

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

Tiago César Farinelli

Ensaio sobre política de dividendos, governança corporativa e recompras de ações nas
empresas brasileiras

Ribeirão Preto

2024

TIAGO CÉSAR FARINELLI

Ensaio sobre política de dividendos, governança corporativa e recompras de ações nas empresas brasileiras

Tese apresentada ao Programa de Pós-graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos para obtenção do título de Doutor em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Augusto Ambrozini

RIBEIRÃO PRETO

2024

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

FICHA CATALOGRÁFICA

Farinelli, Tiago César

Ensaio sobre política de dividendos, governança corporativa e recompras de ações nas empresas brasileiras / Tiago César Farinelli; orientador, Marcelo Augusto Ambrozini. -2024 134 f.

Tese (Doutorado) Programa de Pós-graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, 2024.

Versão preliminar

1. Finanças Corporativas 2. Remuneração de acionistas 3. Demanda dos Investidores 4. Proteção dos Investidores

Nome: Farinelli, Tiago César

Título: Ensaio sobre política de dividendos, governança corporativa e recompras de ações nas empresas brasileiras.

Tese apresentada ao Programa de Pós-graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, como parte dos requisitos para obtenção do título de Doutor em Ciências.

Aprovado em:

Banca Examinadora:

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

RESUMO

Ensaio sobre política de dividendos, governança corporativa e recompras de ações nas empresas brasileiras.

Diferente de mercados mais desenvolvidos, onde são vistos movimentos de crescimento no uso da recompra de ações, no Brasil os dividendos seguem como forma dominante de remunerar os acionistas. O Brasil faz parte de um pequeno grupo de países dos quais impõem regulamentos de distribuição obrigatória de dividendos. Esse tipo de regulamento normalmente é adotado para compensar fraquezas do ambiente de direitos legais dos investidores, porém, é relatado que os investimentos das empresas acabam sendo prejudicados por esse tipo de regra. Este trabalho teve o propósito de investigar a decisão de distribuição de caixa nas empresas brasileiras. Para tratar desse assunto foram desenvolvidos três diferentes artigos. No primeiro artigo foi abordada a influência da demanda dos investidores por dividendos no nível de distribuição das empresas, onde foram encontradas evidências de que, quando percebem que os investidores estão valorizando mais os ativos dos grandes pagadores de dividendos, os gestores de empresas brasileiras aumentam os percentuais de distribuição. Dessa maneira, é destacado um mecanismo de mercado que pode possibilitar aos investidores obterem os dividendos sem a dependência total do regulamento de distribuição obrigatória. Já no segundo artigo foi analisada a relação entre pagamento de dividendos e governança corporativa, sendo relatado um efeito de substituição entre esses dois fatores, com as empresas brasileiras de melhores padrões de governança conseguindo reter uma maior proporção de seus lucros. Essa relação também foi testada levando em conta a variação na demanda dos investidores, com os resultados apontando que o efeito de substituição é mais forte nos momentos de baixa demanda por dividendos. Por fim, o terceiro artigo teve como foco a distribuição de caixa com a utilização das recompras de ações, onde foi evidenciado que seus principais determinantes para as empresas brasileiras são a necessidade de distribuir fluxo de caixa livre, a sinalização de subvalorização das ações, a complementação do pagamento de dividendos e o atendimento da demanda dos investidores. Em geral esses artigos demonstram que os gestores das empresas brasileiras estão dispostos a atender o desejo dos investidores por dividendos, pagando um percentual maior em momentos de alta demanda, e que os investidores parecem exigir menos dividendos das empresas que apresentam padrões de governança mais consistentes. Dessa maneira, além do fortalecimento no ambiente de direitos legais dos investidores, incentivar a adoção de melhores práticas de governança corporativa pode ser um passo em direção a uma menor dependência de um regulamento de dividendos obrigatórios. Deixar a distribuição de dividendos livre de um percentual obrigatório, juntamente com outras alterações na legislação, pode incentivar a utilização das recompras de ações, o que pode trazer mais eficiência para decisão de distribuição de caixa, com as empresas optando pelo mecanismo mais adequado de acordo com suas características e conforme os incentivos de mercado.

Palavras-chave: Finanças Corporativas. Demanda dos Investidores. Proteção dos Investidores.

ABSTRACT

Essays on dividend policy, corporate governance and share repurchases in Brazilian companies.

In contrast to more developed markets where growth in the use of share repurchases is seen, in Brazil dividends continue to be the dominant form of remunerating shareholders. Brazil is part of a small group of countries which impose mandatory dividend distribution regulations, this type of regulation is usually adopted to compensate for weaknesses in the legal environment of investors' rights, but it is reported that companies' investments end up being harmed by this type of law. This work had the purpose of investigating the cash distribution decision in Brazilian companies. To address this issue, three different papers were developed. In the first paper, the influence of investor demand for dividends on the level of distribution of companies was addressed, where evidence was found that, when they perceive that investors are appreciating the assets of large dividend payers, managers of Brazilian companies increase their distribution percentages. In this way, a market mechanism is highlighted that can enable investors to obtain dividends without total dependence on the mandatory distribution regulation. In the second paper, the relationship between dividend payments and corporate governance was analyzed, and a substitution effect between these two factors was reported, with Brazilian companies that have better governance standards getting to retain a greater proportion of their profits. This relationship was also tested considering the variation in investor demand, with the results indicating that the substitution effect is stronger in times of low demand for dividends. Finally, the third paper focused on the distribution of cash using share repurchases, where it was shown that its main determinants for Brazilian companies are the need to distribute free cash flow, the signaling of undervaluation of shares, the complementation of paying dividends and meeting investor demand. In general, these papers demonstrate that managers of Brazilian companies are willing to meet investors' desire for dividends, paying a higher percentage in times of high demand, and that investors seem to require less dividends from companies that have more consistent governance standards. Thus, in addition to strengthening the legal rights of investors, encouraging the adoption of better corporate governance practices can be a step towards less dependence on mandatory dividend regulations. Leaving the distribution of dividends free of a mandatory percentage, along with other changes in the legislation, can encourage the use of share repurchases, which can bring more efficiency to the cash distribution decision, with companies opting for the most appropriate mechanism according to their characteristics and market incentives.

Keywords: *Corporate Finance. Catering. Investor Protection.*

LISTA DE TABELAS

Tabela 1.1 – Estatísticas descritivas	44
Tabela 1.2 – Padrão de pagamento de dividendos por setor	46
Tabela 1.3 – Matriz de correlação <i>spearman</i>	47
Tabela 1.4 – Resultados do modelo com o Prêmio de Dividendos	48
Tabela 1.5 – Resultados do modelo com o Prêmio IDIV	51
Tabela 2.1 – Estatísticas descritivas	74
Tabela 2.2 – Estatísticas descritivas por separação da amostra pelo nível de <i>payout</i> e pelo segmento de listagem	75
Tabela 2.3 – Matriz de correlação <i>spearman</i>	76
Tabela 2.4 – Resultados do modelo 1	77
Tabela 2.5 – Resultados do modelo 2	79
Tabela 2.6 – Análise dos efeitos do Prêmio de Dividendos e da Listagem no Nível 2 no <i>payout</i>	81
Tabela 2.7 – Resultados do modelo 3	83
Tabela 3.1 – Estatísticas descritivas	113
Tabela 3.2 – Matriz de correlação <i>spearman</i>	115
Tabela 3.3 – Resultados do primeiro modelo	116
Tabela 3.4 – Resultados do segundo modelo	118
Tabela 3.5 – Resultados do terceiro modelo (regressão logística)	119
Tabela 3.6 – Resultados do modelo de flexibilidade	121
Tabela 3.7 – Resultados do modelo de desempenho operacional	123

