluxo de caixa indica que empresas mais alavancadas enfrentam restrições maiores para distribuir dividendos, devido à necessidade de gerenciar seus níveis de endividamento. No entanto, a correlação positiva entre alavancagem e tamanho da

empresa sugere que empresas maiores podem sustentar níveis mais altos de alavancagem.

Buscando dar robustez as correlações encontradas na tabela 3, foi realizada a correção de Spearman, conforme tabela abaixo.

TABELA 4: CORRELAÇÃO DE SPEARMAN

	PPD	DP	Payout	LL	FCL	OPC	TE	AL
PPD	1.00							
DP	0.02	1.00						
Payout	0.96***	0.05***	1.00					
LL	0.48***	-0.01	0.47***	1.00				
FCL	0.31***	-0.08***	0.25***	0.33***	1.00			
OPC	0.17***	-0.15***	0.20***	0.35***	0.10***	1.00		
TE	0.37***	-0.08***	0.19***	0.00	0.03*	0.08***	1.00	
AL	-0.01	0.05***	-0.00	-0.24***	-0.11***	0.09***	0.35***	1.00

A tabela 9 exibe as correlações de Spearman entre as variáveis $PPD_{i,t}$, $DP_{i,t}$, $payout_{i,t}$, $LL_{i,t}$, $FC_{i,t}$, $OPC_{i,t}$, $TE_{i,t}$ e $AL_{i,t}$. PPD é definida como a probabilidade de uma empresa escolher pagar dividendos aos seus acionistas em determinado período, estimado através de uma regressão de modelo logit e Pagdividend, que assume o valor 0 para empresas que não distribuem dividendos e 1 para aquelas que o fazem. DP é o prêmio de dividendos dado pela diferença logarítmica das médias ponderadas do market-to-book das empresas pagadoras versus não pagadoras de dividendos; TE é o logaritmo dos ativos totais da empresa; LL é o lucro líquido dividido por ativos totais; AL é a relação entre a dívida total e os ativos totais; FC é o fluxo de caixa, dividido pelo total dos ativos; payout é a proporção dos lucros distribuídos aos acionistas; OPC é a relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa; variáveis estas demonstradas no quadro 1.

Nota: Os símbolos ***, ** e * sinalizam que a correlação é estatisticamente relevante nos níveis de 1%, 5% e 10%, em ordem decrescente de significância.

Fonte: Elaborado pelo autor.

As correlações significativas entre a propensão a pagar dividendos e variáveis como lucro líquido, fluxo de caixa e tamanho da empresa indicam que a lucratividade, o fluxo de caixa livre e o tamanho da empresa são fatores críticos na decisão de pagar dividendos. Esses resultados sugerem que empresas maiores e mais lucrativas, com maior disponibilidade de caixa, são mais propensas a atender às expectativas dos investidores por dividendos.

Por outro lado, a falta de correlação significativa entre PPD e DP sugere que o prêmio de dividendos, como medido neste estudo, pode não ser um fator determinante na propensão das empresas a pagar dividendos no contexto do mercado brasileiro. Isso pode indicar que outros fatores, como as condições econômicas gerais e as

políticas de governança corporativa, desempenham papéis mais importantes na determinação das políticas de dividendos.

Não há correlações acima de 0.8 entre as variáveis independentes o que sugere que, com base apenas nas correlações, não há sinais evidentes de multicolinearidade extrema, o que será confirmado via teste do Fator de Inflação de Variância (VIF).

4.3 RESULTADO DO MODELO DE REGRESSÃO

A seguir, apresenta-se os resultados da regressão logit estimada para analisar os fatores que influenciam a propensão das empresas a pagar dividendos. A Tabela 10 resume os coeficientes estimados, os erros-padrão, os valores z, e os níveis de significância para cada variável independente incluída no modelo.

