

Revista de Administração e Contabilidade

Volume 17, Ano 2025

Feira de Santana, ID edição: 10.29327/2508556.17.1

ISSN: 2177-8426

Impacto das expectativas dos investidores nas políticas de dividendos das organizações, à luz da teoria de catering

Ronaldo Rodrigues Ferreira

Faculdades Integradas de Ariquemes (FIAR)

Email: ronaldojaru@hotmail.com

Cleyton Izidoro

Fucape Business School (FUCAPE)

Email: cleytonizidoro@fucape.br

Resumo

Este estudo buscou identificar se as expectativas dos investidores influenciam a propensão das empresas a pagar dividendos. Utilizando pesquisas internacionais, adotou-se o prêmio de dividendos como variável para medir a propensão das empresas em pagar dividendos quando os investidores preferem proventos à valorização das ações. A base de dados da Economatica®, abrangendo empresas listadas na B3, exceto financeiras, foi utilizada. Foram analisadas empresas que pagaram e que não pagaram dividendos 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 mostrou que um aumento no prêmio de dividendos está relacionado a uma maior propensão a pagar dividendos e que as empresas ajustam suas políticas conforme as expectativas dos investidores. Este estudo amplia a compreensão da Teoria de Catering no Brasil e oferece insights práticos para investidores.

Palavras-Chave: Dividendo; Prêmio; Catering; Ações; Investidores.

1 INTRODUÇÃO

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, et al. (2018), identificaram que as expectativas dos investidores influem na política de dividendos da empresa, que procura ajustar o payout¹, conforme a demanda dos investidores, entretanto carece de estudos abordando o efeito catering no 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 através do prêmio de dividendos, pagando maiores dividendos quando o prêmio é alto e reduzindo quando este prêmio se reduz (ElBannan, 2020).

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

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 diversas áreas (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? Portanto, 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, a necessidade de se criar parâmetros que possam nortear o investidor em considerar ou não a política de dividendos adotada pela empresa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Política de Dividendos – Teorias e Práticas

Conforme Perobelli et al. (2009), é possível obter retornos ao investir em ações de duas maneiras: por meio do ganho de capital e pela recepção de proventos em dinheiro, 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.

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 (Holanda & Coelho, 2012).

De acordo com a literatura econômica, a política de dividendos é um tema de grande interesse (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 (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.

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 (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.

Segundo Neves (2018), a política de proventos é um tema em aberto para debate, 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.

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 seus investidores.

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.

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.

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. Em outras palavras, o pagamento de dividendos não gera ganhos adicionais para o investidor (Perobelli et al., 2009).

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.

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.

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.

2.2 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. 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 (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.

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.

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.

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.

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.

Assim, diante de estudos internacionais sobre o efeito da teoria do “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 a seguinte hipótese 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.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

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. Para tanto, 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®.

A amostra 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. As empresas selecionadas para a composição da amostra são aquelas listadas na B3, excluindo-se as empresas do setor financeiro, por possuírem estruturas de demonstrativos financeiros diferentes das empresas dos demais setores.

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). O Quadro 01 a seguir mostra uma visão geral das variáveis utilizadas no presente estudo.

Quadro 01. Resumo das variáveis.

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), ElBannan (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 <i>et al.</i> (2019)
Controle	Payout	Proporção dos lucros distribuídos aos acionistas	$payout_{i,t}$	Jiang <i>et al.</i> (2013)
Controle	Oportunidade de Crescimento	Relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa	$OPC_{i,t}$	

Fonte: Elaborado pelo autor

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.

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.

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

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 $PPD_{i,t}$ no conjunto de dados.

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

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. As análises incorporaram a técnica de winsorização a 95%, que visa atenuar valores extremos, conhecidos como outliers.

O estudo iniciou com a realização de uma análise estatística descritiva das variáveis, empregadas nesta pesquisa. Após a realização dos testes econométricos de diferença de médias, onde todas as variáveis 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.

Após conduziu-se uma regressão logística para investigar os fatores que influenciam a probabilidade de uma empresa escolher pagar dividendos aos seus acionistas. 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. 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.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

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.

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, 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.

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, 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 quadro 1.

Tabela 2. Teste de Diferença de Média – Variável Dummy Pagdividend

VARIÁVEIS	OBS	P-VALOR	Desvio Padrão
$PPD_{i,t}$	2698	0.0000	0.2663160
$payout_{i,t}$	2698	0.0000	0.4623584
$LL_{i,t}$	2698	0.0000	0.0616693
$FC_{i,t}$	2698	0.0000	0.0764335
$OPC_{i,t}$	2698	0.1778	1.8349860
$TE_{i,t}$	2698	0.0000	1.5502030
$AL_{i,t}$	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, 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, conforme tabela abaixo.

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.

Buscando dar robustez as correlações encontradas na tabela 3, foi realizada a correção de Spearman, conforme tabela 4 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 exhibe 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.

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.

Tabela 5. Regressão Logit

<i>Pagdividend</i>	Coefficiente	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

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.

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.

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.

Para determinar o modelo mais adequado para a análise de dados em painel, realizou-se o teste de Hausman.

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 indicam que o modelo de efeitos fixos é mais apropriado para análise do que o modelo de efeitos aleatórios.

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).

Tabela 7. Regressão Modelo de Efeitos Fixos

$PPD_{i,t+1}$	Coefficiente	Erro Padrão	T	p-valor
$DP_{i,t}$	.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 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 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).

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, 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)

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 8).

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.

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.

4.4 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, sendo estes resultados em linha com os achados desta pesquisa.

O modelo de regressão de efeitos fixos aponta 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)..

5 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 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, suporte para uma relação 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. 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.

