Demanda dos Investidores e a Distribuição de Dividendos nas Empresas Brasileiras

TIAGO CÉSAR FARINELLI
Universidade de São Paulo
MARCELO AUGUSTO AMBROZINI
Universidade de São Paulo

Resumo

A literatura de finanças traz diversas explicações sobre a decisão de dividendos. Várias evidências têm sido apontadas de que o ciclo de vida, juntamente com outras características das empresas, ajuda a explicar a distribuição de dividendos. Porém, Fama e French (2001) relatam que existe uma mudança na propensão em pagar dividendos que ocorre independentemente das características das empresas. No avanço desta discussão, Baker e Wurgler (2004a) argumentam que os investidores possuem uma demanda variável por dividendos. Já os gestores, conscientes disto, ajustariam suas decisões de pagamento conforme essa demanda, com isso, obtendo valorização no preço das ações. O Brasil apresenta um contexto peculiar para se estudar a política de dividendos, visto que, os dividendos são atualmente isentos de tributação, existe o dividendo obrigatório e os acionistas podem ser remunerados com juros sobre capital próprio. Considerando que há um debate sobre os aspectos jurídicos dos dividendos no país, este trabalho teve o objetivo de analisar a influência das características das empresas e da demanda dos investidores por dividendos no nível de *payout* para uma amostra de empresas não financeiras. Com a utilização de um modelo de regressão com dados em painel, foi identificado que as empresas aumentaram seu nível de *payout* nos anos em houve maior procura de investidores por ativos de grandes pagadores de dividendos, trazendo indícios que os gestores podem levar em conta o desejo dos investidores visando capturar o prêmio de dividendos. Os resultados também apontaram que a política de dividendos é influenciada pelo tamanho da empresa, oportunidades de investimento, rentabilidade, ciclo de vida, liquidez corrente e pagamento de dividendos anteriores. Este trabalho visou trazer evidências empíricas sobre os determinantes das políticas de dividendos, contribuindo para a discussão dos aspectos legais e gerenciais que cercam o tema.

Palavras-chave: Catering; Política de Dividendos; Distribuição de Dividendos.

1 INTRODUÇÃO

Países de direito civil normalmente são associados a um ambiente de fraca proteção aos direitos dos acionistas minoritários, e um ambiente com essa característica pode sofrer de uma série de barreiras para o desenvolvimento dos mercados de capitais, como alocação ineficiente de recursos e menores oportunidades para o surgimento de empresas (Martins & Novaes, 2012). Com a intenção de trazer maior proteção para estes acionistas e mitigar os custos sociais derivados, alguns países, entre eles o Brasil, adotaram regras de dividendos obrigatórios, fazendo com que empresas destinem uma fração de seus lucros aos seus acionistas, e assim garantindo a estes direitos de fluxo de caixa, porém reduzindo a discricionariedade dos gestores com relação ao uso dos recursos gerados internamente (Martins & Novaes, 2012; Vancin & Kirch, 2020).

A decisão sobre a destinação dos lucros de uma empresa, como o quanto reter para reinvestimento e o quanto distribuir para os acionistas, principalmente como dividendos, possui um grande histórico de discussão dentro da literatura de finanças. Lintner (1956), em um levantamento junto a gestores, destacou a preocupação destes em modificar a política de dividendos, uma vez que os investidores poderiam responder de forma adversa em suas avaliações sobre as ações da empresa. Já Miller e Modigliani (1961), considerando alguns pressupostos hipotéticos, argumentaram que os investidores seriam indiferentes quanto a serem remunerados com dividendos ou com ganho de capital, sendo a política de investimento a única capaz de gerar valor econômico às firmas.

Após estes trabalhos, novas discussões foram surgindo, com diversos autores apontando para as imperfeições de mercado que levariam a política de dividendos ser relevante para o valor da firma. Explicações sobre aversão do investidor a riscos, diferenças de tratamento tributário entre dividendos e ganho de capital, sinalização de informações, conflitos de agência, entre outras, trouxeram importantes *insights* para a compreensão do quebra-cabeça de dividendos (Baker, Powell, & Veit, 2002). Porém, mesmo com várias evidências teóricas e empíricas, os dividendos ainda são considerados um assunto não resolvido (Dewasiri & Banda, 2016).

Procurando destacar os principais determinantes da decisão de pagar dividendos das empresas, Fama e French (2001) apontaram o tamanho, a lucratividade e as oportunidades de investimento como fatores fundamentais. Os autores trouxeram evidências de que empresas maiores, mais lucrativas e com menos oportunidades de investimentos se caracterizam como prováveis pagadores de dividendos. Na pesquisa, realizada com empresas dos EUA, Fama e French (2001) relataram que a mudança das características de empresas listadas nas principais bolsas de valores daquele país, em parte, ajudava a explicar uma relevante queda nos montantes de dividendos distribuídos, ou seja, em certo momento existia um volume maior de empresas listadas que eram pequenas, com baixa lucratividade e boas oportunidades de crescimento, desta maneira, com menor potencial de distribuição de lucros.

Embora as variáveis que representam as características das empresas possam ajudar a explicar a decisão de pagar dividendos, Fama e French (2001) também relataram uma queda na propensão das empresas em pagar dividendos, mudança que ocorreu independente de suas características, ou seja, em determinado momento, mesmo para as empresas candidatas a pagar, o pagamento de dividendos ficou menos atrativo. E essa alteração na propensão a pagar teve um impacto tão relevante quanto às mudanças nas características das empresas, o que, segundo os autores, alimenta o enigma de dividendos, já que os determinantes apontados só estavam explicando uma parte do problema.

Buscando respostas para esta questão, Baker e Wurgler (2004a), apresentaram uma nova teoria, na qual aponta que os investidores possuem uma demanda variável por

dividendos, desta maneira, em certos momentos estão dispostos a pagar um prêmio pelas ações de empresas que distribuem dividendos. Já os gestores, conscientes desta variação na expectativa dos investidores, agem de forma proativa, pagando dividendos em momentos de alta demanda, e omitindo em momentos de baixa demanda.

Esta resposta dos gestores à demanda dos investidores, no intuito capturar o prêmio ou evitar um desconto nos preços das ações, é chamada de teoria de *catering* de dividendos (Baker & Wurgler, 2004a). Em trabalho posterior, Baker e Wurgler (2004b) utilizaram a teoria de *catering* para tentar explicar, dentro do mercado dos EUA, flutuações na porcentagem de empresas que pagaram dividendos ao longo do período entre 1963 e 2000. Os autores evidenciaram que as quatro tendências identificadas no período (duas de aumento e duas de queda) poderiam ser explicadas pelas alterações dos incentivos de *catering*, ou seja, a propensão das empresas em pagar dividendos aumentou quando o prêmio de dividendos foi positivo e diminuiu quando o prêmio foi negativo, denotando que os gestores responderam as mudanças na demanda por dividendos.

Com o surgimento da teoria, outros autores procuraram também abordar aspectos desta relação entre demanda do investidor e decisão de pagamento de dividendos por parte da firma. Li e Lie (2006) sugeriram a utilização de níveis de distribuição de dividendos, em vez da separação entre empresas pagadoras e não pagadoras, argumentando que os gestores se deparam com mais frequência com a decisão de quanto distribuir do que com a decisão de parar ou começar a distribuir. Já Ferris, Jayaraman e Sabherwal (2009) e Byun, Kim, Liao, e Pan (2021) apontaram as diferenças entre os países com relação aos aspectos jurídicos e níveis de proteção legal, relatando que a teoria funcionaria em países de sistema *common law*, uma vez que nestes países os investidores possuem força suficiente para disciplinar os gestores no atendimento de suas demandas por dividendos.

Levando em conta estes e outros aspectos da teoria, ElBannan (2020) fala da importância de se testar a existência dos incentivos de *catering*, sobretudo em mercados emergentes, argumentando que em países de menor nível de proteção legal, gestores podem atender a demanda por dividendos visando mitigar conflitos de agência.

Sobre trabalhos que buscaram testar a teoria de *catering*, os resultados têm sido divergentes. Alguns têm encontrado evidências que suportam a teoria em diversos países (Tangjitprom, 2013; Labhane, 2019; Trabelsi, Aziz, & Lilti, 2019; Andrikopoulos, El-Ansary, & Hassan, 2020; ElBannan, 2020; Takmaz, Mandaci, & Durukan, 2020), já outros obtiveram resultados que não indicam a demanda dos investidores como uma variável preponderante na decisão de dividendos por parte dos gestores (Denis & Osobov, 2008; Budiarso, Subroto, Sutrisno, & Pontoh, 2019; Dixit, Gupta, & Saurabh, 2020; Baker, Dam, & Ridder, 2021).