LISTA DE QUADROS

Quadro 1.1 – Setores e quantidade de empresas na amostra	37
Quadro 1.2 – Percentual de dividendos adotado pelas empresas ativas da amostra	38
Quadro 1.3 – Variáveis presentes no estudo	40
Quadro 2.1 – Setores e quantidade de empresas na amostra	68
Quadro 2.2 – Variáveis presentes no estudo	72
Quadro 3.1 – Setores e quantidade de empresas na amostra	106
Quadro 3.2 – Variáveis escolhidas e trabalhos utilizados como base	108
Quadro 3.3 – Variáveis dos modelos de recompra de ações	109
Quadro 3.4 – Variáveis do modelo de flexibilidade	110
Quadro 3.5 – Variáveis do modelo de desempenho operacional	111

LISTA DE FIGURAS

Figura 1.1 – Prêmio de dividendos para as empresas brasileiras	42
Figura 1.2 – Comparação entre as variações do IDIV e do Ibovespa	43
Figura 1.3 – Percentual de empresas da amostra que pagaram dividendos	45
Figura 1.4 – <i>Payout</i> médio entre as empresas pagantes da amostra	45
Figura 2.1 – Quantidade de empresas presentes no estudo por segmento de listagem	69
Figura 2.2 – Payout considerando os efeitos do Prêmio de Dividendos (PD) e da Listagem no segmento Nível 2	82
Figura 2.3 – Pagamento de dividendos em momentos de baixa e alta demanda	85
Figura 3.1 – Lucros, dividendos e recompra de ações das empresas da amostra.....	113

LISTA DE SIGLAS

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão

CEO - *Chief executive officer* (Diretor executivo)

CVM - Comissão de valores mobiliários

DCEO - Dualidade CEO (DCEO)

DP - Dividendos pagos no ano anterior

Endiv - Endividamento

FCL - Fluxo de caixa livre

IC - Independência do conselho

IDIV - Índice Dividendos

MB - *Market-to-book*

LC - Liquidez Corrente

N1 - Nível 1

N2 - Nível 1

NM - Novo Mercado

OP - Oportunidades de Investimento

P - *Payout*

PD - Prêmio de dividendos

PIDIV - Prêmio IDIV

RA - Retorno das ações

Rec - Recompra de Ações

Rec *Dummy* - Comprador

RETA - *Retained earnings / total assets* (lucros retidos acumulados dividido pelo ativo total)

RETE - *Retained earnings / total equity* (lucros retidos acumulados dividido pelo patrimônio líquido total)

ROA - *Return on Assets* (Retorno sobre ativos)

Tang - Tangibilidade

TAM - Tamanho

TC - Tamanho do conselho

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	20
1. DEMANDA DOS INVESTIDORES E DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS	24
1.1 Introdução	25
1.2 Revisão da Literatura	29
1.3 Método de Pesquisa	36
1.4 Resultados e Discussão	42
1.5 Considerações Finais	53
1.6 Referências.....	55
2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E ATENDIMENTO DA DEMANDA DOS INVESTIDORES POR DIVIDENDOS NO BRASIL	59
2.1 Introdução	60
2.2 Revisão da Literatura	63
2.3 Método de Pesquisa	68
2.4 Resultados e Discussão	73
2.5 Considerações Finais	86
2.6 Referências	87
3. DETERMINANTES DA DISTRIBUIÇÃO DE CAIXA COM A RECOMPRA DE AÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO	91
3.1 Introdução	92
3.2 Revisão da Literatura	95
3.3 Método de Pesquisa	105
3.4 Resultados e Discussão	112
3.5 Considerações Finais	124
3.6 Referências	125
CONSIDERAÇÕES FINAIS	130
REFERÊNCIAS	134

INTRODUÇÃO

No Brasil o pagamento de dividendos é regulado pela Lei das Sociedades por Ações (Lei n. 6.404, 1976), a qual determina a adoção de um percentual de distribuição obrigatória pelas empresas, estipulado em estatuto ou pela lei em caso de omissão. Embora sejam livres para definir os percentuais, a maior parte das empresas acaba optando pelo pagamento mínimo de 25% do lucro líquido ajustado em seus estatutos (Galvão, Santos, & Araújo, 2018; Vancin & Kirch, 2020).

Além da razão de se adequar ao praticado pela grande maioria do mercado, os principais incentivos para escolherem esse percentual vem de disposições da própria Lei n. 6.404 (1976), com isso, os 25% seriam aderidos pelo motivo da empresa: (i) não precisar reembolsar o capital de acionistas que discordarem da fixação de um percentual menor (nos casos em que o dividendo obrigatório não foi definido anteriormente no estatuto) - § 2º do art. 202 e § 4º do art. 296; (ii) atender uma das condições das quais permitem que a empresa negocie ações da classe preferencial - § 1º inciso I do art. 17 e; (iii) cumprir um dos critérios para que os administradores possam ser remunerados com a participação nos lucros da empresa - § 1º do art. 152.

Martins e Novaes (2012) relataram que a distribuição obrigatória é benéfica para a relação entre empresas e investidores. Os autores examinaram as decisões de dividendos e investimentos de empresas brasileiras de capital aberto, e apontaram que essas regras garantem direitos de fluxos de caixa para os acionistas minoritários, o que é importante sobretudo em países com sistema judicial de fraca proteção, e ao mesmo tempo não atrapalha os planos de investimentos das empresas. Entretanto, Vancin e Kirch (2020) contrapõem esses argumentos, afirmando que, por limitação do estudo, Martins e Novaes (2012) não encontraram efeitos negativos nos níveis de investimentos, já que não separaram as empresas que pagaram apenas o dividendo mandatório das demais.

Em seu trabalho, Vancin e Kirch (2020) evidenciaram que os dividendos obrigatórios levam as empresas a depender ainda mais de suas fontes internas de recursos, e trazem implicações negativas para a capacidade de investimento. Dessa maneira, para algumas empresas, a obrigatoriedade de distribuir parte dos lucros impediria a realização de decisões ideais de investimento e financiamento, prejudicando a empresa e respectivamente seus próprios acionistas.

O motivo da existência desse regulamento é que ele pode trazer maior segurança para acionistas minoritários, permitindo compensar fraquezas do ambiente de direitos legais desses acionistas (La Porta, Lopez-deSilanes, Shleifer, & Vishny, 1998). Porém os relatos de

disfunções trazem um dilema para a questão da distribuição de dividendos no Brasil. De um lado existem investidores, os quais necessitam de mecanismos para minimizar as chances de terem seu capital expropriado por gestores (La Porta et al., 1998), do outro lado as empresas, que possuem dependência da geração de recursos internos para fazer frente as suas oportunidades de investimento (Crisóstomo, Iturriaga, & González, 2014).

Procurando abordar esse dilema, foi proposto a realização de três artigos. O primeiro teve como base a teoria de *catering* de Baker e Wurgler (2004), a qual propõe que os investidores, quando interessados em receber os dividendos, estão dispostos a pagar um prêmio pelas ações das empresas pagadoras, e sabendo disso, os gestores atenderiam esse desejo distribuindo os dividendos e assim capturando um prêmio no valor das ações. Já nos momentos de baixa demanda, a tendência de comportamento seria a inversa, havendo uma queda no número de empresas pagadoras de dividendos, as quais estariam evitando ter o preço das ações descontados.