TABELA 5: REGRESSÃO LOGIT

<i>Pagdividend</i>	Coeficiente	Erro Padrão	Z	p-valor
<i>payout</i> _{<i>i,t</i>}	7.767572	.5203431	14.93	0.000
<i>LL</i> _{<i>i,t</i>}	4.037223	1.057035	3.82	0.000
<i>FC</i> _{<i>i,t</i>}	2.111111	.7900197	2.67	0.008
<i>OPC</i> _{<i>i,t</i>}	-.0557573	.0340488	-1.64	0.102
<i>TE</i> _{<i>i,t</i>}	.4440661	.0447357	9.93	0.000
<i>AL</i> _{<i>i,t</i>}	-1.36392	.3898695	-3.50	0.000
<i>Intercepto</i>	-5.992136	.6374017	-9.40	0.000
Pseud R ²				0.3966

A Tabela 11 exibe os resultados calculados a partir da regressão linear, incluindo coeficientes, constantes, estatísticas t, erro padrão e p-valores para avaliar a importância estatística dos elementos das equações. PPD é definida como a probabilidade de uma empresa escolher pagar dividendos aos seus acionistas em determinado período, estimado através de uma regressão de modelo logit e *Pagdividend*, que assume o valor 0 para empresas que não distribuem dividendos e 1 para aquelas que o fazem. DP é o prêmio de dividendos dado pela diferença logarítmica das médias ponderadas do market-to-book das empresas pagadoras versus não pagadoras de dividendos; TE é o logaritmo dos ativos totais da empresa; LL é o lucro líquido dividido por ativos totais; AL é a relação entre a dívida total e os ativos totais; FC é o fluxo de caixa, dividido pelo total dos ativos; *payout* é a proporção dos lucros distribuídos aos acionistas; OPC é a relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa; variáveis estas demonstradas no quadro 1. **Equação um:**

$$\log\left(\frac{P(\text{pagdividend} = 1)}{1 - P(\text{pagdividend} = 1)}\right) = \beta_0 + \beta_1 DP_{i,t} + \beta_2 TE_{i,t} + \beta_3 LC_{i,t} + \beta_4 AL_{i,t} + \beta_5 FC_{i,t} + \beta_6 \text{payout}_{i,t} + \beta_7 OPC_{i,t}$$

Fonte: Elaborado pelo autor.

A regressão logística (logit) foi utilizada para entender como diferentes variáveis explicativas afetam a probabilidade de uma empresa pagar proventos (variável dependente *pagdividend*). O modelo foi ajustado com seis variáveis independentes: *payout*, lucro líquido, fluxo de caixa, oportunidade de crescimento, tamanho da empresa e alavancagem. O modelo mostrou ser significativo com um chi-quadrado de 1156.32 e um pseudo R^2 de 0.3966, indicando que aproximadamente 39,66% da variação na variável dependente é explicada pelas variáveis independentes incluídas no modelo.

Os resultados da regressão logit suportam a ideia central da Teoria de *Catering*, mostrando que variáveis como *payout*, lucro líquido, fluxo de caixa e tamanho da empresa têm uma relação positiva significativa com a probabilidade de pagamento de dividendos, em linha com os achados de (Li & Lie, 2006). Isso implica que empresas lucrativas, com maior fluxo de caixa, maior *payout* e maior tamanho, são mais propensas a pagar dividendos, alinhando-se com as expectativas dos investidores por retornos na forma de proventos,

Enquanto a alavancagem (*alav*) apresenta um impacto negativo significativo, indicando que empresas mais alavancadas têm uma menor probabilidade de pagar dividendos, essa relação evidencia as restrições financeiras enfrentadas por essas empresas. Esse achado sugere que os investidores devem ser cautelosos ao considerar os pagamentos de dividendos de empresas altamente alavancadas, pois suas obrigações financeiras podem dificultar a capacidade de pagamento de proventos.

Com base nos resultados da regressão logística foi estimada a probabilidade de uma empresa pagar dividendo (Baker & Wurgler, 2004b), gerando os valores da variável dependente Propensão a Pagar Dividendos – PPD, que aumenta quando os

investidores aceitam pagar um prêmio sobre as ações de empresas pagadoras de dividendos, em linha com a *Teoria de Catering*.