O Brasil apresenta um contexto relevante para se estudar a influência das características das empresas e dos incentivos de *catering*. O país tem um mercado de capitais com alto nível de concentração acionária, possui um ambiente peculiar, onde os dividendos são atualmente isentos de tributação, acionistas de companhias abertas possuem direito a um dividendo obrigatório (estabelecido no estatuto ou, em caso de omissão, determinado por lei) e existe a figura dos juros sobre capital próprio (JSCP).

O fato de algumas empresas distribuírem dividendos apenas para cumprir obrigações, contratuais ou legais, torna a separação entre pagadores e não pagadores, proposta por Baker e Wurgler (2004a), não indicada para o Brasil, sendo mais propícia a utilização do nível de *payout* das empresas, conforme proposto por Li e Lie (2006), já que um prêmio maior poderia incentivar os gestores a pagar mais que o obrigatório. Também faz se necessário somar os JSCP aos dividendos, já que estes também fazem parte da remuneração entregue ao acionista.

Outra característica do Brasil é seu histórico de altas taxas de juros. Investidores podem olhar para grandes pagadores de dividendos como substitutos de título de renda fixa,

como apontado por Hartzmark e Solomon (2019), com isso, pode ser esperado que em momentos de queda de juros a demanda por dividendos seja maior, trazendo uma oportunidade para gestores alterarem os níveis de distribuição. Sobre o alto nível de concentração, Trabelsi et al. (2019) relataram que mesmo nestes tipos de mercados, visando impulsionar o valor das ações, gestores podem tomar decisões de dividendos alinhadas com a expectativa dos investidores. Lee (2010) também afirma que, com a pretensão de fortalecer a reputação corporativa, gestores alinham suas políticas de dividendos ao interesse de acionistas minoritários.

Considerando esses aspectos que podem afetar as políticas de dividendos, este trabalho tem o objetivo de analisar a influência das características da empresa e da demanda dos investidores por dividendos no nível de *payout* das empresas brasileiras. Estudar o contexto brasileiro pode ser de grande relevância, já que normalmente as empresas enfrentam um ambiente com restrições na oferta de crédito comercial e atuam em um mercado de capitais pouco desenvolvido, tornando a decisão de distribuir ou reter lucros bastante significativa para a gestão destas empresas.

Outro ponto relevante é que alguns aspectos jurídicos do tema estão sempre em pauta no Brasil, como por exemplo, o pagamento da parcela obrigatória e a tributação dos dividendos. Presente em poucos países, a obrigatoriedade das empresas em distribuir uma parte dos lucros pode apresentar vantagens e desvantagens, já que garante um fluxo de recebimento para acionistas minoritários, porém, reduz recursos internos podendo levar a empresa a perder projetos potencialmente lucrativos (Martins & Novaes, 2012). Se os incentivos de *catering* forem suficientes para levar os gestores das empresas brasileiras a pagar dividendos, será uma evidência de que a norma não é tão necessária, uma vez que caso os investidores quiserem realmente ter os dividendos em determinados momentos, irão valorizar as empresas pagadoras, incentivando os gestores das não pagadoras a começar a distribuir também.

Entender o impacto das características das empresas, como o ciclo de vida, também pode ajudar a repensar as diretrizes da norma. Conforme apontado por Vancin e Kirch (2020, p. 524), "ao tratar todos os casos de forma igual, a legislação acaba prejudicando as empresas que dependem desses recursos para seu financiamento, consequentemente prejudicando seus acionistas". Desta forma, como por exemplo, julgando que empresas novas teriam uma necessidade maior de reter os lucros, não obrigá-las a distribuir poderia ser uma alternativa, dado que potencializaria a aplicação destes recursos em suas oportunidades de investimento, beneficiando os investidores interessados em empresas com este perfil. Vale destacar que, na existência de uma incompatibilidade financeira, existem brechas para as empresas reterem totalmente o lucro, porém, a possibilidade de receber ações disciplinares, faz com que normalmente empresas lucrativas não fiquem por mais de dois anos sem pagar dividendos no Brasil (Martins & Novaes, 2012).

Sobre os aspectos tributários, diferente de grande parte dos países, os dividendos não são tributados atualmente no Brasil, o que os torna mais atraentes aos olhos dos investidores. Considerando que existe a possibilidade de mudança na legislação, com os dividendos passando a ser tributados, é relevante ter ciência do papel dos incentivos de *catering* nas empresas brasileiras, já que possivelmente com a alteração, a demanda por dividendos pode cair, fazendo com que os gestores repensem suas políticas de distribuição dos lucros.

Levando em conta todos estes fatores, verificar as características das empresas que definem sua política de dividendos e investigar se os incentivos de *catering* estão presentes no mercado brasileiro, ajuda a identificar de forma mais clara os fatores determinantes e contribui no sentido de constatar se os gestores estão gerando valor através do atendimento da demanda dos investidores. Para a realização do estudo, a partir de uma amostra de empresas

não financeiras com ações negociadas na B3, com dados do período entre 1998 e 2020, foram realizadas análises de regressões com modelos de efeitos fixos e efeitos aleatórios.

A seguir é apresentada a seção de revisão da literatura, enfatizando pesquisas que investigaram os dividendos sobre a ótica da teoria de *catering*. Após, são apresentados com mais detalhes os materiais e métodos que foram propostos para este trabalho. Em seguida, são destacados e discutidos os resultados obtidos nesta pesquisa e por fim são apontadas as considerações finais.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Mesmo com a vasta existência de evidências teóricas e empíricas, percebesse que ainda não existem respostas para todas as questões envolvendo a política de dividendos das firmas, permanecendo uma falta de unanimidade entre os pesquisadores (Dewasiri & Banda, 2016). Fama e French (2001) relatam que os dividendos sempre foram um enigma, em seu trabalho, os autores apontaram um forte declínio no número de empresas pagadoras de dividendos nos EUA, que ocorreu após o ano de 1978. Em parte, este declínio podia ser explicado por uma mudança no perfil das empresas listadas, ou seja, naquele momento existia um percentual menor de empresas com as características de pagadoras de dividendos.

Sobre estas características, os autores demonstraram que empresas maiores, mais lucrativas e com menores oportunidades de investimento são fortes candidatas a distribuir lucros para seus acionistas. Após o trabalho de Fama e French (2001), outros autores seguiram a linha de enfatizar a relação entre as características das empresas e a probabilidade de pagar dividendos, dentre eles se destacam Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) e DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006) que, em seus trabalhos, evidenciaram o ciclo de vida da empresa como um importante fator na determinação da política de dividendos.

Embora os fatores que representam as características das empresas possuam poder explicativo, existe uma mudança na propensão das empresas em pagar dividendos que não é explicada por estes fatores. Em seu estudo, Fama e French (2001) relataram que em determinado momento os dividendos ficaram menos atrativos, ou seja, mesmo para as empresas com os atributos de uma pagadora, o pagamento de dividendos nem sempre ocorria, levando ao fenômeno conhecido como o desaparecimento dos dividendos.

Buscando tratar deste assunto, e trazer explicações para a parte do enigma de dividendos que as características das empresas não conseguem responder, Baker e Wurgler (2004a) apresentaram uma nova teoria, chamada de teoria de *catering* de dividendos, a qual evidencia a existência de uma variação na demanda dos investidores por dividendos.

Os autores propõem que a distribuição de dividendos depende diretamente da demanda dos investidores. A teoria se fundamenta em três aspectos básicos: (i) existem investidores que possuem uma demanda variável por ações de empresas que pagam dividendos, uma demanda desinformada e que ocorre por razões psicológicas ou institucionais; (ii) os limites de arbitragem fazem com que não sejam corrigidas as diferenças de preço entre ações de empresas pagadoras e não pagadoras; (iii) os gestores, de forma racional, levam em conta a demanda dos investidores na decisão de pagar ou não dividendos, distribuindo quando investidores dão preferência pelas empresas pagadores, e não distribuindo quando os investidores valorizam as empresas não pagadoras. Desta forma, a propensão das empresas em pagar dividendos depende da existência de um prêmio ou um desconto presente no preço das ações.

Os autores classificam os investidores em dois tipos, que são os arbitradores e os investidores de categoria. Este último tipo considera as ações de empresas pagadoras de dividendos em uma categoria separada, a separação decorre de uma crença de que essas

empresas são menos arriscadas. Outra fonte dessa categorização é a inferência que estes investidores fazem quanto à retenção de lucros e a existência de oportunidades, nessa visão, a empresa que não paga dividendos pode ser interpretada como tendo melhores oportunidades de investimento. Baker e Wurgler (2004a) também citam algumas proposições feitas por Thaler e Shefrin (1981) e Shefrin e Statman (1984), que falam da existência de problemas de autocontrole e de aversão ao arrependimento, com isso, investidores podem preferir suprir suas necessidades pessoais de caixa com dividendos do que com a venda de parte da ação, sendo mais uma fonte para a categorização.