Este trabalho foi o primeiro a aplicar essa teoria para uma amostra de empresas brasileiras. O propósito de buscar identificar os incentivos de *catering* no Brasil foi o de verificar a existência de um meio que, pelas próprias forças de mercado, possibilite aos investidores obterem dividendos além do garantido pelo mínimo obrigatório. Dessa maneira, havendo uma resposta das empresas ao pagarem dividendos em períodos de alta demanda, seria uma evidência de um mecanismo útil para ajudar na compensação de fraquezas do ambiente legal.

Outra forma com que as limitações de proteção legal podem ser contornadas é através da governança corporativa. Mitton (2004) afirma que, com relação a prevenção de expropriação por parte de gestores, os padrões de governança da empresa podem ter um papel igual ou superior ao da proteção oferecida em nível de país. O autor aplicou os modelos de resultado e substituição, desenvolvidos por La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000), para testar a relação entre a governança corporativa e o pagamento de dividendos.

Partindo desses modelos, no segundo artigo deste trabalho foi proposto um estudo sobre o impacto da adoção de práticas de governança na distribuição de dividendos das empresas brasileiras, com isso, possibilitando verificar se empresas de boa governança usam de sua reputação para reter mais caixa, pagando menos dividendos, ou pagam mais dividendos como resultado de seus padrões de governança. Trabalhos precedentes que abordam esse tema consideraram o investidor como alguém que sempre tem a mesma preferência por dividendos, dessa forma, procurando investigar um ponto ainda não explorado, este estudo também levou em conta a variação na demanda dos investidores por dividendos. A inclusão dessa variável

permite entender se os efeitos de substituição ou resultado permanecem com a mesma força em diferentes configurações da procura por dividendos.

Já o terceiro artigo teve como ponto central a recompra de ações por empresas brasileiras. Essa que também é uma forma com que empresas entregam caixa para seus acionistas, tem sido utilizada de forma crescente em diversos países pelo mundo, até mesmo ultrapassando, em alguns momentos, o pagamento de dividendos (Arora, 2022). No Brasil as recompras de ações ainda são feitas em pequenas proporções em comparação a combinação de dividendos e juros sobre capital próprio (JSCP), porém, existe uma expectativa que venham a ser mais usadas considerando a possibilidade de um fim para os JSCP e para a atual isenção tributária dos dividendos, questões que vêm sendo discutidas no âmbito político, e que podem tornar as recompras mais atrativas para as empresas.

Além disso, antecipando alguma futura mudança no regulamento de dividendos obrigatórios, a qual possa deixar a decisão de distribuição de caixa mais próxima de como ocorre na grande maior parte do mundo, uma maior discricionariedade também abriria mais espaço para a utilização da recompra de ações por gestores. Desta maneira, no terceiro artigo, com a intenção de compreender as motivações que têm feito os gestores realizarem esse tipo de operação, foram analisados os determinantes das recompras de ações por empresas brasileiras, assim possibilitando identificar possíveis benefícios que podem ser alcançados por empresas e investidores. De forma adicional aos motivos já explorados por outros autores no Brasil, nesse artigo também foram abordadas as hipóteses de melhora no desempenho operacional e de atendimento da demanda dos investidores.

O restante deste trabalho segue com a apresentação dos três artigos em sequência, e por fim são destacadas algumas considerações finais do trabalho como um todo.

1. DEMANDA DOS INVESTIDORES E DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Resumo

Atualmente no Brasil existe um regulamento de dividendos obrigatórios. Apesar de ter o propósito de trazer maior segurança para investidores, esse tipo de regulamento pode interferir negativamente na capacidade de investimentos das empresas. A existência de efeitos negativos amplia a necessidade de busca por mecanismos que possam beneficiar os investidores sem prejudicar as empresas. Na literatura é relatado que a decisão em distribuir dividendos pode ser explicada pelas características da empresa, porém, Fama e French (2001) apontam que existe uma variação na propensão em pagar que ocorre independentemente dessas características. Essa variação, segundo Baker e Wurgler (2004a), ocorreria devido os investidores possuírem uma demanda variável por dividendos. Os autores argumentam que os gestores, conscientes disso, ajustariam suas decisões de pagamento conforme a mudança na demanda, com isso, obtendo valorização no preço das ações pela captura do chamado prêmio de dividendos. Considerando que o prêmio de dividendos é um mecanismo de mercado, identificar sua possível existência no Brasil pode contribuir no sentido de destacar uma maneira com que os investidores possam conseguir os dividendos de forma independente da distribuição obrigatória. Desta forma, este trabalho teve o objetivo de analisar a influência da demanda dos investidores por dividendos no nível de *payout* para uma amostra de empresas não financeiras listadas no período entre 1998 e 2022. Com a utilização de regressões 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 obter o prêmio de dividendos. Os resultados também apontaram que a política de dividendos é influenciada pelo tamanho da empresa, oportunidades de investimento, rentabilidade, fluxo de caixa livre, ciclo de vida, endividamento, 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: Política de Dividendos; Dividendos Obrigatórios; *Catering*; Prêmio de Dividendos.

1.1 Introdução

Países de direito civil normalmente são associados a um ambiente de fraca proteção aos direitos dos acionistas minoritários. 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 (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998; Martins & Novaes, 2012). Com a intenção de trazer maior proteção para esses 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 dos lucros aos seus acionistas. Assim garantindo a eles 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).

Para os locais onde existe esse tipo de regulamento, é relatado que a distribuição obrigatória de dividendos leva as empresas a sofrerem de maior dependência de recursos internos e ter níveis menores de investimento (Vancin & Kirch, 2020). A existência desses efeitos negativos reforça a discussão sobre a necessidade de se encontrar outros tipos de mecanismos que, sem interferir no poder de decisão dos gestores, permitam que os investidores obtenham os dividendos.

A decisão sobre a destinação dos lucros de uma empresa, como o quanto reter para reinvestimento e o quanto distribuir para os acionistas na forma de dividendos, possui um grande histórico de discussão dentro da literatura de finanças. Lintner (1956), em um levantamento junto a gestores, destacou a preocupação deles 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 esses 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; Baker, Dam, & Ridder, 2021).

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, alimentou o enigma de dividendos, já que os determinantes apontados só estavam explicando uma parte do problema.

Buscando respostas para esse ponto levantado, Baker e Wurgler (2004a), apresentaram uma nova teoria, chamada de teoria de *catering* de dividendos, na qual aponta que os investidores possuem uma demanda variável por dividendos, dessa maneira, em certos momentos estão dispostos a pagar um prêmio pelas ações de empresas que distribuem dividendos. Já os gestores, conscientes da variação na expectativa dos investidores, agem de forma proativa, pagando dividendos em momentos de alta demanda, buscando capturar o prêmio, e omitindo em momentos de baixa demanda, evitando um desconto nos preços das ações.

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 (alta demanda) e

diminuiu quando o prêmio foi negativo (baixa demanda), denotando que os gestores responderam as mudanças na procura por dividendos.

Com o surgimento da teoria, outros autores também abordaram 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 nesses países os investidores possuem força suficiente para disciplinar os gestores no atendimento de suas demandas por dividendos.

Levando em conta esses 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; Budiarmo, 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 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 esses também fazem parte da remuneração entregue ao acionista.

Sobre o alto nível de concentração, Trabelsi et al. (2019) relataram que mesmo nesses 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 os aspectos que podem afetar as políticas de dividendos, este trabalho teve o objetivo de analisar a influência 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 dessas 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 (entre eles Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela), 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 (Vancin & Kirch, 2020).

Se o aumento da demanda incentivar os gestores das empresas brasileiras a pagar dividendos, será uma evidência de que, imaginando um eventual fim da obrigatoriedade, existiria outra forma dos investidores obterem os dividendos, uma vez que caso quiserem realmente receber os dividendos, irão valorizar as empresas pagadoras, encorajando os gestores das não pagadoras a começar a distribuir também.