Para determinar o modelo mais adequado para a análise de dados em painel, realizou-se o teste de Hausman. Este teste compara os estimadores de efeitos fixos e efeitos aleatórios para verificar se há uma correlação significativa entre os erros individuais e as variáveis explicativas.

TABELA 6: TESTE DE HAUSMAN

	(b) fixo	(B) aleatório	(b-B) Dif.	Erro Padrão
$DP_{i,t}$	.0134577	.010326	.0031317	.0015703
$payout_{i,t}$	.284883	.2890426	-.0041596	.0016502
$LL_{i,t}$	1.827286	1.879278	-.0519922	.0206668
$FC_{i,t}$	.1091606	.0959647	.0131959	.0123498
$OPC_{i,t}$	-.0088866	-.0116894	.0028029	.0011999
$TE_{i,t}$	.0637966	.0619531	.0018435	.0053705
$AL_{i,t}$	-.1522757	-.1279243	-.0243514	.0222774
Chi ²				18.54
p-valor associado				0.0098

A Tabela 12 mostra as estimativas do teste de Hausman, para identificar o melhor modelo de regressão a aplicado nos dados. PPD é definida como a probabilidade de uma empresa escolher pagar dividendos aos seus acionistas em determinado período, estimado através de uma regressão de modelo logit e Pagdividend, que assume o valor 0 para empresas que não distribuem dividendos e 1 para aquelas que o fazem. DP é o prêmio de dividendos dado pela diferença logarítmica das médias ponderadas do market-to-book das empresas pagadoras versus não pagadoras de dividendos; TE é o logaritmo dos ativos totais da empresa; LL é o lucro líquido dividido por ativos totais; AL é a relação entre a dívida total e os ativos totais; FC é o fluxo de caixa, dividido pelo total dos ativos; payout é a proporção dos lucros distribuídos aos acionistas; OPC é a relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa; variáveis estas demonstradas no quadro 1.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados do teste de Hausman mostram um valor de qui-quadrado de 18.45 com 7 graus de liberdade e um p-valor de 0.010. Como o p-valor é menor que 0.05, rejeita-se a hipótese nula de que os erros individuais não estão correlacionados com as variáveis explicativas. Este resultado indica que o modelo de efeitos fixos é mais apropriado para análise do que o modelo de efeitos aleatórios.

A escolha do modelo de efeitos fixos é apoiada pelo teste de Hausman, que sugere a presença de correlação entre as características individuais não observáveis e as variáveis explicativas. Isso significa que os efeitos específicos de cada empresa

da amostra não são aleatórios e estão correlacionados com as variáveis explicativas do modelo, como DP, Payout, LL, FCL, OPC, TE e AL.

Na tabela seguinte, apresenta-se os resultados da regressão com efeitos fixos estimada para analisar os fatores que influenciam a propensão das empresas a pagar dividendos (ppd). A Tabela 7 resume os coeficientes estimados, os erros-padrão, os valores t, para cada variável independente incluída no modelo.

TABELA 7: REGRESSÃO MODELO DE EFEITOS FIXOS

	Coeficiente	Erro Padrão	T	p-valor
$PPD_{i,t+1}$				
$DP_{i,t}$	.0134577	.0042804	3.14	0.002
$payout_{i,t}$	.284883	.0058476	48.72	0.000
$LL_{i,t}$	1.827286	.0520238	35.12	0.000
$FC_{i,t}$	.1091606	.0363570	3.00	0.003
$OPC_{i,t}$	-.0088866	.0020807	-4.27	0.000
$TE_{i,t}$	.0637966	.0060416	10.56	0.000
$AL_{i,t}$	-.1522757	.0315672	-4.82	0.000
Intercepto	-.3533519	.0964767	-3.66	0.000
R ²				0.6603
Média VIF				4.13