Em outro trabalho, Baker e Wurgler (2004b) buscaram explicar o fenômeno do desaparecimento dos dividendos, apontado por Fama e French (2001), com a utilização da teoria de *catering*. Durante o período entre 1963 e 2000 no mercado dos EUA, Baker e Wurgler (2004b) evidenciaram quatro tendências de mudança na porcentagem de empresas que pagaram dividendos, sendo duas de aumento e duas de queda. Os autores destacaram que a porcentagem de pagadores aumentou quando o prêmio de dividendos foi positivo e diminuiu quando o prêmio foi negativo, denotando que os gestores responderam as mudanças na demanda por dividendos na intenção de capturar o prêmio ou de evitar o desconto no preço das ações.

Uma importante característica com relação ao proposto pela teoria, conforme apontado por Li e Lie (2006), é que o modelo de Baker e Wurgler (2004a) trata as empresas apenas como pagadoras ou não pagadoras, servindo para explicar as iniciações e omissões no pagamento de dividendos, mas ignorando as alterações nos níveis de distribuição. Li e Lie (2006) indicam que essa característica traz uma grande limitação para a teoria, já que segundo os autores, os gestores enfrentam com mais frequência a decisão de quanto distribuir em comparação com a decisão de começar ou parar de pagar dividendos.

Desta forma, com a intenção de estender a teoria, Li e Lie (2006) propuseram uma medida de nível de dividendo distribuído. Com a utilização da mesma amostra de Baker e Wurgler (2004a), os resultados obtidos pelos autores trouxeram evidências de que quando o prêmio de dividendo é alto, as empresas tendem a pagar um nível maior, e quando o prêmio é baixo ocorre uma queda no nível dividendos. Os resultados também apontaram que quando o gestor atende a demanda, aumentando ou diminuindo o nível de distribuição conforme o necessário, o mercado responde favoravelmente na avaliação do preço das ações, desta maneira, os gestores são recompensados por atender as expectativas dos investidores, ou penalizados por não atender.

Neves (2018) também buscou trazer uma extensão para a teoria, a autora propôs uma abordagem que considera os incentivos de *catering* no nível da empresa, já que Baker e Wurgler (2004a), em suas evidências empíricas, adotaram variáveis a nível de mercado para representar o prêmio de dividendos. O estudo de Neves (2018) foi realizado em uma amostra de empresas de 12 países europeus, onde o termo de erro de um modelo de avaliação foi adotado como *proxy* para o sentimento do investidor. Os resultados destacaram que o sentimento do investidor teve impacto significativo nas taxas de distribuição de dividendos das empresas, enfatizando a propensão dos gestores em atender a preferência de seus acionistas.

Outro trabalho que trouxe *insights* relevantes foi o de Ferris et al. (2009), que testaram os incentivos de *catering* em uma amostra de empresas da Europa, América do norte, Ásia e África do Sul (totalizando 23 países). No estudo foram apontadas evidências de *catering* apenas para as empresas de países de sistema jurídico *common law*. Os autores argumentam que nestes países os investidores possuem mais direitos e proteções legais, com isso conseguem ter mais sucesso para disciplinar os gestores e assim terem sua demanda de dividendos atendida. Já nos países de sistema jurídico *civil law*, devido a um menor nível de

proteção, grandes acionistas acabam influenciando os gestores a explorar os acionistas minoritários, desta maneira, tendem a não distribuir dividendos da forma como os minoritários gostariam.

Seguindo a mesma linha, Byun et al. (2021) além de pesquisarem sobre a relação entre o sentimento do investidor e os incentivos de *catering*, investigaram a diferença entre empresas de 21 países localizados na Europa, América do norte, Ásia e Oceania. Os resultados indicaram que as empresas oriundas de países com maior nível de proteção legal para investidores, são as que possuem maior propensão em atender a demanda por dividendos. Os autores também destacam que, em momentos de baixa confiança, o comportamento dos investidores de buscar empresas mais seguras (pagadoras de dividendos) ocorreu independente do sistema jurídico.

Além destes trabalhos que buscaram discutir alguns aspectos da teoria, os incentivos de *catering* também foram testados por outros autores em diferentes contextos. Tangjitprom (2013) na Tailândia, Labhane (2019) na Índia, Andrikopoulos et al. (2020) e ElBannan (2020) na Região do Mena e Takmaz et al. (2020) na Turquia encontram evidências de *catering* em suas amostras, com isso, constatando que os preceitos da teoria também podem ocorrer em mercados emergentes e em países de sistema jurídico *civil law*, diferente do apontado por Ferris et al. (2009). Outro trabalho que encontrou evidências para um país com esse sistema jurídico, foi o de Trabelsi et al. (2019), que demonstraram que mesmo em um mercado com características de alta concentração como a França, a política de dividendos das empresas pode ser influenciada pela demanda dos investidores.

Na literatura também podem ser encontrados trabalhos que não encontraram suporte para os incentivos de *catering*. Denis e Osobov (2008), além de testarem outras teorias, examinaram a relação entre o prêmio de dividendos e a propensão a pagar. No estudo, para uma amostra internacional de empresas, não foi identificada uma relação entre os incentivos de *catering* e as iniciações e omissões de pagamento, sendo a decisão de dividendos determinada por tamanho, lucratividade, oportunidade de crescimento e ciclo de vida das empresas. Os autores argumentam que não houve uma queda significativa nos dividendos agregados, e embora tenham encontrado indícios de uma redução na propensão a pagar, estes seriam explicados pelo não pagamento de empresas recém listadas e não pela possível ação de gestores motivados por uma mudança na demanda dos investidores.

Já Kuo, Philip e Zhang (2013), com base em uma pesquisa com empresas de 18 países (localizadas na América do Norte, Europa, Ásia e Oceania), argumentam que os incentivos de *catering*, mesmo em países *common law*, não interferem na política de dividendos. Na visão dos autores, o prêmio de dividendos seria na verdade um prêmio pelo risco, e não teria relação com uma demanda desinformada dos investidores, com isso, o risco seria um relevante determinante da distribuição de dividendos, junto com a liquidez das ações e o ciclo de vida da empresa. Budiarso et al. (2019) na Indonésia, Dixit et al. (2020) na Índia e Baker et al. (2021) na Suécia também encontram evidências que apoiam a visão da teoria do ciclo de vida e não dão suporte para a relação entre demanda e distribuição de dividendos.

Outro estudo que questiona a teoria de *catering* é o de Kim, Park e Suh (2018), que diferente do trabalho de Baker e Wurgler (2004a), dividiram as empresas em 3 grupos. A partir de uma amostra de 14 países, os autores apontam que as empresas que distribuem altas taxas de dividendos são as que possuem melhor avaliação, já as empresas que não distribuem são avaliadas de forma superior quando comparadas as que distribuem baixas taxas de dividendos. Uma possível explicação é que investidores na busca de empresas que pagam dividendos e das que não pagam, impulsionam o valor destas empresas em relação as que pagam baixas taxas. Esses resultados vão contra a ideia de uma demanda variável por

dividendos, uma vez que a relação encontrada permaneceu durante todo o período do estudo, que foi entre 1962 e 2010.

Para o Brasil não foram encontrados trabalhos que procuraram testar a existência dos incentivos de *catering*. No entanto, Nogueira, Avelino, Colares e Reis (2020) fizeram uso do prêmio de dividendos em um estudo sobre sentimento do investidor no mercado de ações brasileiro, vale salientar que os autores mantiveram a separação entre empresas pagadoras e não pagadoras, desconsiderando a questão dos dividendos obrigatórios.

O Brasil possui um contexto com algumas características que o diferencia de outros mercados, como a isenção tributária no pagamento de dividendos e a existência do dividendo obrigatório e do JSCP. De acordo com a Lei n. 6.404 (1976), os acionistas das empresas brasileiras têm o direito de receber um valor mínimo como dividendo, conforme estabelecido no estatuto da empresa ou seguindo critérios da lei se ele for omisso, havendo ressalvas para situações de incompatibilidade financeira da empresa em que, seguindo os procedimentos da lei, os gestores podem reter totalmente o lucro.