Entender o impacto das características das empresas 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, conseqüentemente prejudicando seus acionistas”. Desta forma, como por exemplo, julgando que empresas em fase de forte crescimento teriam uma necessidade maior de reter os lucros, não as obrigar a distribuir poderia ser uma alternativa, dado que potencializaria a aplicação desses recursos em suas oportunidades de investimento, beneficiando os investidores interessados em empresas com esse 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 a identificação de uma medida de mensuração para o desejo dos investidores por dividendos ajudaria a compreender melhor no futuro os impactos dessa possível alteração na legislação.

Levando em conta todos esses fatores, verificar as características das empresas que definem o pagamento de dividendos e investigar se os incentivos de *catering* estão presentes no mercado brasileiro, ajuda a identificar de forma mais clara os determinantes da decisão de dividendos 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, foram coletados dados do período entre 1996 e 2022 e realizadas análises de regressões com modelos de efeitos fixos no ano e setor.

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.

1.2 Revisão da Literatura

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, esse 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 essas características, os autores demonstraram que empresas maiores, mais lucrativas e com menores oportunidades de investimento são fortes candidatas a distribuir lucros para seus acionistas. Embora esses fatores possam ter poder explicativo, existe uma

mudança na propensão das empresas em pagar dividendos que não pode ser explicada por eles. 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 desse 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 pagadoras, 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. Esse 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 os 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 das ações, 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 à 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.

Sobre a variação da demanda dos investidores por dividendos, Lee (2011) estudou a relação entre as variações demográficas e o prêmio de dividendos durante o período entre 1961 e 2007 nos EUA. Foi apontado que o aumento na proporção de pessoas idosas teve impacto significativo na demanda por pagadores de dividendos. Já Hartzmark e Solomon (2019), em um estudo com fundos mútuos, identificaram que a demanda por dividendos é maior em períodos de fraco desempenho do mercado de capitais e de queda na taxa de juros, isso denota que os investidores buscam os dividendos como fontes de renda comparando com os títulos de renda fixa. Os autores também destacam que os investidores não analisam os dividendos e os ganhos de capital de forma conjunta, ou seja, não enxergam uma conexão entre essas variáveis.

Esse tipo de comportamento foi documentado por Harris, Hartzmark e Solomon (2015), nesse trabalho os autores falam do chamado “suco de dividendos”, onde os gestores de fundos mútuos nos EUA se aproveitam do aumento na demanda dos investidores e ampliam de forma artificial os rendimentos do fundo com dividendos. Os gestores compram ações um pouco antes da data ex-dividendo e vendem depois, a estratégia é realizada devido as restrições dos fundos, que só podem distribuir dividendos aos seus investidores com o repasse dos dividendos obtidos com os ativos de sua carteira.

Os autores destacam que a estratégia ocorre principalmente em fundos direcionados para investidores de varejo, que localmente, possuem maior probabilidade de serem tributados pelo rendimento com dividendos e normalmente não seriam tributados se o fundo repassasse dinheiro com a emissão de um retorno de capital, indo contra a ideia de uma clientela fiscal, e enfatizando um comportamento irracional de investidores que dão preferência para fundos que adotam essa estratégia. Sobre essa irracionalidade, os autores dizem que muitos investidores possuem capacidade limitada para interpretar quando a estratégia é realizada, e mesmo os que têm conhecimento, podem ser coniventes, já que devido heurísticas de contabilidade mental,

querem os dividendos, pois se utilizassem o repasse de capital do fundo para consumo, poderiam ter o pensamento de estar consumindo seu patrimônio.

Outra evidência trazida por Hartzmark e Solomon (2013), em um estudo com dados de empresas dos EUA no período entre 1927 e 2011, foi que existe uma anomalia de precificação, onde os ativos tiveram retornos anormais nos meses de dividendos previstos, chamado de prêmio do mês de dividendo. O argumento é que essa anomalia ocorre devido à pressão de investidores na busca por dividendos, os autores identificaram retornos substanciais no período entre os dias de anúncio de distribuição e o ex-dia, também constataram uma reversão no preço do ativo, ocorrendo após 40 dias da data de ex-dividendo. Além de dar suporte para a teoria de *catering*, o estudo indica outro comportamento irracional do investidor, que para obter os dividendos, poderia comprar os ativos alguns dias antes, com isso ficando com os dividendos e com os retornos anormais, mas acaba comprando depois.

Hu, Liu e Xu (2021) também verificaram esse comportamento irracional de investidores em uma pesquisa com empresas chinesas. No estudo é observado que após o anúncio da distribuição de dividendos, acontece uma alteração significativa na clientela de acionistas dessas empresas, onde os investidores profissionais vendem suas participações que são adquiridas por investidores de varejo, e essa movimentação acaba contribuindo para a valorização desses ativos, com as ações incorporando o prêmio de dividendos. Os autores enfatizam que os gestores aproveitam da demanda para atrair esses tipos de investidores, já que constataram que as empresas com maior proporção de investidores de varejo experimentam um prêmio maior.

Com relação a essa alteração no nível de distribuição de dividendos que gestores fazem para suprir a demanda dos investidores, Golubov, Lasfer e Vitkova (2020) identificaram que, após processos de fusão, gestores modificam a política de dividendos para atender o desejo dos acionistas herdados. A mudança é mais pronunciada quando esses acionistas são mais expressivos e revelam suas preferências por meio do comportamento de suas negociações, com isso trazendo mais uma evidência que os administradores gerenciam ativamente a política de dividendos das empresas levando em conta a demanda de seus investidores alvo.

Além desses 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, ela seria explicada 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 apontaram 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 dessas empresas em relação as que pagam baixas taxas. Os 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 dos 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 omissivo, 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 dessas 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 desses acionistas.

Desta maneira, este estudo procurou testar a seguinte hipótese:

H_1 : O nível de pagamento de dividendos nas empresas brasileiras é influenciado pela mudança da demanda dos investidores por dividendos.

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.

1.3 Método de Pesquisa

Visando o alcance do objetivo proposto neste trabalho, foram analisados dados de uma amostra composta por empresas não financeiras com ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). A coleta cobriu dados anuais do período entre 1996 e 2022. Esse 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. Os dados das empresas foram coletados junto ao sistema Economatica®.

Foram mantidas na amostra apenas as empresas que apresentaram dados por mais de 5 anos durante o período de estudo. Anos em que a empresa não apresentou patrimônio líquido positivo tiveram suas observações descartadas.

O Quadro 1.1 traz uma relação da quantidade por setor dessas empresas que compõe a amostra (conforme critérios de classificação do sistema Economatica®).

Quadro 1.1: Setores e quantidade de empresas na amostra

Setor	Quantidade	Setor	Quantidade
Agro e Pesca	5	Papel e Celulose	9
Alimentos e Beb.	23	Petróleo e Gás	16
Comércio	30	Química	27
Construção	38	Siderurgia & Metalur.	33
Eletroeletrônicos	10	Software e Dados	8
Energia Elétrica	61	Telecomunicações	27
Máquinas Indust.	7	Textil	29
Mineração	10	Transporte e Serviços	21
Minerais não Met.	7	Veículos e peças	14
Outros	102	Total geral	477

Fonte: Elaborado pelo autor

Quanto às variáveis utilizadas no modelo, o *payout* foi adotado como variável dependente, com os JSCP acrescidos aos dividendos. Esse 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 desse 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.

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 (defasado em um período). 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 omissivo. A mesma Lei também determina que, para esses casos de omissão, quando a assembleia 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.

Vale destacar que o regulamento de dividendos não obriga as empresas a escolherem uma porcentagem específica para o pagamento, porém, grande parte acaba selecionando o percentual de 25% (Galvão, Santos, & Araújo, 2018; Vancin & Kirch, 2020).