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. Outra sugestão está relacionada a aplicação do estudo em uma base territorial diversificada em países da América Latina, pois a região, 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.

NOTAS

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

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

REFERÊNCIAS

- BAKER, M.; WURGLER, J. A catering theory of dividends. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 3, p. 1125–1165, 2004a.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. **Journal of Financial Economics**, v. 73, n. 2, p. 271–288, 2004b.
- BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of Panel Data** (5th ed.). John Wiley & Sons, 2013.
- BHATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. **The Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 259–270, 1979.
- 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.
- CAMILLERI, S. J.; GRIMA, L.; GRIMA, S. The effect of dividend policy on share price volatility: An analysis of Mediterranean banks’ stocks. **Managerial Finance**, v. 45, n. 2, p. 348–364, 2019.
- CHAZI, A.; THEODOSSIOU, A.; ZANTOUT, Z. Corporate payout-form: Investors’ preference and catering theory. **Managerial Finance**, v. 44, n. 12, p. 1418–1433, 2018.
- DE JONG, A. et al. Catering and dividend policy: Evidence from the Netherlands over the twentieth century. **Financial History Review**, v. 26, n. 3, p. 321–358, 2019.
- DIAS, A. C. G.; NEVES, M. E. D. Estrutura de propriedade e incentivos de catering para os dividendos nos países da zona euro. **Contabilidade y Negocios**, v. 9, n. 17, p. 49–62, 2014.
- EASTERBROOK, F. H. Two agency-cost explanations of dividends. **The American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650–659, 1984.
- ELBANNAN, M. A. Does catering behavior persist? Evidence on dividend sentiment in emerging financial markets. **International Review of Economics and Finance**, v. 69, p. 350–373, 2020.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 1, p. 3–43, 2001.
- GOLUBOV, A.; LASFER, M.; VITKOVA, V. Active catering to dividend clienteles: Evidence from takeovers. **Journal of Financial Economics**, v. 137, n. 3, p. 815–836, 2020.
- GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99, 1959.
- GRAHAM, J. R.; KUMAR, A. Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 3, p. 1305–1336, 2006.
- HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Dividendos e efeito clientela: Evidências no mercado brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, p. 448–463, 2012.
- JIANG, Z. et al. Share repurchases, catering, and dividend substitution. **Journal of Corporate Finance**, v. 21, n. 1, p. 36–50, 2013.
- KUMAR, A.; LEI, Z.; ZHANG, C. Dividend sentiment, catering incentives, and return predictability. **Journal of Corporate Finance**, v. 72, p. 102128, 2022.
- KUMARASWAMY, S.; EBRAHIM, R. H.; WAN MOHAMMAD, W. M. Dividend policy and stock price volatility in Indian capital market. **Entrepreneurship and Sustainability Issues**, v. 7, n. 2, p. 862–874, 2019.
- LA PORTA, R. et al. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1–33, 2000.
- LABHANE, N. B. A test of the catering theory of dividends: Empirical evidence from an emerging economy India. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance**, v. 15, n. 2, p. 29–52, 2019.

- LI, W.; LIE, E. Dividend changes and catering incentives. **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 293–308, 2006.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97–113, 1956.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411–433, 1961.
- MUNEER, S.; ZAHEER BUTT, B. Dividend signaling power on organizations' future earnings: A brief review of dividend theories. **Actual Problems of the Economy**, n. 3, p. 380–387, 2017.
- NEVES, M. E. D. Payout and firm's catering. **International Journal of Managerial Finance**, v. 14, n. 1, p. 2–22, 2018.
- PEROBELLI, F. F. C.; ZANINI, A.; SANTOS, A. B. Pagamento de proventos versus preços de ações maduras e em expansão segundo Kohonen Maps. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 2, p. 132–146, 2009.
- PIELOCH-BABIARZ, A. The monitoring role of multiple large shareholders and the catering effect of dividends: Evidence from Poland. **Economics and Business Review**, v. 7, n. 4, p. 72–93, 2021.
- PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. O efeito clientela no mercado brasileiro: Será que os investidores são irracionais? **Revista Brasileira de Finanças**, v. 1, n. 2, p. 217–242, 2003.
- RASHID, M.; NOR, F. M.; IBRAHIM, I. Evidence of dividend catering theory in Malaysia: Implications for investor sentiment. **Contemporary Economics**, v. 7, n. 4, p. 99–110, 2013.
- SANTOS, A. Quem está pagando juros sobre capital próprio no Brasil? **Revista Contabilidade & Finanças**, p. 33–44, 2007.
- SHEFRIN, H. M.; STATMAN, M. Explaining investor preference for cash dividends. **Journal of Financial Economics**, v. 13, p. 253–282, 1984.
- TAKMAZ, S.; EVRIM MANDACI, P.; DURUKAN, M. B. The impact of catering incentives on the dividend policy: Evidence from Turkish firms. **Managerial Finance**, v. 47, n. 7, p. 897–914, 2020.
- TEKIN, H.; POLAT, A. Y. Do market differences matter on dividend policy? **Borsa Istanbul Review**, v. 21, n. 2, p. 197–208, 2021.
- VIDAL FONTELES, B.; PEIXOTO JÚNIOR, A.; VASCONCELOS, C. Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, p. 173–204, 2012.
- WANG, M. H. et al. Dividend policy and the catering theory: Evidence from the Taiwan Stock Exchange. **Managerial Finance**, v. 42, n. 10, p. 999–1016, 2016.
- YU, X. et al. Dividend payouts and catering to demands: Evidence from a dividend tax reform. **International Review of Financial Analysis**, v. 77, p. 10–18, 2021.