Devido à presença da figura do dividendo obrigatório, separar as empresas no Brasil em pagadoras e não pagadoras pode trazer um grande viés para qualquer pesquisa, já que muitas empresas podem distribuir apenas para cumprir o previsto em seu estatuto ou na lei e não visando atender uma possível demanda dos investidores. Vancin e Procianoy (2016), em uma amostra de 1531 distribuições de dividendos de empresas brasileiras entre 2007 e 2013, encontraram diferenças nos determinantes da política de dividendos entre as empresas que pagam apenas o obrigatório e aquelas que pagam acima do estabelecido contratualmente ou por lei, destacando a importância de levar em conta essa figura jurídica na análise da política de dividendos das empresas.

Já sobre a isenção tributária dos dividendos e os JSCP, desde 1996 as empresas brasileiras possuem a possibilidade de distribuir dinheiro para os seus acionistas, além de utilizar dividendos, com o pagamento de JSCP. Embora os dividendos não sofram tributação ao nível do investidor, também não são dedutíveis para a base de cálculo do imposto de renda das empresas, já os JSCP são tributáveis para o investidor e dedutíveis para a empresa, sendo que quando comparados os JSCP são mais vantajosos em relação aos dividendos, uma vez que possui uma carga tributária líquida menor, apesar destas vantagens, as empresas possuem alguns limites legais como teto para pagar JSCP (Boulton, Braga-Alves, & Shastri, 2012).

Apesar do Brasil, assim como outros mercados emergentes, ter um nível inferior de proteção para os investidores e possuir alta concentração, não se descarta a possibilidade da existência do prêmio de dividendos. Diversos outros estudos, conforme já citado, têm apontado a presença do prêmio mesmo em mercados emergentes e com menor nível de proteção. Sobre a concentração, apesar do potencial de enfraquecer a tendência do gestor em atender os acionistas minoritários, Lee (2010) aponta que a política de dividendos pode ser influenciada pela expectativa dos minoritários, com a reputação corporativa tendo a função de alinhar os incentivos de gestores com a demanda destes acionistas.

No Brasil também, devido a um histórico de altas taxas de juros, pode haver uma propensão adicional de investidores procurarem grandes pagadores de dividendos, principalmente em períodos de queda de juros, já que os dividendos podem ser vistos como substitutos aos títulos de renda fixa, como apontado por Hartzmark e Solomon (2019).

As especificidades presentes no mercado brasileiro fazem com que, para se testar os incentivos de *catering*, sejam tomados cuidados adicionais em comparação a alguns estudos realizados em outros países. Desta maneira, devido ao dividendo obrigatório, deve ser levado em conta o nível de dividendo distribuído, e não apenas uma divisão entre empresas pagadoras e não pagadoras, semelhante ao proposto por Li e Lie (2006). Também faz se

necessário adicionar os valores pagos na forma de JSCP, já que também compõem a remuneração total entregue ao acionista.

3 MÉTODO DE PESQUISA

Visando o alcance do objetivo proposto por este trabalho, serão analisados dados de uma amostra composta por empresas não financeiras com ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). A coleta de dados cobriu o período entre 1996 e 2020. Este período foi escolhido pelo fato de 1996 ter sido o ano em que passou a vigorar os juros sobre capital próprio para as empresas brasileiras e também pela estabilização inflacionária após a implantação do Plano Real. Estes dados foram coletados junto ao sistema Economatica®. Foram mantidas na amostra apenas as empresas com negociação ativa e que, durante o período, apresentaram dados por mais de 5 anos. A Tabela 1 traz uma relação da quantidade por setor destas empresas que compõe a amostra.

Tabela 1: Setores e quantidade de empresas na amostra

Setor	Quantidade	Setor	Quantidade
Bens industriais	42	Outros	5
Comunicações	3	Petróleo gás e biocombustíveis	8
Consumo cíclico	62	Saúde	13
Consumo não cíclico	18	Tecnologia da informação	4
Materiais básicos	26	Utilidade pública	42
		Total geral	223

Fonte: Elaborado pelos autores

Quanto às variáveis a serem utilizadas no modelo, o *payout* será adotado como variável dependente, com os JSCP acrescidos aos dividendos. Este indicador mensura o percentual de dividendos distribuídos em relação ao lucro líquido da empresa. Conforme comentado anteriormente, pelo fato da existência do dividendo obrigatório, se faz necessária a utilização deste índice, já que a separação proposta por Baker e Wurgler (2004a), entre empresas pagadoras e não pagadoras, não capturaria a decisão real dos gestores, uma vez que existem empresas no Brasil que distribuem dividendos apenas para cumprimento legal ou contratual. Com isso, espera-se que as empresas, mesmo as que normalmente distribuem apenas o obrigatório, aumentem seus índices de pagamento em momentos de alta demanda visando obter o prêmio de dividendos. Li e Lie (2006) também indicam a utilização do *payout*, por ser a decisão de quanto pagar tomada com maior frequência.

No Brasil, a taxa de distribuição é calculada com base no lucro líquido ajustado, os ajustes ocorrem em decorrência de reservas de lucros que são estipuladas pela Lei n. 6.404 (1976), estas reservas reduzem ou aumentam (nos casos de reversão) a parcela de lucros destinada para o pagamento dos dividendos obrigatórios, sendo classificadas como reserva legal, reserva para contingências, reserva de incentivos fiscais, reserva de lucros a realizar e reserva especial. Para o cálculo do lucro líquido ajustado foi utilizado o valor do lucro líquido acrescido dos saldos do período anterior das contas de reservas de lucros e de lucro ou prejuízos acumulados (já que as reservas servem também para compensar prejuízos passados) e subtraído os valores atuais das mesmas contas.

Com relação à variável independente principal, originalmente, para mensurar o prêmio de dividendos, Baker e Wurgler (2004a) utilizaram a diferença entre o logaritmo natural do índice *market-to-book* médio de empresas pagadoras e não pagadores, porém, devido também

a presença do dividendo obrigatório, neste trabalho são propostas duas alternativas para identificar a demanda dos investidores por dividendos.

Dado que a comparação entre empresas pagadoras e não pagadoras não é adequada para o contexto brasileiro, a primeira proposta foi adaptar o cálculo do prêmio de dividendos, substituindo a separação original pela separação entre empresas que pagam acima do dividendo obrigatório das demais empresas, que são as que possuem um *payout* igual ou inferior ao obrigatório. A Lei n. 6.404 (1976) estipula que é o estatuto da empresa que deve definir a parcela do lucro líquido ajustado que é distribuída como dividendo obrigatório, e 50% é o designado para os casos em que o estatuto é omisso. A mesma Lei também determina que, para estes casos de omissão, quando a assembléia geral resolver alterar o estatuto e definir o dividendo obrigatório, a parcela não poderá ser inferior a 25%. Desta maneira, para este trabalho, optou-se por considerar 25% de *payout* como padrão para separar as empresas que pagam acima do obrigatório das demais.

A outra solução proposta, na tentativa de capturar o efeito da demanda dos investidores por dividendos, foi a utilização de uma variável *dummy*, cujos valores são definidos com base em dois índices de ações. O Ibovespa é o mais importante índice de mercado da bolsa brasileira, ele reflete o desempenho médio dos principais ativos listados na B3, no país também existe o Índice Dividendos (IDIV), que é uma carteira teórica elaborada pela mesma B3, a qual é composta por ativos de empresas que se destacam quanto ao pagamento de dividendos e JSCP (B3, 2021). Desta maneira, a variável *dummy* (Prêmio IDIV) foi construída assumindo o valor 1 para os períodos em que IDIV obteve retorno superior ao Ibovespa, ou seja, quando os ativos dos grandes pagadores de dividendos foram os mais valorizados pelos investidores, com isso, sendo uma *proxy* para os incentivos de *catering*.

Já as variáveis independentes de controle adotadas foram: tamanho da empresa, oportunidades de investimento, rentabilidade, ciclo de vida, nível de endividamento, liquidez corrente e dividendos do ano anterior. Destas variáveis, as três primeiras foram as empregadas no trabalho de Fama e French (2001), já as demais foram escolhidas por serem utilizadas em diversos trabalhos sobre o tema.

Para representar o tamanho foi utilizado o logaritmo natural dos ativos, sendo esperada uma relação positiva com o nível de distribuição. As oportunidades de investimento tiveram como *proxy* a variação das receitas, empresas com maiores oportunidades normalmente irão reter o máximo de lucro possível, posto que necessitam de recursos para financiar seus projetos. Para medir a rentabilidade foi escolhido o indicador de retorno sobre o ativo (*Return on Assets* - ROA), conforme apontado por diversos estudos, as empresas mais lucrativas tendem a ter um nível maior de distribuição, e no Brasil, essa variável é considerada uma das com maior poder explicativo (Vancin & Procianoy, 2016).