Para confirmar isso, foi realizado um levantamento das informações sobre o percentual de dividendos obrigatórios adotado pelas empresas ativas da amostra no ano de 2022. Foram consultadas as notas explicativas das demonstrações financeiras ou, quando não encontrada essa informação, o último estatuto disponível no site da empresa. O Quadro 1.2 apresenta essas informações.

Quadro 1.2: Percentual de dividendos adotado pelas empresas ativas da amostra

Percentual	Base de Cálculo	Qt. Empresas	Representação na amostra
1% ou menos	Lucro Líquido Ajustado	7	2,67%
5% ou 6%	Lucro Líquido Ajustado	3	1,15%
15%	Lucro Líquido Ajustado	1	0,38%
25%	Lucro Líquido Ajustado	225	85,88%
Entre 30% e 40%	Lucro Líquido Ajustado	17	6,49%
50%	Lucro Líquido Ajustado	6	2,29%
Informação não localizada		3	1,15%
		Total 262	

Fonte: Elaborado pelo autor

A grande maioria, 85,88% das empresas, realmente adota os 25% de distribuição obrigatória. Do restante, 4,20% adotam percentuais inferiores e 8,78% percentuais superiores. Para três empresas não foi encontrado informações em notas explicativas, também não foi localizado o estatuto no site.

A outra solução proposta, na tentativa de capturar o efeito da demanda dos investidores por dividendos, foi com 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, fluxo de caixa livre, ciclo de vida, nível de endividamento, liquidez corrente e dividendos do ano anterior. Dessas 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 (Denis & Osobov, 2008; Kuo et al., 2013; Tangjitprom, 2013; Labhane, 2019; Andrikopoulos et al., 2020; Dixit et al., 2020; ElBannan, 2020).

Para representar o tamanho, foi utilizado o logaritmo natural do valor de mercado das empresas, 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).

O fluxo de caixa livre também é um importante determinante dos dividendos. Conforme Jensen (1986), altos fluxos de caixa livres podem levar os gestores a distribuir mais dividendos aos acionistas visando evitar conflitos de agência com relação uso de recursos da empresa. A fim de retirar o efeito do tamanho da empresa dessa variável, os fluxos de caixa livres foram relativizados pelo ativo total das empresas.

Já para retratar o ciclo de vida, medida de maturidade da empresa, foi empregado o indicador proposto por DeAngelo, DeAngelo e Stulz (2006), que mede a razão entre os lucros retidos acumulados e o patrimônio líquido (*retained earnings / total equity* - RE/TE). Vários autores que utilizaram esse 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; Budiarto 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, os saldos dessas 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.

De todas essas variáveis presentes no estudo, apenas o Prêmio de dividendos é uma medida a nível de mercado, o restante são variáveis mensuradas no nível da empresa. Todas as variáveis citadas e suas respectivas fórmulas são apresentadas, com mais detalhes, no Quadro 1.3.

Quadro 1.3: Variáveis presentes no estudo

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

Fonte: Elaborado pelo autor

Desta maneira, os modelos para verificar a influência dos incentivos de *catering* e das características das empresas no nível de distribuição de dividendos podem ser expressos nas equações 1.1 e 1.2.

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 * PD_{t-1} + \beta_2 * TAM_{it} + \beta_3 * OP_{it} + \beta_4 * ROA_{it} + \beta_5 * FCL_{it} + \beta_6 * RETE_{it} + \beta_7 * ENDIV_{it} + \beta_8 * LC_{it} + \beta_9 * DP_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1.1)$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 * PIDIV_{t-1} + \beta_2 * TAM_{it} + \beta_3 * OP_{it} + \beta_4 * ROA_{it} + \beta_5 * FCL_{it} + \beta_6 * RETE_{it} + \beta_7 * ENDIV_{it} + \beta_8 * LC_{it} + \beta_9 * DP_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1.2)$$

O beta de principal interesse em cada modelo é o β_1 , o qual multiplica o prêmio de dividendos. Espera-se um sinal positivo para os dois modelos, ou seja, o prêmio de dividendos influenciando positivamente o nível de distribuição nas empresas.

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, nesse 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).

No primeiro modelo foram considerados dados do período entre 1998 e 2022, ou seja, dois anos dos dados coletados foram descartados para a etapa de análise, já que existiu a necessidade de se encontrar o lucro líquido ajustado das empresas (por meio da variação das reservas de lucros e reservas de capital) e também devido a necessidade de defasar a variável prêmio de dividendos um ano, conforme indicado no trabalho original de Baker e Wurgler (2004a). Já no segundo modelo, uma vez que a série histórica do IDIV teve início apenas em 2006, foram abordados apenas dados do período entre 2007 e 2022 (um ano descartado pelo mesmo motivo de defasagem).

Para as observações das variáveis a nível de empresa, com exceção do Tamanho (o qual foi calculado pelo logaritmo natural do valor de mercado), 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). Os testes foram realizados considerando três diferentes tipos de tratamento (substituições de 1%, de 2,5% e 5% das observações para cada extremo).

Buscando identificar a presença ou não do problema de multicolineariedade, foi realizado, para todas as regressões executadas, o teste VIF (*Variance Inflation Factor* - Fator de Inflação da Variância). Em todas as regressões, nenhuma variável apresentou um VIF maior que 10, que é considerado o limite aceitável para a multicolineariedade entre as variáveis. Na próxima seção são apresentados o VIF médio das variáveis em cada regressão.

Já sobre os problemas de heterocedasticidades e autocorrelação serial, para verificar suas possíveis presenças, foram feitos os testes de Breusch-Pagan e Wooldridge. Como todos os testes realizados apontaram a existência dos dois problemas (conforme destacado na seção de resultados e discussão), foi adotada a técnica de Newey-West para cálculo de erros-padrão robustos (Gujarati & Porter, 2011).

Na próxima seção são apresentados e discutidos os resultados obtidos com a análise dos dados e aplicação dos modelos.

1.4 Resultados e Discussão

Conforme descrito na seção anterior, de forma adaptada, foi mensurado o prêmio de dividendos para as empresas brasileiras. Na Figura 1.1 é destacada a variação anual dos valores obtidos com o cálculo durante o período de dados da amostra.



Figura 1.1: Prêmio de dividendos para as empresas brasileiras

Fonte: Elaborado pelo autor

Com a Figura 1.1 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 na maior parte do período analisado. 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 1.2 apresenta a variação anual desses dois índices durante o período de dados disponíveis.