A Tabela XX exibe os resultados calculados a partir do modelo de regressão com efeitos fixos, incluindo coeficientes, constantes, estatísticas t, erro padrão e p-valores para avaliar a importância estatística dos elementos das equações. PPD é definida como a probabilidade de uma empresa escolher pagar dividendos aos seus acionistas em determinado período, estimado através de uma regressão de modelo logit e Pagdividend, que assume o valor 0 para empresas que não distribuam dividendos e 1 para aquelas que o fazem. DP é o prêmio de dividendos dado pela diferença logarítmica das médias ponderadas do market-to-book das empresas pagadoras versus não pagadoras de dividendos; TE é o logaritmo dos ativos totais da empresa; LL é o lucro líquido dividido por ativos totais; AL é a relação entre a dívida total e os ativos totais; FC é o fluxo de caixa, dividido pelo total dos ativos; payout é a proporção dos lucros distribuídos aos acionistas; OPC é a relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa; variáveis estas demonstradas no quadro 1.

Equação três:

$$PPD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DP_{i,t} + \beta_2 TE_{i,t} + \beta_3 LC_{i,t} + \beta_4 AL_{i,t} + \beta_5 FC_{i,t} + \beta_6 payout_{i,t} + \beta_7 OPC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na análise da regressão com efeitos fixos, o coeficiente estimado para a variável Prêmio de Dividendos é 0.0135, com um erro-padrão de 0.0043, um valor t de 3.14 e um p-valor de 0.002. Este resultado é estatisticamente significativo ao nível de 1%, indicando uma relação positiva e robusta entre o Prêmio de Dividendos e a propensão a pagar dividendos (ppd), indo ao encontro dos achados de (Li & Lie, 2006).

O coeficiente positivo de 0.0135 sugere que, para cada unidade adicional em *pd*, a propensão a pagar dividendos (*ppd*) aumenta em 0.0135 unidades, mantendo as outras variáveis constantes. Em termos práticos, isso implica que um aumento nos pagamentos de dividendos está associado a um aumento na probabilidade de uma empresa continuar ou iniciar o pagamento de dividendos no futuro.

A análise da relação entre *ppd* e *pd* revela que o pagamento de dividendos é um determinante significativo da propensão das empresas a continuar pagando dividendos. Este achado reforça a importância de políticas de dividendos consistentes e alinhadas com as expectativas dos investidores, contribuindo para a compreensão das dinâmicas das políticas de dividendos no mercado brasileiro, em linha com os estudos de (Li & Lie, 2006).

Os resultados da regressão com efeitos fixos mostram que as variáveis *payout*, lucro líquido, fluxo de caixa, e tamanho da empresa, são importantes determinantes da propensão das empresas a pagar dividendos. A significância dessas variáveis sugere que a lucratividade, a disponibilidade de caixa e o tamanho da empresa desempenham papéis cruciais na decisão de distribuir dividendos.

A alavancagem apresenta um efeito negativo no pagamento de dividendos, mostrando que empresas mais endividadas estariam menos propensas a remunerar os acionistas por meio de pagamento de dividendos, em consonância com os achados de De Jong et al. (2019).

A forte relação positiva entre *payout* e propensão a pagar dividendos confirma a hipótese de que empresas que distribuem uma maior proporção de seus lucros tendem a ter uma maior propensão a pagar dividendos. Da mesma forma, empresas mais rentáveis e com maior fluxo de caixa também têm uma maior propensão a pagar dividendos, o que está alinhado com as expectativas teóricas e práticas.

Para um diagnóstico adicional, foram estimados os resíduos do modelo de efeitos fixos e realizada uma regressão desses resíduos (u_resid) em relação às variáveis independentes originais (Tabela 14). O objetivo deste exercício foi investigar se as variáveis independentes também poderiam explicar a variação "residual" não capturada pelo modelo de efeitos fixos.