Já para retratar o ciclo de vida, medida de maturidade da empresa, foi empregado o indicador proposto por DeAngelo et al. (2006), que mede a razão entre os lucros retidos acumulados e o patrimônio líquido (*retained earnings / total equity* - RE/TE). Vários autores que utilizaram este parâmetro encontraram uma relação positiva com os dividendos, destacando que empresas maduras possuem maior potencial de distribuir lucros (Denis & Osobov, 2008; Al-Ajmi & Hussain, 2011; Coulton & Ruddock, 2011; Kuo et al., 2013; Hauser, 2013; Budiarso et al., 2019; Dixit et al., 2020; Baker et al., 2021; Mai & Setiawan, 2021). Como no Brasil as sociedades por ações realizam as reservas de lucros e de capital, o saldo desta contas foram adicionados na conta lucros ou prejuízos acumulados para calcular os lucros retidos acumulados das empresas.

Para o endividamento é esperada uma relação inversa, já que as empresas com mais dívidas precisam reter caixa para cumprir suas obrigações (Vancin & Procianoy, 2016). Essa

variável foi mensurada pela razão entre o total de dívidas (de curto e longo prazo) e o patrimônio líquido. A liquidez corrente, medida pela razão entre ativo circulante e passivo circulante, também é um fator importante para a decisão de pagar dividendos, pois mesmo sendo lucrativa, a empresa deve ter recursos suficientes para não comprometer sua situação financeira ao realizar a distribuição de caixa para o acionista (Azmi & Bertuah, 2020). Sobre os dividendos pagos no ano anterior, levando em conta que os gestores procuram manter o nível de pagamentos estáveis, como destacado por Lintner (1956) e estudos posteriores, é esperada uma relação positiva dessa variável com o *payout* do momento atual. Todas estas variáveis citadas e suas respectivas fórmulas são apresentadas, com mais detalhes, na Tabela 2.

Tabela 2 - Variáveis pertencentes ao estudo

Tipo	Variável	Fórmula/Representação
Dependente	*Payout* (P)	$\frac{Dividendos+JSCP\ pagos}{Lucro\ Líquido\ Ajustado}$
Independente Principal	Prêmio de dividendos (PD ou PIDIV)	$Ln\ market\ to\ book\ médio\ grandes\ pagadores - Ln\ market\ to\ book\ médio\ demais\ empresas$
		Variável *Dummy* que assume o valor 1 quando o retorno do IDIV for superior ao do IBOVESPA
Independentes de Controle	Tamanho (Tam)	$Ln\ Ativo\ Total$
	Oportunidades de Investimento (OP)	$\Delta\ Receita$
	Rentabilidade (ROA)	$\frac{Lucro\ Líquido}{Ativo\ Total}$
	Ciclo de Vida (RETE)	$\frac{Lucros\ Retidos\ Acumulados}{Patrimônio\ Líquido}$
	Endividamento (Endiv)	$\frac{Dívidas}{Patrimônio\ Líquido}$
	Liquidez Corrente (LC)	$\frac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$
	Dividendos pagos no ano anterior (DP)	$\frac{Dividendos+JSCP\ pagos}{Ativo\ Total}$

Fonte: Elaborado pelos autores

Desta maneira, os modelos para verificar a influência dos incentivos de *catering* e das características das empresas no nível de distribuição de dividendos pode ser expresso nas equações 1 e 2.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 * PD_{t-1} + \beta_2 * TAM_{it} + \beta_3 * OP_{it} + \beta_4 * ROA_{it} + \beta_5 * RETE_{it} + \beta_6 * ENDIV_{it} + \beta_7 * LC_{it} + \beta_8 * DP_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 * PDIV_t + \beta_2 * TAM_{it} + \beta_3 * OP_{it} + \beta_4 * ROA_{it} + \beta_5 * RETE_{it} + \beta_6 * ENDIV_{it} + \beta_7 * LC_{it} + \beta_8 * DP_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Esses modelos foram testados com a utilização do método de regressão com dados em painel. Os dados em painel possuem, de forma combinada, a dimensão temporal e a espacial, neste método, as unidades de cortes transversais (dados das empresas) são acompanhadas ao longo de um período estabelecido (Gujarati & Porter, 2011). O método apresenta melhor

adequação no exame das dinâmicas nas variações das observações, detectando com mais eficiência os efeitos, comparado aos estudos que utilizam apenas cortes transversais ou apenas séries temporais, e possibilitando a obtenção de dados mais informativos e com menor colinearidade entre as variáveis (Gujarati & Porter, 2011).

Para o primeiro modelo foram considerados dados do período entre 1998 e 2020, já que para se obter o lucro líquido ajustado foram necessárias informações de dois anos das contas de reservas de lucros e de lucro ou prejuízos acumulados, e para a variável prêmio de dividendos foi realizada a defasagem de um ano, conforme indicado por Baker e Wurgler (2004a), com isso, dois anos dos dados coletados foram descartados para a etapa de análise. Já para o segundo modelo, uma vez que a série histórica do IDIV teve início apenas em 2006, foram abordados apenas dados do período entre 2006 e 2020. Após a realização dos destes de Chow, Breush-Pagan e Hausman, foram definidas as regressões com efeitos fixos para o primeiro modelo e com efeitos aleatórios para o segundo modelo. Na próxima seção são apresentados e discutidos os resultados obtidos com a análise dos dados e aplicação dos modelos.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Conforme descrito na seção anterior, de forma adaptada, foi mensurado o prêmio de dividendos para as empresas brasileiras. Na Figura 1 é destacada a variação anual dos valores obtidos com o cálculo durante o período de dados da amostra.

Figura 1: Prêmio de dividendos para as empresas brasileiras
Fonte: Elaborado pelos autores

Com a Figura 1 é possível verificar uma mudança na demanda dos investidores por ativos de grandes pagadores de dividendos, onde as empresas que possuem um *payout* acima dos 25%, em comparação com as demais, são mais valorizadas em alguns anos e em outros menos. Para conhecer afundo as fontes dessa variação, o que não está dentro do escopo deste trabalho, é necessário a realização estudos adicionais.

De forma alternativa, também com a intenção de capturar os incentivos de *catering*, foram coletados dados dos retornos anuais do IDIV e do Ibovespa. A Figura 2 apresenta a variação anual destes dois índices durante o período de dados disponíveis.

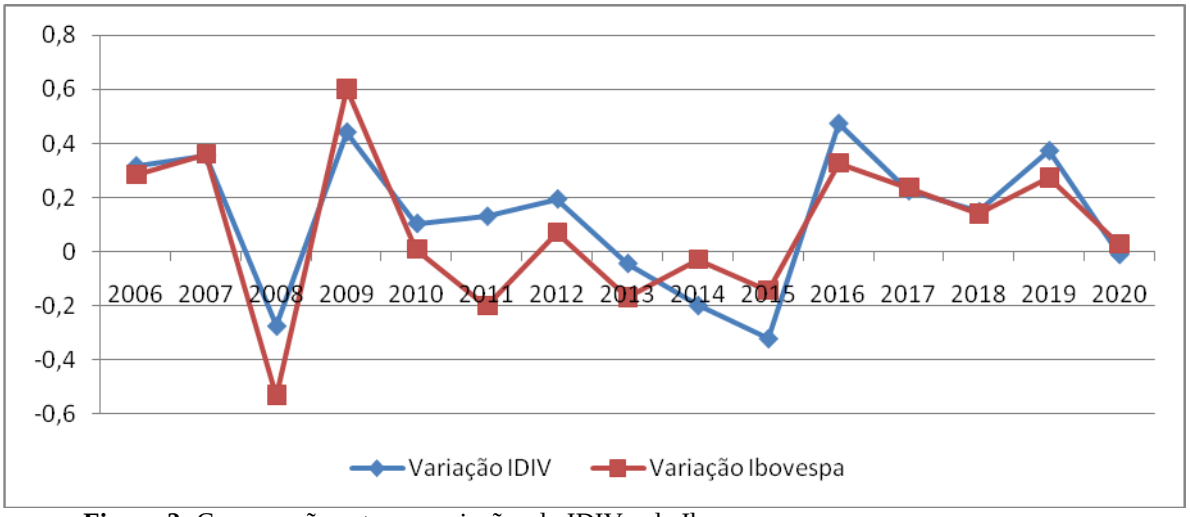

Figura 2: Comparação entre as variações do IDIV e do Ibovespa
Fonte: Elaborado pelos autores

Conforme mencionado na seção anterior, estes dados foram utilizados para construção de uma variável *dummy*, destacando que para os anos em que o IDIV alcançou retorno superior ao do Ibovespa, existiu uma demanda maior por dividendos, ou seja, nestes anos houve um maior interesse dos investidores por ativos de empresas que se destacaram pela distribuição de dividendos e JSCP. Apesar destas variáveis serem construídas para demonstrar uma alteração na expectativa dos investidores ao longo dos anos, cabe salientar que, de forma isolada, não trazem nenhuma evidência da existência dos incentivos de *catering*, já que mesmo destacando uma possível variação na demanda dos investidores, é necessário ainda verificar se os gestores levam essa demanda em consideração na definição da política de dividendos das empresas.