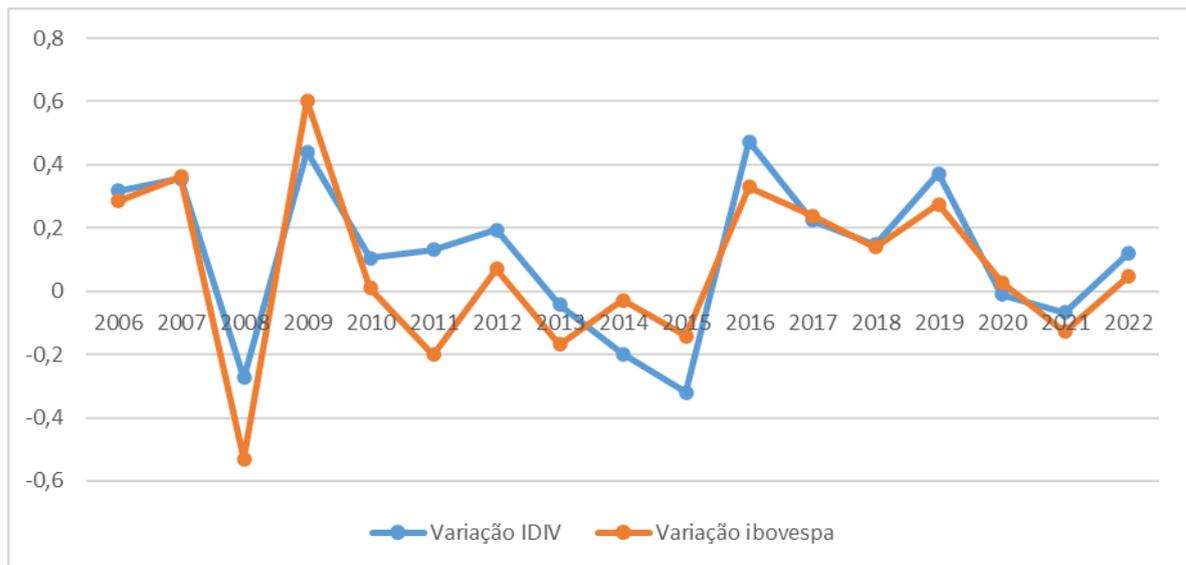


Figura 1.2: Comparação entre as variações do IDIV e do Ibovespa

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme mencionado na seção anterior, esses dados foram utilizados para construção de uma variável *dummy*. Para os anos em que o IDIV alcançou retorno superior ao do Ibovespa, é assumido que existiu uma demanda maior por dividendos, ou seja, nesses anos houve um maior interesse dos investidores por ativos de empresas que se destacaram pela distribuição de dividendos e JSCP.

Apesar dessas 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 1.1 traz algumas das principais estatísticas descritivas do período entre 1998 e 2022 (considerando a winsorização das observações em 1% para cada extremo dos dados).

Tabela 1.1: Estatísticas descritivas

Variável	Obs.	Média	Desv. Padrão	Coef. Variação	Mínimo	Máximo
Payout	6.044	0,41	0,64	1,54	0,00	4,34
Tam	4.525	13,87	2,21	0,16	5,19	19,92
OP	5.415	0,12	0,30	2,43	-1,14	1,31
ROA (%)	6.025	1,80	20,43	11,32	-152,24	29,67
FCL	3.968	-0,03	0,28	-10,19	-2,09	0,37
RETE	6.042	-0,76	5,23	-6,87	-42,82	0,93
Endiv (%)	6.021	106,86	176,69	1,65	0,00	1265,07
LC	6.016	3,00	7,93	2,65	0,16	68,40

Fonte: Elaborado pelo autor

Pela Tabela 1.1 pode ser visto que o ROA e o FCL foram os que, em termos absolutos, apresentaram o maior coeficiente de variação, denotando a presença na amostra de empresas com grande variabilidade de rentabilidade e geração de caixa. Entre todas as variáveis, apenas TAM teve um coeficiente de variação inferior a 1, o que destaca a heterogeneidade de distribuição dos dados.

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 o *payout*, pode ser visto que a distribuição de dividendos ficou na média de 41% para a amostra. Já caso fosse considerado apenas as empresas em períodos que pagaram dividendos, a média seria de 63%.

Buscando trazer uma visão mais clara sobre o padrão de comportamento da distribuição de dividendos nas empresas, foram elaboradas duas figuras. As Figuras 1.3 e 1.4 apresentam, respectivamente, o percentual de empresas da amostra que pagaram dividendos em cada período e o *payout* médio desses pagantes (também considerando a winsorização das observações em 1% para cada extremo).

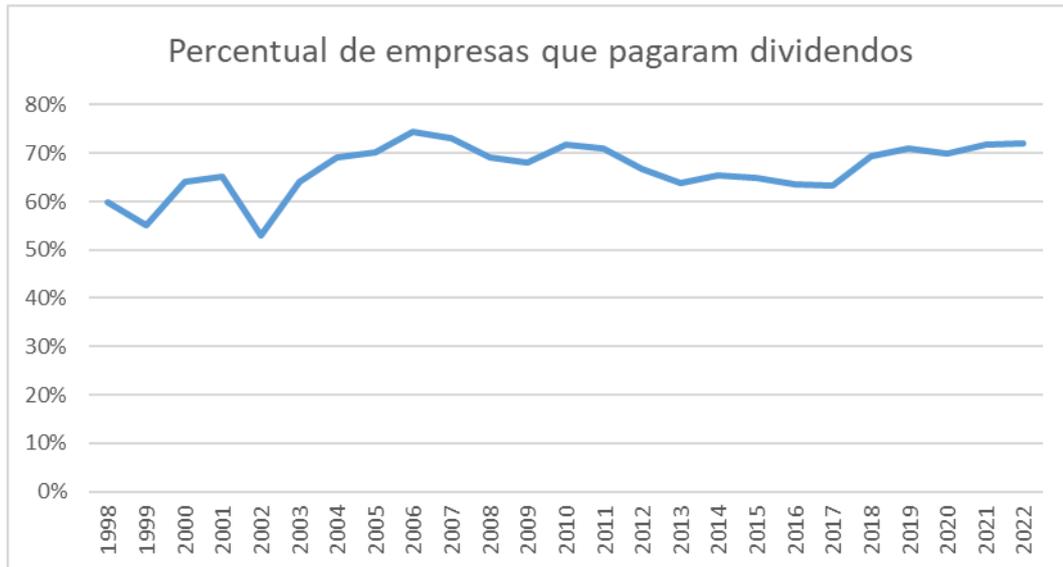


Figura 1.3: Percentual de empresas da amostra que pagaram dividendos

Fonte: Elaborado pelo autor

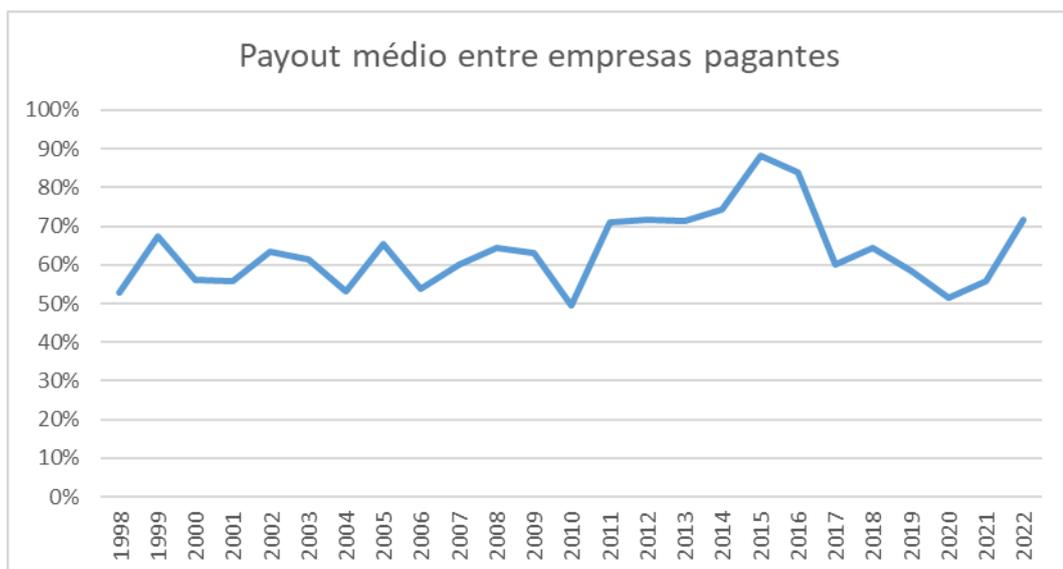


Figura 1.4: Payout médio entre as empresas pagantes da amostra

Fonte: Elaborado pelo autor

Considerando o período como todo, 67% das empresas na média pagaram dividendos em cada ano. O período de menor número de pagantes foi no ano de 2002, com 53% e o maior foi no ano de 2006, com 74%. Lembrando que, devido ao regulamento de dividendos, empresas que não pagaram ou foi pelo motivo de não ter apresentado lucro líquido ajustado, ou foi pelo motivo de incompatibilidade financeira nos termos da lei.