TABELA 8: REGRESSÃO DOS RESÍDUOS

u_resid	Coefficiente	Erro Padrão	T	p-valor
$DP_{i,t}$	.0083122	.0010966	7.58	0.000
$payout_{i,t}$	.0003317	.001468	0.23	0.821
$LL_{i,t}$	-.0099873	.0123792	-0.81	0.420
$FC_{i,t}$	.0341945	.0093562	3.65	0.000
$OPC_{i,t}$	6.49e-06	.0003802	0.02	0.986
$TE_{i,t}$	.0271266	.0004539	59.76	0.000
$AL_{i,t}$	-.010822	.0043162	-2.51	0.0120
<i>Intercepto</i>	-.4360869	.0077689	-56.13	0.0000
R^2				0.6402

A Tabela 14 mostra os cálculos derivados do modelo de regressão que incluem coeficientes, erros padrão, estatísticas t e p-valores para testar a significância dos parâmetros das fórmulas. PPD é definida como a probabilidade de uma empresa escolher pagar dividendos aos seus acionistas em determinado período, estimado através de uma regressão de modelo logit e Pagdividend, que assume o valor 0 para empresas que não distribuem dividendos e 1 para aquelas que o fazem. DP é o prêmio de dividendos dado pela diferença logarítmica das médias ponderadas do market-to-book das empresas pagadoras versus não pagadoras de dividendos; TE é o logaritmo dos ativos totais da empresa; LL é o lucro líquido dividido por ativos totais; AL é a relação entre a dívida total e os ativos totais; FC é o fluxo de caixa, dividido pelo total dos ativos; payout é a proporção dos lucros distribuídos aos acionistas; OPC é a relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa; variáveis estas demonstradas no quadro 1.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A regressão resultou em um valor extremamente alto para o F-estatístico, ultrapassando 99.999, com um p-valor significativamente baixo (praticamente zero), indicando que as variáveis independentes têm um efeito altamente significativo sobre os resíduos do modelo anterior. O coeficiente de determinação R^2 foi de 0,9993, demonstrando que quase toda a variação nos resíduos é explicada pelas variáveis no modelo. O R^2 ajustado se manteve em 0,9993, e o erro padrão da estimativa foi de apenas 0,00347, reforçando a forte significância e ajuste do modelo secundário.

Nesta regressão residual, as variáveis Prêmio de Dividendos (pd), fluxo de caixa livre (fcl), e tamanho da empresa (TE) se mostraram estatisticamente

significativas. É interessante notar que essas variáveis apresentam valores de t e p-valor que indicam significância estatística. Isso é especialmente relevante pois sugere que essas variáveis podem ter uma influência sobre a variação nos resíduos que não foi capturada inicialmente pelo modelo de efeitos fixos.

Para verificar a presença de heterocedasticidade, foi realizado o teste Breusch–Pagan/Cook–Weisberg. O p-valor resultante foi de 0,3792, o que é maior que o nível de significância convencional de 0,05. Portanto, não se rejeita a hipótese nula de variância constante dos erros, indicando que a heterocedasticidade não é uma preocupação relevante neste modelo, fortalecendo a robustez das análises estatísticas apresentadas.

Capítulo 5

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

As pesquisas de Baker e Wurgler (2004a), Bilel e Mondher (2021), apontaram que as empresas iniciam o pagamento de dividendos ou aumentam os valores pagos quando os acionistas demonstram maior interesse por empresas que pagam dividendos, através do aumento do prêmio de dividendos, fato este também observado nesta presente pesquisa, conforme resultados do teste de diferença de médias do título 4.1.2 até os modelos de regressão do título 4.3.

Em mercados emergentes, os resultados de Labhane (2019) e Rashid et al. (2013) sugerem que, quando o prêmio de dividendos é alto, as empresas que não pagam dividendos têm maior probabilidade de iniciar o pagamento de dividendos. Por outro lado, quando o prêmio de dividendo diminui, as empresas pagadoras de dividendos têm maior probabilidade de reduzir, ou até mesmo deixar de pagar dividendos, sendo estes resultados em linha com os achados desta pesquisa.

O modelo de regressão de efeitos fixos apontou um p-valor de 0.0000, positivo e significativo, sugerindo que um aumento na variável Prêmio de Dividendos ($DP_{i,t}$) está associado a um aumento na Propensão a Pagar Dividendos ($PPD_{i,t}$), fortalecendo os resultados apontados nas correlações, indicando que as empresas ajustam sua política de dividendos face o comportamento dos investidores, sendo estes resultados condizentes com os achados de diversos autores (Jiang et al., 2013; Rashid et al., 2013; Wang et al., 2016).