Sobre as demais variáveis presentes no estudo, a Tabela 3 traz algumas das principais estatísticas descritivas do período entre 1998 e 2020.

Tabela 3: Estatísticas descritivas

Variável	Obs.	Média	Desv. Padrão	Coef. Variação	Mínimo	Máximo
Payout	3.371	0,67	0,61	0,92	0,00	2,58
Tam	4.118	14,31	2,13	0,15	3,56	20,71
OP	3.786	0,14	0,24	1,77	-0,35	0,90
ROA (%)	4.104	4,10	6,85	1,67	-12,90	18,80
RETE	4.116	0,10	0,74	7,70	-3,09	0,76
Endiv (%)	4.115	93,98	113,20	1,20	0,00	521,10
LC	4.101	2,00	1,66	0,83	0,40	8,60
DP	3.777	0,02	0,03	1,32	0,00	0,13

Fonte: Elaborado pelos autores

Para as observações dessas variáveis, com exceção do Tamanho (o qual foi calculado pelo logaritmo natural do ativo), foi realizado o procedimento de winsorização. O procedimento é feito com a intenção de reduzir a presença de *outliers*, ele "consiste em aparar os valores extremos (acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos), substituindo-os pelos valores menores e maiores remanescentes na distribuição" (Fortunato, Funchal, & Motta, 2012, p. 87). O tratamento contou com a substituição de 3% das observações para cada extremo, esse percentual foi adotado por cobrir a maior parte dos

outliers considerando uma análise de amplitude interquartil (AIQ) da variável *payout*, realizada conforme as equações 3 e 4.

$$X^O < Q_1 - 1{,}5 * AIQ \qquad (3)$$

$$X^O > Q_3 + 1{,}5 * AIQ \qquad (4)$$

Pela Tabela 3 pode ser visto que o índice RETE foi o que apresentou o maior coeficiente de variação, denotando a presença na amostra de empresas em estágios de amadurecimento bem distintos. Para todas as variáveis existiram dados omissos, isso se deve aos anos em que algumas empresas não estavam com negociação ativa e pela exclusão de observações que foi realizada para os períodos em que o patrimônio líquido foi negativo, já que o cálculo de algumas variáveis, como RETE e Endiv, ficaria prejudicado com a utilização de valores de base negativos.

Sobre os índices de correlação, na Tabela 4 são apresentados os coeficientes (juntamente com o nível de significância) para cada par de variáveis.

Tabela 4: Matriz de correlação *spearman*

Variável	Payout	Tam	OP	ROA	RETE	Endiv	LC	DP
Payout	1							
Tam	0,1527	1						
	(0)***							
OP	0,0262	0,0269	1					
	(0,1402)	(0,13)						
ROA	0,315	-0,0233	0,1667	1				
	(0)***	(0,1889)	(0)***					
RETE	0,4103	0,1332	0,0265	0,4807	1			
	(0)***	(0)***	(0,1362)	(0)***				
Endiv	-0,1217	0,3564	0,0179	-0,3554	-0,2463	1		
	(0)***	(0)***	(0,3145)	(0)***	(0)***			
LC	0,1472	-0,1867	-0,0197	0,2884	0,1696	-0,3969	1	
	(0)***	(0)***	(0,2664)	(0)***	(0)***	(0)***		
DP	0,5112	0,1116	-0,0258	0,5659	0,4736	-0,2031	0,2046	1
	(0)***	(0)***	(0,1455)	(0)***	(0)***	(0)***	(0)***	

Fonte: Elaborado pelos autores
Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Conforme os dados da Tabela 4, os coeficientes mais destacados foram os das correlações entre os Dividendos Pagos (variável defasada) com o *payout* e com o ROA, dando indícios que os dividendos pagos anteriormente podem ter relação com o nível de dividendos atuais (tendência de estabilidade nos pagamentos) e podem sinalizar rentabilidade futura, conforme apontado por diversos estudos na literatura. A variável RETE também apresentou coeficientes destacados (correlação com ROA, DP e *payout*), os quais denotam que as empresas mais maduras da amostra foram as que atingiram maior rentabilidade e pagaram mais dividendos.

Outra variável que também pode ser mencionada é o Endiv, que obteve coeficientes que indicam que as empresas mais endividadas da amostra tendem a ser maiores, com menor rentabilidade e menor nível de liquidez corrente. Vale destacar que, como as variáveis

presentes neste estudo não apresentaram uma distribuição normal (conforme identificado com a realização do teste de Shapiro-Francia), a matriz da Tabela 4 foi construída com a correlação de *spearman*, a qual é a indicada para os casos onde as variáveis possuem uma distribuição com esse comportamento.

Após a construção e tratamento das variáveis e da realização dos testes já mencionados, foram aplicados os modelos de regressão. A Tabela 5 apresenta os resultados para o primeiro modelo.

Tabela 5: Resultados do modelo com o Prêmio de Dividendos (efeitos fixos)

Variável dependente: Payout	Coeficientes (estatística t)				
Variáveis independentes:	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5
Tamanho	0,0060519	-0,0033447	-0,0038839	-0,0025139	0,0000591
	(0,35)	(-0,25)	(-0,29)	(-0,15)	(0)
Oportunidades de investimento	-0,0677192	-0,0829277	-0,0823386	-0,0739977	-0,024726
	(-1,35)	(-1,9)*	(-1,89)*	(-1,51)	(-0,55)
Rentabilidade	0,0103381	0,0047759	0,0048058	0,0038144	-0,0007498
	(4,53)***	(2,34)**	(2,36)**	(1,65)	(-0,35)
Ciclo de vida		0,1584867	0,1582465	0,1420463	0,1386976
		(7,53)***	(7,52)***	(6,36)***	(5,68)***
Prêmio de dividendos			0,0128601	0,0115453	0,0026119
			(0,53)	(0,43)	(0,11)
Endividamento				-0,000137	-0,0001079
				(-0,78)	(-0,68)
Liquidez corrente				0,0482925	0,0442113
				(3,21)***	(3,27)***
Dividendos anteriores					3,244258
					(7,32)***
Constante	0,5333796	0,6782414	0,6852038	0,5930212	0,4961135
	(2,09)**	(3,42)***	(3,44)***	(2,41)**	(2,42)**
Número de Observações	3.243	3.243	3.243	3.243	3.172
Significância modelo (Prob > F)	0,0002***	0***	0***	0***	0***
R^2	0,309	0,406	0,4034	0,3323	0,4062
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0***	0,0799*	0,0807*	0,0325**	0,9414
Modelo robusto	Sim	Não	Não	Sim	Não
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,02	1,19	1,16	1,29	1,36
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,2628	0,2478	0,2517	0,2241	0,0459**
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,00001***	0,00001***	0,00001***	0,00001***	0,00001***

Fonte: Elaborado pelos autores
Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Na Tabela 5 podem ser vistos os resultados de um total de cinco regressões, as quais foram realizadas a partir do primeiro modelo. A primeira regressão traz apenas as variáveis do estudo de Fama e French (2001), sendo as demais variáveis independentes acrescentadas nas regressões das colunas seguintes. Para a primeira regressão apenas a rentabilidade apresentou significância, indicando uma relação positiva com o *payout*, já para segunda, com a presença de quatro variáveis explicativas, oportunidades de investimento (relação negativa) e ciclo de

vida (relação positiva) também foram significantes, com a inclusão do ciclo de vida trazendo um relevante aumento explicativo para o modelo, como pode ser visto pelo valor do R^2, que foi de 0,309 para 0,406.

Já na terceira regressão, com a inclusão do Prêmio de Dividendos, principal variável independente de interesse para este estudo, houve uma queda do poder explicativo para o modelo, permanecendo apenas a três variáveis citadas anteriormente como significantes. Para a quarta e quinta regressão, apenas ciclo de vida, liquidez corrente e dividendos anteriores foram significantes.

Vale destacar que foram executados testes dos pressupostos para todas as regressões (conforme também apresentado na Tabela 5), onde todas apresentaram um nível de multicolinearidade aceitável (VIF médio menor que 10) e apenas a quinta regressão teve apontado o problema da existência de autocorrelação dos resíduos. Já com relação ao teste de Shapiro-Francia, todas as regressões tiveram rejeitada a hipótese de normalidade dos resíduos, desta forma, as considerações sobre os resultados destas regressões ficam limitadas para as empresas da amostra no período abordado.