Os dados sobre o comportamento da distribuição de dividendos destacam que as empresas, quando pagam, costumam distribuir um percentual médio bem superior ao estipulado como obrigatório. Isso pode ser visto como um indício de que, para uma parte das empresas, não existe grande dificuldade em pagar o mínimo estipulado no estatuto, ou seja, o regulamento de dividendos acaba não sendo decisivo para sua decisão de *payout*.

Para uma visão mais detalhada sobre o padrão de pagamento de dividendos das empresas da amostra, conforme mostrado na Tabela 1.2 a seguir, é possível ver a representação, em cada setor, das empresas por ano que não pagaram dividendos, das que pagaram 25% ou menos de seu lucro líquido ajustado e das que pagaram mais que 25%, além do *payout* médio das pagadoras de cada setor.

Tabela 1.2: Padrão de pagamento de dividendos por setor

Setor	Quantidade de Empresas-ano	Empresas-ano sem pagamento de dividendos	Empresas-ano com <i>payout</i> de 25% ou menos	Empresas-ano com <i>payout</i> superior a 25%	Média do <i>payout</i> entre pagantes
Agro e Pesca	57	44%	12%	44%	84%
Alimentos e Beb	278	28%	21%	51%	51%
Comércio	363	29%	25%	47%	48%
Construção	481	48%	26%	26%	46%
Eletroeletrônicos	117	33%	14%	53%	61%
Energia Elétrica	1.023	23%	15%	62%	78%
Máquinas Indust	96	17%	8%	75%	67%
Mineração	86	38%	17%	44%	50%
Minerais não Met	85	27%	16%	56%	62%
Outros	1.186	46%	17%	38%	61%
Papel e Celulose	125	30%	16%	54%	67%
Petróleo e Gás	192	22%	9%	69%	61%
Química	218	30%	19%	50%	66%
Siderur & Metalur	454	28%	18%	55%	52%
Software e Dados	81	42%	7%	51%	59%
Telecomunicações	273	25%	12%	62%	75%
Textil	389	37%	21%	42%	48%
Transporte Serviç	296	31%	17%	52%	66%
Veículos e peças	244	18%	22%	59%	57%
Total	6.044	33%	18%	49%	63%

Fonte: Elaborado pelo autor

De acordo com as informações da Tabela 1.2, pode ser visto que, em relação ao pagamento de dividendos, os setores que mais se destacam são os de Energia Elétrica, Telecomunicações e Máquinas Industriais, que estão entre os 4 de maior *payout* médio e, ao mesmo tempo, entre os 4 com maior percentual de empresas que pagam mais que o obrigatório (considerando os 25% de moda).

O setor de Agro e Pesca, apesar possuir as empresas pagantes com maior média de *payout*, está entre os 4 de menor representação de empresas que pagam acima dos 25%. Outro destaque fica para o setor de Construção, que possui a menor média de *payout* e a menor participação de empresas que pagam acima do obrigatório, sendo também o de maior representação tanto no percentual de empresas que possuem 25% ou menos de *payout*, quanto no percentual de não pagantes.

Sobre os índices de correlação das variáveis utilizadas neste estudo, na Tabela 1.3 são apresentados os coeficientes (juntamente com o nível de significância) para cada par de variáveis, considerando apenas a que estão no nível da firma.

Tabela 1.3: Matriz de correlação *spearman*

Variável	Payout	Tam	OP	ROA	FCL	RETE	Endiv	LC
Payout	1							
Tam	0,3572 (0)***	1						
OP	-0,0663 (0)***	0,1074 (0)***	1					
ROA	0,3389 (0)***	0,252 (0)***	0,1163 (0)***	1				
FCL	0,2879 (0)***	0,1617 (0)***	-0,2254 (0)***	0,398 (0)***	1			
RETE	0,406 (0)***	0,2963 (0)***	-0,0182 (0.3227)	0,4979 (0)***	0,2248 (0)***	1		
Endiv	-0,0589 (0)***	0,1013 (0)***	-0,0035 -0,848	-0,3456 (0)***	-0,1625 (0)***	-0,1818 (0)***	1	
LC	0,0674 (0)***	-0,0568 (0)***	0,0439 (0.02)**	0,2081 (0)***	0,0328 (0.0748)*	0,1045 (0)***	-0,3774 (0)***	1

Fonte: Elaborado pelo autor

Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Conforme os dados da Tabela 1.3, os coeficientes mais destacados para *payout* foram os das correlações com TAM, com ROA e com RETE, o que demonstra que as empresas maiores, mais rentáveis e mais maduras foram as que pagaram uma maior proporção de dividendos no período.

Outras correlações que também podem ser mencionadas (com coeficientes acima de 0,3) são as do ROA com outras três variáveis, RETE, FCL e Endiv, indicando que as empresas mais rentáveis tendem a ser mais maduras, com maior fluxo de caixa livre e menor nível de endividamento. A variável Endiv também teve uma correlação negativa com LC, denotando que as empresas de maior endividamento tendem a ter menor grau de liquidez corrente.

Como as variáveis presentes neste estudo não apresentaram uma distribuição normal (conforme identificado com a realização do teste de Shapiro-Francia), vale destacar que a matriz da Tabela 1.3 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 executados os modelos de regressão. A Tabela 1.4 apresenta os resultados para o primeiro modelo (considerando a winsorização de 1% para cada extremo das variáveis).

Tabela 1.4: Resultados do modelo com o Prêmio de Dividendos

Variável dependente: Payout	Coeficientes (estatística z)			
Variáveis independentes:	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4
Tamanho	0,0634 (8,23)***	0,0621 (8,14)***	0,0572 (6,47)***	0,0331 (4,1)***
Oportunidades de investimento	- 0,1443 (-3,78)***	- 0,1416 (-3,71)***	- 0,1242 (-2,57)**	- 0,1220 (-2,5)**
Rentabilidade	0,0023 (2,14)**	0,0011 (1,02)	- 0,0003 (-0,25)	- 0,0015 (-1,18)
Prêmio de dividendos	1,0309 (1,83)*	1,0391 (1,85)*	0,9394 (1,66)*	0,6110 (0,93)
Endividamento		- 0,0002 (-4,57)***	- 0,0002 (-3,01)***	- 0,0000 (-0,64)
Liquidez corrente		0,0071 (1,32)	0,0152 (2,33)**	0,0144 (3,69)***
Fluxo de caixa livre			0,5575 (3,63)***	0,5143 (3,26)***
Ciclo de vida				0,0105 (3,47)***
Dividendos anteriores				0,2825 (9,71)***
Constante	- 0,8124 (-4,4)***	- 0,7731 (-4,24)***	- 0,7574 (-3,83)***	- 0,4016 (-1,89)*
Efeitos fixos: Ano e Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Número de Observações	4.352	4.352	2.960	2.744
Significância modelo (Prob > F)	0	0	0	0
R ²	0,1602	0,1715	0,2304	0,4182
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Modelo robusto	Sim	Sim	Sim	Sim
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,07	1,08	1,16	1,21
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,0019	0,0019	0,0206	0,0000
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor

Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Na Tabela 1.4 podem ser vistos os resultados de um total de quatro regressões, as quais foram realizadas a partir do primeiro modelo. A primeira regressão, com variáveis independentes, traz apenas o prêmio de dividendos junto com as variáveis do estudo de Fama e French (2001), sendo as demais variáveis acrescentadas nas regressões das colunas seguintes.