Este estudo mostrou uma relação positiva entre o tamanho da empresa, medido pelo crescimento de seus ativos, e a propensão a pagar dividendos, ou seja, quanto

maior os ativos de uma empresa maior o pagamento de proventos, resultados estes em linha daqueles de Baker e Wurgler (2004b), Chazi et al. (2018), Golubov et al. (2020), que encontraram evidências de que, conforme as empresas crescem, aumentam o valor distribuído aos seus acionistas.

Na mesma linha de Golubov et al. (2020), que evidencia que as empresas mais alavancadas têm uma menor propensão a pagar dividendos, destacando o impacto da estrutura de capital na política de dividendos da empresa, esta pesquisa encontrou evidências que para as empresas brasileiras uma maior alavancagem se traduz em uma menor propensão a pagar dividendos.

O presente estudo encontrou efeito estatisticamente significativo para a variável lucratividade na propensão a pagar dividendos, em consonância com os estudos de Li e Lie, (2006) que encontrou uma relação positiva da rentabilidade das empresas na propensão a pagar dividendos, sugerindo que empresas mais rentáveis tendem a remunerar o acionista por meio do pagamento de dividendos.

A geração de caixa, medida pelos fluxos de caixa operacionais, apresentou efeitos significativos sobre a propensão a pagar dividendos, apoiando a ideia de que a capacidade de geração de caixa da empresa é um fator importante na decisão de distribuir proventos aos acionistas. Empresas com maior liquidez operacional têm maior facilidade em atender às demandas por dividendos, refletindo uma política de distribuição de proventos mais consistente, em linha com os achados de Yu et al. (2021).

Capítulo 6

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo da presente pesquisa foi investigar a Teoria de *Catering* no contexto das empresas de capital aberto brasileiras, especificamente como a política de dividendos é influenciada pela demanda dos investidores. Apesar da extensa literatura existente sobre políticas de dividendos, há uma lacuna, específica, em relação ao fenômeno de *catering* no Brasil. Utilizando modelos econométricos que incorporam variáveis como o Prêmio de Dividendos ($DP_{i,t}$), Tamanho da Empresa ($TE_{i,t}$), Lucratividade ($LL_{i,t}$), Alavancagem ($AL_{i,t}$), entre outros, este estudo busca não apenas preencher essa lacuna, mas também fornecer *insights* sobre o comportamento das empresas brasileiras em resposta às preferências dos investidores.

Os resultados desta pesquisa demonstraram que as variáveis Propensão a Pagar Dividendos ($PPD_{i,t}$) e Prêmio de Dividendos ($DP_{i,t}$), se mostraram consistentes tanto em direção quanto em relevância estatística, existindo, portanto, suporte para uma correlação positiva e direta entre a propensão a pagar dividendos e o prêmio de dividendos, em linha com a teoria de *catering*, o que sugere que um aumento no prêmio de dividendos está diretamente associado ao aumento na propensão a pagar proventos por parte das organizações. Foi observado, também, que as empresas brasileiras de capital aberto ajustam suas políticas de proventos em resposta às mudanças nas expectativas dos investidores. Estes achados corroboram a existência do efeito *catering* no mercado brasileiro.

Estes achados oferecem contribuições tanto no âmbito teórico quanto prático. Do ponto de vista teórico, eles ampliam a compreensão da Teoria de *Catering* através

de sua aplicação no contexto do mercado brasileiro, apresentando evidências empíricas além dos cenários internacionais habitualmente estudados. Esta expansão contribui valiosamente para a literatura sobre comportamento financeiro, destacando como as percepções e expectativas dos investidores influenciam as decisões corporativas. No plano prático, os resultados deste estudo fornecem orientações importantes para investidores, demonstrando como as expectativas de mercado podem moldar as políticas de dividendos das empresas. Estes insights servem como recursos adicionais para análises de investimentos, auxiliando os investidores na avaliação das tendências de mercado e na tomada de decisões mais fundamentadas.