Pode ser visto de forma geral que, com a utilização deste modelo, a principal variável independente de interesse em nenhuma das configurações obteve significância estatística, ou seja, não foi encontrada evidência de que o prêmio de dividendos possui influência no nível de pagamento das empresas brasileiras não financeiras. Vale lembrar que a variável foi construída de forma adaptada, já que o regulamento de dividendos obrigatórios impede a realização do cálculo original proposto por Baker e Wurgler (2004a). Sobre as demais variáveis independentes, tamanho e endividamento também não obtiveram significância dentro das regressões realizadas, já oportunidades de investimento, rentabilidade, ciclo de vida, liquidez corrente e dividendos anteriores foram significantes em pelo menos uma regressão.

As evidências apontadas na Tabela 5 indicam que, em resumo, as empresas com menos oportunidades de investimentos, maior rentabilidade, mais maduras, com maior liquidez e que pagaram maiores volumes de dividendos no ano anterior tendem a ter uma política de dividendos com maior *payout*.

Na busca de mais uma tentativa de identificar a presença dos incentivos de *catering*, foram realizados os teste considerando o Prêmio IDIV como *proxy* para a demanda dos investidores por dividendos. Os resultados deste modelo são apresentados na Tabela 6.

Tabela 6: Resultados do modelo com o Prêmio IDIV (efeitos aleatórios)

Variável dependente: Payout	Coeficientes (estatística z)				
Variáveis independentes:	Regressão 6	Regressão 7	Regressão 8	Regressão 9	Regressão 10
Tamanho	0,052297	0,0344599	0,0348612	0,0433309	0,0437038
	(4,78)***	(3,35)***	(3,4)***	(4,07)***	(4,21)***
Oportunidades de investimento	-0,1446928	-0,1508358	-0,1609824	-0,1587336	-0,0811544
	(-2,78)***	(-2,99)***	(-3,18)***	(-3,15)***	(-1,59)
Rentabilidade	0,0132079	0,0045245	0,0044352	0,0036446	-0,0048583
	(5,17)***	(1,84)*	(1,8)*	(1,47)	(-1,86)*
Ciclo de vida		0,2177246	0,2181934	0,2046668	0,1927539
		(8,91)***	(8,95)***	(7,47)***	(7,06)***
Prêmio IDIV			0,0519693	0,0523325	0,0436198
			(2,21)**	(2,23)**	(1,88)*
Endividamento				-0,0000449	-0,0000126
				(-0,3)	(-0,09)
Liquidez corrente				0,0415206	0,041968

				(3,64)***	(3,69)***
Dividendos anteriores					4,503145
					(10,06)***
Constante	-0,1627016	0,1153469	0,0802948	-0,1174525	-0,2060678
	(-0,97)	(0,74)	(0,52)	(-0,72)	(-1,29)
Número de Observações	2.439	2.439	2.439	2.439	2.394
Significância modelo (Prob > F)	0***	0***	0***	0***	0***
R^2	0,0592	0,1027	0,1043	0,1042	0,1556
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0***	0,2805	0,3145	0,1328	0,9556
Modelo robusto	Sim	Não	Não	Não	Não
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,02	1,19	1,16	1,27	1,34
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,5426	0,5679	0,5732	0,6330	0,6410
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,00001***	0,00001***	0,00001***	0,00001***	0,00001***

Fonte: Elaborado pelos autores
Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

As regressões executadas para o modelo 2, conforme apresentado na Tabela 6, seguem uma separação semelhante as do modelo 1. Assim como na sexta regressão, na sétima temos todas as variáveis independentes com significância estatística, com o *payout* sendo positivamente relacionado com tamanho, rentabilidade e ciclo de vida, e negativamente com oportunidades de investimento, desta forma, os coeficientes atingiram sinais de acordo com o esperado, e tal como no modelo 1, o ciclo de vida trouxe aumento para o poder explicativo. Vale lembrar que essas regressões foram efetuadas com o período da amostra reduzido e com um modelo de efeitos aleatórios, diferente das regressões do modelo 1 que tiveram efeitos fixos.

Para a oitava regressão, com a inclusão da variável independente de principal interesse, além das relações destacadas nas regressões anteriores, temos o nível de *payout* sendo positivamente relacionado com o prêmio IDIV, ou seja, nos anos em o Índice Dividendos alcançou retorno superior ao do Ibovespa as empresas brasileiras não financeiras apresentaram uma tendência de aumento no nível de distribuição dos dividendos. Desta maneira, temos uma evidência da presença dos incentivos de *catering* para o Brasil, com o *payout* sendo influenciado não só pelas características das empresas, mas também pela demandada dos investidores por dividendos.

A variável prêmio IDIV permaneceu consistente nas outras configurações do modelo (nona e décima regressão), sendo estatisticamente significativa a cinco ou a dez por cento. Para as duas últimas regressões também tivemos a liquidez e os dividendos anteriores positivamente relacionados com o *payout*, já o endividamento não alcançou significância em nenhuma destas regressões. Tamanho e ciclo de vida foram as outras variáveis que permaneceram consistentes, já a rentabilidade e o ciclo de vida não foram significativos em todas as regressões em que estiveram presentes.

Sobre os testes dos pressupostos, apenas para a sexta regressão foi exigida a correção pelo modelo robusto. Todas as cinco regressões do modelo 2 tiveram um nível de multicolinearidade aceitável e não apresentaram problema de autocorrelação, porém tiveram a hipótese de normalidade dos resíduos rejeitada, com isso, as considerações sobre os resultados ficam restritos as empresas e período da amostra.

De forma resumida, os resultados deste modelo indicaram que o pagamento de dividendos das empresas brasileiras não financeiras é definido por pelo menos três tipos de determinantes, que são: (i) as características das empresas (como tamanho, oportunidades de investimento, rentabilidade, nível de amadurecimento, e liquidez corrente), (ii) os dividendos pagos no período anterior e (iii) a demanda dos investidores por dividendos, manifestada pela maior valorização dos ativos de grandes pagadores em alguns momentos. Os coeficientes apresentados na Tabela 6 apontaram que, na média, as empresas da amostra aumentam aproximadamente entre 4% e 5% o nível de *payout* para os anos em que os ativos dos grandes pagadores de dividendos são os mais valorizados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Brasil está entre os países que adotam a obrigatoriedade no pagamento de dividendos. Este tipo de lei visa proteger os acionistas, principalmente minoritários, da arbitrariedade dos gestores quanto à decisão de destinação dos lucros, garantindo uma participação no fluxo de caixa gerado pelas empresas lucrativas. Ao mesmo tempo em que traz maior segurança para investidores, o pagamento obrigatório pode reduzir a disponibilidade de recursos internos que, de outra forma, poderiam ser reinvestidos em projetos lucrativos, o que beneficiaria a empresa e, consecutivamente, seus acionistas.

A decisão de reter ou distribuir lucros tem sido foco de discussão por um longo tempo dentro da literatura de finanças. Fatores como as próprias características das empresas estão entre os principais determinantes do pagamento de dividendos. Estudos têm apontado que empresas maiores, mais lucrativas, com menores oportunidades de investimento e maduras são as melhores candidatas a pagar dividendos (Fama & French, 2001; DeAngelo et al., 2006). As evidências destes e de outros estudos indicam que tratar todas as empresas como iguais, obrigando a pagar dividendos, pode não ser o melhor caminho.

Além das características das empresas, e da tendência de estabilidade nos pagamentos, a literatura tem mostrado que o desejo dos investidores também pode influenciar a política de dividendos das empresas (Baker & Wurgler, 2004a). Com isso, em momentos de alta demanda por dividendos, ativos de pagadores são mais valorizados, o que incentivaria gestores das empresas em geral a modificarem o *payout* na busca do chamado prêmio de dividendos.

Considerando estas e outras discussões trazidas anteriormente, este estudo buscou analisar os determinantes do nível de pagamento das empresas brasileiras não financeiras, principalmente investigando se a demanda dos investidores é levada em conta por gestores na definição da política de dividendos.

No intuito de capturar o impacto da demanda por dividendos no *payout* das empresas, foram propostas duas soluções. A primeira tentativa contou com uma modificação no cálculo do prêmio originalmente apresentado por Baker e Wurgler (2004), a fim de adaptá-lo ao contexto brasileiro, separando os grandes pagadores (com *payout* acima de 25%) das demais empresas. Já para a segunda tentativa, foi proposta a construção de uma variável *dummy* (Prêmio IDIV), a qual assumiu o valor 1 nos anos em que o IDIV obteve retorno superior ao Ibovespa, considerando que nestes anos houve uma maior procura dos investidores pelos ativos de empresas que se destacaram pelo pagamento de dividendos e JSCP.