Para pesquisas futuras, recomenda-se a replicação deste estudo, ampliando o escopo para incluir empresas que aumentaram suas taxas de distribuição de proventos ao longo do período analisado, e não limitando-se apenas àquelas que pagaram ou deixaram de pagar dividendos, como foi o caso neste trabalho. Este enfoque ampliado pode oferecer *insights* adicionais sobre as dinâmicas de decisões de pagamento de proventos e suas motivações subjacentes, contribuindo para uma compreensão mais aprofundada da matéria.

Outra sugestão está relacionada a aplicação do estudo em uma base territorial diversificada em países da América Latina, pois a região, tal que o Brasil, carece de estudos sobre teoria de catering; uma terceira sugestão seria investigar outros fatores que possam influenciar a política de dividendos das empresas, como governança corporativa, liquidez do mercado de ações e cenários macroeconômicos.

Também se sugere a análise de como diferentes setores da economia respondem à Teoria de *Catering* e às preferências dos investidores por dividendos. Este enfoque permitiria uma compreensão mais detalhada das variações setoriais na

política de dividendos, enriquecendo o entendimento sobre a aplicabilidade e a relevância da Teoria de *Catering* em contextos econômicos distintos.

Como quinta e última recomendação, sugere-se investigar o impacto de leis e regulamentos sobre a política de dividendos em empresas de capital aberto, com especial atenção ao contexto brasileiro, caracterizado por um ambiente regulatório complexo. Este estudo poderia elucidar como o quadro legal e normativo influencia as decisões corporativas relativas à distribuição de dividendos, contribuindo para a literatura existente com *insights* específicos sobre as peculiaridades do mercado brasileiro.

REFERÊNCIAS

- Baker, M., & Wurgler, J. (2004a). A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125–1165. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.2004.00658.X>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004b). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 271–288. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.001>
- Baltagi, B. H. (2013). *Econometric Analysis of Panel Data* (5th ed.). John Wiley & Sons.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Bilel, H., & Mondher, K. (2021). What can explain catering of dividend? Environment information and investor sentiment. *Journal of Economics and Finance*, 45(3), 4, 428–450. <https://doi.org/10.1007/s12197-021-09540-0>
- Camilleri, S. J.; Grima, L., & Grima, S. (2019). The effect of dividend policy on share price volatility: An analysis of Mediterranean banks’ stocks. *Managerial Finance*, 45(2), 348–364. <https://doi.org/10.1108/MF-11-2017-0451>
- Chazi, A., Theodossiou, A., & Zantout, Z. (2018). Corporate payout-form: Investors’ preference and catering theory. *Managerial Finance*, 44(12), 1418–1433. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2018-0127>
- De Jong, A., Fliers, P., Van Beusichem, H., Campbell, G., Colvin, C., Deloof, M., Gelderblom, O., Hannah, L., Jonker, J., Kalev, P., Moorgat, L., Oosterlinck, K., Rollings, N., Turner, J., Luiten, J., Zanden, V., Veld, C., & Westerhuis, G. (2019). Catering and dividend policy: Evidence from the Netherlands over the twentieth century. *Financial History Review*, 26(3), 321–358. <https://doi.org/10.1017/S0968565019000209>
- Dias, A. C. G., & Neves, M. E. D. (2014). Estrutura de propriedade e incentivos de catering para os dividendos nos países da zona euro. *Contabilidade y Negocios*, 9(17), 49–62. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=281632446004>
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:aea:aecrev:v:74:y:1984:i:4:p:650-59>
- ElBannan, M. A. (2020). Does catering behavior persist? Evidence on dividend sentiment in emerging financial markets. *International Review of Economics and Finance*, 69, 350–373. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.06.016>

- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- Golubov, A., Lasfer, M., & Vitkova, V. (2020). Active catering to dividend clienteles: Evidence from takeovers. *Journal of Financial Economics*, 137(3), 815–836. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2020.04.002>
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99. <https://doi.org/10.2307/1927792>
- Graham, J. R., & Kumar, A. (2006). Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors. *The Journal of Finance*, 61(3), 1305–1336. <https://doi.org/10.1111/J.1540-6261.2006.00873.X>
- Holanda, A. P., & Coelho, A. C. D. (2012). Dividendos e efeito clientela: Evidências no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, 52, 448–463. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902012000400007>
- Jiang, Z., Kim, K. A., Lie, E., & Yang, S. (2013). Share repurchases, catering, and dividend substitution. *Journal of Corporate Finance*, 21(1), 36–50. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.01.004>
- Kumar, A., Lei, Z., & Zhang, C. (2022). Dividend sentiment, catering incentives, and return predictability. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102128. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2021.102128>
- Kumaraswamy, S., Ebrahim, R. H., & Wan Mohammad, W. M. (2019). Dividend policy and stock price volatility in Indian capital market. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 7(2), 862–874. [https://doi.org/10.9770/JESI.2019.7.2\(5\)](https://doi.org/10.9770/JESI.2019.7.2(5))
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Labhane, N. B. (2019). A test of the catering theory of dividends: Empirical evidence from an emerging economy india. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 15(2), 29–52. <https://doi.org/10.21315/aamjaf2019.15.2.2>
- Li, W., & Lie, E. (2006). Dividend changes and catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 80(2), 293–308. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.005>
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113. <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433. <http://www.jstor.org/stable/2351143>

- Muneer, S., & Zaheer Butt, B. (2017). Dividend signaling power on organizations' future earnings: A brief review of dividend theories. *Actual Problems of the Economy*, 3, 380–387. <https://www.researchgate.net/publication/287731527>
- 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>
- Perobelli, F. F. C., Zanini, A., & Santos, A. B. (2009). Pagamento de proventos versus preços de ações maduras e em expansão segundo Kohonen Maps. *Revista de Administração de Empresas*, 49(2), 132–146. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902009000200002>
- Pieloch-Babiarz, A. (2021). The monitoring role of multiple large shareholders and the catering effect of dividends: Evidence from Poland. *Economics and Business Review*, 7(4), 72–93. <https://doi.org/10.18559/ebr.2021.4.5>
- Procianoy, J. L., & Verdi, R. S. (2003). O Efeito Clientela no Mercado Brasileiro: Será que os Investidores São Irracionais? *. *Revista Brasileira de Finanças*, 1(2), 217–242. <http://hdl.handle.net/10183/196623>
- Rashid, M., Nor, F. M., & Ibrahim, I. (2013). Evidence of dividend catering theory in Malaysia: Implications for investor sentiment. *Contemporary Economics*, 7(4), 99–110. <https://ssrn.com/abstract=2379390>
- Santos, A. (2007). Quem está pagando juros sobre capital próprio no Brasil? *Revista Contabilidade & Finanças*, 33–44. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000300004>
- Shefrin, H. M., & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13, 253–282. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90025-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90025-4)
- Takmaz, S., Evrim Mandaci, P., & Durukan, M. B. (2020). The impact of catering incentives on the dividend policy: evidence from Turkish firms. *Managerial Finance*, 47(7), 897–914. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2020-0215>
- Tekin, H., & Polat, A. Y. (2021). Do market differences matter on dividend policy? *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 197–208. <https://doi.org/10.1016/J.BIR.2020.10.009>
- Vidal Fonteles, B., Peixoto Júnior, A., & Vasconcelos, C. (2012). Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da bm&fbovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 23, 173–204. <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=197026238007>
- Wang, M. H., Ke, M. C., Lin, F. Y., & Huang, Y. S. (2016). Dividend policy and the catering theory: Evidence from the Taiwan Stock Exchange. *Managerial Finance*, 42(10), 999–1016. <https://doi.org/10.1108/MF-05-2015-0132>

Yu, X., Wang, Y., Chen, Y., & Wang, G. (2021). Dividend payouts and catering to demands: Evidence from a dividend tax reform. *International Review of Financial Analysis*, 77, 10–18. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101841>