Para a primeira tentativa, a variável que representou o prêmio de dividendos não foi significante, desta forma, a adaptação do cálculo original não trouxe indícios dos chamados incentivos de *catering*. Já com a utilização do Prêmio IDIV, a variável de interesse apresentou uma relação positiva com o *payout*, indicando que quando a demanda dos investidores foi maior, as empresas buscaram aumentar o nível de pagamento de dividendos, com isso,

servindo de evidência de que os gestores podem levar em consideração o desejo dos investidores.

De forma geral, os resultados obtidos neste estudo demonstraram que, para as empresas da amostra, a distribuição de dividendos é negativamente relacionada com suas oportunidades de investimento e positivamente com tamanho, rentabilidade, ciclo de vida, liquidez corrente, dividendos pagos no período anterior e com a demanda dos investidores. Os coeficientes encontrados indicaram que, na média, quando existe a percepção de que os ativos de grandes pagadores são os mais valorizados, existiu um crescimento em cerca de 4% e 5% no *payout* das empresas.

As evidências trazidas neste trabalho denotam que, para o contexto brasileiro, além do mecanismo legal (obrigatoriedade dos dividendos), os incentivos de mercado podem levar os gestores a tomarem decisões de dividendos em acordo com o interesse de investidores. Considerando que a distribuição dos lucros também é impactada pelas características das empresas, existindo diferentes fatores que definem a necessidade de reter recursos, dar uma maior discricionariedade para gestores pode ser uma opção a ser levada em conta. Desta maneira, independente das particularidades legais, ao analisar as oportunidades de investimento disponíveis e a demanda por dividendos no mercado, assim como outras variáveis, os gestores teriam o poder para, caso julgarem ser mais vantajoso, reter todo o lucro para reinvestimento.

Apesar desse trabalho trazer indícios de que a obrigatoriedade dos dividendos não ser algo tão essencial, já que os investidores possuem outra maneira de obter os dividendos, faz se necessário ainda o aprofundamento do tema antes de se ter a conclusão de que a extinção dessa lei é o ideal. Com isso, fica a sugestão da realização de estudos que busquem identificar os demais fatores que possam estar relacionados com a lei, como por exemplo, poderia ser investigado se a obrigatoriedade reduz a função de sinalização dos dividendos, ou se os dividendos obrigatórios ajudam a mitigar conflitos de agência. A execução de pesquisas com este tema ajudaria a se obter um número maior de argumentos, positivos ou negativos, sobre uma possível mudança de legislação.

Vale destacar também que este trabalho possui algumas limitações. Como a literatura aponta uma grande quantidade de fatores que podem influenciar o *payout* das empresas, as regressões propostas não levaram todos em consideração, mantendo apenas os mais citados na literatura revisada, a fim de deixar o modelo mais parcimonioso. Também vale ressaltar que, nas regressões realizadas, o pressuposto de normalidade dos resíduos não foi atendido, com isso, todas as considerações feitas ficam restritas para as empresas e período da amostra.

REFERÊNCIAS

Al-Ajmi, J., & Hussain, H. A. (2011). Corporate dividends decisions: evidence from Saudi Arabia. *Journal of Risk Finance , 12* (1), pp. 41-564.

Andrikopoulos, P., El-Ansary, O., & Hassan, W. I. (2020). The propensity to pay dividends: Empirical evidence from the MENA region. *International Journal of Banking, Accounting and Finance , 11* (1), pp. 136-171.

Azmi, I. H., & Bertuah, E. (2020). Accounting. *The effect of life-cycle stage through cash flow approach on dividend policy of manufacturing companies , 6* (7), pp. 1383-1390.

B3. (2021). *Índice Dividendos (IDIV B3)*. Acesso em 31 de 08 de 2021, disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/indice-dividendos-idiv.htm

Baker, H. K., Dam, L., & Ridder, A. (2021). Payouts and stock ownership. *Journal of Multinational Financial Management , 60*.

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

Baker, M., & Wurgler, J. (2004a). A catering theory of dividends. *Journal of Finance , 59* (3), pp. 1125-1165.

Baker, M., & Wurgler, J. (2004b). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics , 73* (2), pp. 271-288.

Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance , 18* (4), pp. 968-979.

Budiarso, N. S., Subroto, B., Sutrisno, T., & Pontoh, W. (2019). Dividend catering, life-cycle, and policy: Evidence from Indonesia. *Cogent Economics and Finance , 7* (1), pp. 1-15.

Byun, J., Kim, K., Liao, R. C., & Pan, C. (2021). The Impact of Investor Sentiment on Catering Incentives around the World. *Journal of International Financial Markets , 71*, pp. 1-15.

Coulton, J. J., & Ruddock, C. (2011). Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory. *Accounting and Finance , 51* (2), pp. 381-407.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics , 81* (2), pp. 227-254.

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

Dewasiri, N. J., & Banda, Y. K. (2016). Why do companies pay dividends?: A comment. *Corporate Ownership and Control , 13* (2), pp. 443-453.

Dixit, B. K., Gupta, N., & Saurabh, S. (2020). Dividend policy in India: reconciling theory and evidence. *Managerial Finance , 46* (11), pp. 1437-1453.

ElBannan, M. A. (2020). Does catering behavior persist? Evidence on dividend sentiment in emerging financial markets. *International Review of Economics and Finance , 69*, pp. 350-373.

Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics , 60* (1), pp. 3-43.

Ferris, S. P., Jayaraman, N., & Sabherwal, S. (2009). Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence. *Journal of Banking and Finance , 33* (9), pp. 1730-1738.

Fortunato, G., Funchal, B., & Motta, A. P. (2012). Impacto dos investimentos no desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie , 13* (4), pp. 75-98.

Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business , 75* (3), pp. 387-424.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica* (5 ed.). São Paulo: AMGH Editora.

Hartzmark, S. M., & Solomon, D. H. (2019). The Dividend Disconnect. *Journal of Finance , 74* (5), pp. 2153-2199.

Hauser, R. (2013). Did dividend policy change during the financial crisis? *Managerial Finance , 39* (6), pp. 584-606.

Kim, S., Park, S. H., & Suh, J. (2018). A J-shaped cross-sectional relation between dividends and firm value. *Journal of Corporate Finance , 48*, pp. 857-877.

Kuo, J. M., Philip, D., & Zhang, Q. (2013). What drives the disappearing dividends phenomenon? *Journal of Banking and Finance , 37* (9), pp. 3499-3514.

Labhane, N. (2019). Impact of catering incentives on dividend payment decisions: Evidence from Indian firms. *Asian Journal of Business and Accounting , 12* (2), pp. 93-120.

Lee, K. F. (2010). Retail minority shareholders and corporate reputation as determinant of dividend policy in Australia. *Pacific Basin Finance Journal , 18* (4), pp. 351-368.

LEI n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976). Fonte: Dispõe sobre as Sociedades por Ações: Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm

Li, W., & Lie, E. (2006). Dividend changes and catering incentives. *Journal of Financial Economics , 80* (2), pp. 293-308.

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

Mai, M. U., & Setiawan. (2021). Dividend policy on IPOs companies in Indonesia: A life cycle theory test. *WSEAS Transactions on Business and Economics , 18*, pp. 21-30.

Martins, T. C., & Novaes, W. (2012). Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? *Journal of Corporate Finance , 18* (4), pp. 953-967.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business , 34* (4), pp. 411-433.

Neves, M. E. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance , 14* (1), pp. 2-22.

Nogueira, B. T., Avelino, B. C., Colares, A. C., & Reis, D. E. (2020). Índice de sentimento do investidor no mercado de ações brasileiro. *RC&C - Revista Contabilidade e Controladoria , 12* (3), pp. 46-71.

Shefrin, H. M., & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics , 13* (2), pp. 253-282.

Takmaz, S., Mandaci, P. E., & Durukan, M. B. (2020). The impact of catering incentives on the dividend policy: evidence from Turkish firms. *Managerial Finance* .

Tangjitprom, N. (2013). Propensity to pay dividends and catering incentives in Thailand. *Studies in Economics and Finance , 30* (1), pp. 45-55.

Thaler, R. H., & Shefrin, H. M. (1981). An economic theory of self-control. *Journal of Political Economy , 89* (21), pp. 392–406.

Trabelsi, D., Aziz, S., & Lilti, J. J. (2019). A behavioral perspective on corporate dividend policy: evidence from France. *Corporate Governance , 19* (1), pp. 102-119.

Vancin, D. F., & Kirch, G. (2020). Distribuição de lucros e regulação: o impacto do dividendo mandatório no financiamento interno das empresas. *Revista Contabilidade & Finanças , 31* (84), pp. 524-541.

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