Na primeira regressão as quatro variáveis (tamanho, oportunidades de investimento, rentabilidade e prêmio de dividendos) apresentaram significância. Para a segunda regressão foram acrescentados Endividamento e Liquidez Corrente, sendo a última, junto com Rentabilidade, as únicas sem significância estatística nessa configuração do modelo. Já para a terceira, com a inclusão da variável fluxo de caixa livre, houve um aumento no poder explicativo do modelo e a principal variável independente de interesse, Prêmio de Dividendos, continuou com significância estatística. Entre as variáveis de controle, apenas Rentabilidade não apresentou significância nessa regressão.

A relação positiva do Prêmio de Dividendos com o *payout*, nessas três regressões, é uma evidência de que os gestores levaram em conta a variação da demanda por dividendos na decisão de distribuição de lucros das empresas, trazendo suporte para a hipótese de pesquisa. 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).

Para a quarta regressão, com o acréscimo das variáveis Ciclo de Vida e Dividendos Anteriores, houve também um aumento no poder explicativo, porém Prêmio de Dividendos, juntamente com Rentabilidade e Endividamento, não foram significativas.

Em todas as quatro regressões as variáveis independentes, quando estatisticamente significativas, apresentaram sinal conforme o esperado. Para todas foram executados testes dos pressupostos (conforme também apresentado na Tabela 1.4), onde todas tiveram um nível de multicolinearidade aceitável (VIF médio e individual de cada variável menores que 10). Todas, considerando 5% de significância, apresentaram problemas de autocorrelação e heterocedasticidade dos resíduos, sendo necessário a utilização do modelo robusto (conforme indicado na seção anterior. 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 dessas regressões ficam limitadas para as empresas da amostra no período abordado.

Com a utilização desse modelo é visto que, de forma geral, o pagamento de dividendos das empresas brasileiras não financeiras pode ser explicado pela demanda dos investidores, pelas variáveis que representam as características atuais das empresas e pelos dividendos pagos anteriormente. Em resumo, as evidências apontadas na Tabela 1.4 indicam que os gestores buscam capturar o prêmio de dividendos e que as empresas maiores, mais rentáveis, que possuem menores oportunidades de investimento, maior fluxo de caixa livre, maior liquidez corrente e que pagaram maiores volumes de dividendos no ano anterior tendem a ter uma política de dividendos com maior *payout*.

Visando reforçar as evidências obtidas com as regressões do primeiro modelo foram realizados testes considerando o Prêmio IDIV como *proxy* para a demanda dos investidores por dividendos. Os resultados do segundo modelo são apresentados na Tabela 1.5 (considerando a winsorização de 1% para cada extremo das variáveis).

Tabela 1.5: Resultados do modelo com o Prêmio IDIV

Variável dependente: Payout	Coeficientes (estatística z)			
	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4
Variáveis independentes:				
Tamanho	0,0559 (5,7)***	0,0577 (6,1)***	0,0585 (6,28)***	0,0345 (4,02)***
Oportunidades de investimento	- 0,1787 (-4,58)***	- 0,1779 (-4,54)***	- 0,1160 (-2,44)**	- 0,1134 (-2,37)**
Rentabilidade	0,0052 (3,58)***	0,0040 (2,92)***	- 0,0008 (-0,58)	- 0,0023 (-1,62)
Prêmio IDIV	0,0867 (1,84)*	0,0879 (1,87)*	0,0796 (1,68)*	0,0528 (0,98)
Endividamento		- 0,0002 (-2,15)**	- 0,0002 (-2,74)***	- 0,0001 (-0,77)
Liquidez corrente		0,0154 (1,71)*	0,0166 (2,43)**	0,0157 (3,93)***
Fluxo de caixa livre			0,6284 (3,77)***	0,5815 (3,4)***
Ciclo de vida				0,0090 (3,24)***
Dividendos anteriores				0,2795 (9,06)***
Constante	- 0,5254 (-3,49)***	- 0,5540 (-3,72)***	- 0,5546 (-3,75)***	- 0,2709 (-1,99)**
Efeitos fixos: Ano e Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Número de Observações	2.905	2.905	2.807	2.596
Significância modelo (Prob > F)	0	0	0	0
R ²	0,2039	0,214	0,2153	0,3751
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Modelo robusto	SIM	SIM	SIM	SIM
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,05	1,07	1,16	1,2
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,0363	0,0351	0,0395	0,0000
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor
Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

As regressões executadas para o modelo 2, conforme apresentado na Tabela 1.5, seguem uma separação semelhante as do modelo 1. Assim como para o modelo anterior, com a inclusão de variáveis de controle adicionais, o modelo 2 teve ganho de poder explicativo. Nas regressões 1 e 2 todas as variáveis foram significativas e tiveram coeficientes com o sinal esperado. Já na terceira regressão, entre todas as variáveis independentes, apenas Rentabilidade não teve significância estatística. As demais, além de significantes, também apresentaram sinal de acordo com o esperado.

A *proxy* para os incentivos de *catering* (Prêmio IDIV) obteve significância estatística nessas três regressões, destacando uma relação positiva com o *payout*. Esse resultado traz mais uma evidência de que, para as decisões de dividendos, os gestores levam em conta a demanda dos investidores, distribuindo uma maior proporção dos lucros nos momentos em que os ativos dos grandes pagadores de dividendos são os mais procurados. Vale lembrar que essas regressões foram efetuadas com o período da amostra reduzido, dessa forma, mesmo com a mudança da variável de mensuração do prêmio de dividendos e com o uso de um diferente recorte do período de estudo, as evidências da teoria de *catering* para o contexto brasileiro permaneceram consistentes.

Já para última regressão desse modelo, semelhante a última regressão do modelo anterior, as variáveis Rentabilidade, Prêmio IDIV e Endividamento não foram estatisticamente significantes. Com isso, vale destacar que, apesar das duas *proxies* para o prêmio de dividendos, dentro dos resultados dos dois modelos, terem se mostrado estatisticamente significantes, não foram em todas as regressões. Também vale salientar que essas *proxies* foram significantes apenas considerando o nível de 10%.

Sobre os testes dos pressupostos, foi apontado que para todas as regressões foi necessária a correção pelo modelo robusto. Os testes também demonstraram que todas as quatro regressões do modelo 2 tiveram um nível de multicolinearidade aceitável. Igualmente ao modelo 1, a hipótese de normalidade dos resíduos foi rejeitada para todas as regressões, com isso, as considerações sobre os resultados ficam restritas as empresas e período da amostra.

De forma resumida, os resultados desse 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, endividamento, liquidez corrente, fluxo de caixa livre e ciclo de vida), (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 1.5 apontaram que, na média, as empresas da amostra aumentaram aproximadamente entre 8% e 8,5% o nível de *payout* para os anos em que os ativos dos grandes pagadores de dividendos foram os mais valorizados.

Os resultados desses dois modelos vão encontro de resultados obtidos por outros autores, os quais também encontraram evidências dos incentivos de *catering* em mercados emergentes (Tangjitprom, 2013; Labhane, 2019; Andrikopoulos et al., 2020; ElBannan, 2020).

Além desses resultados apresentados, também foram realizados testes adicionais. Esses testes utilizaram as mesmas variáveis dos dois modelos, porém considerando um tratamento de

dados com a winsorização de 2,5% e 5% dos extremos das observações. Nesses testes as *proxies* para o prêmio de dividendos não foram estatisticamente em nenhuma regressão. Também adicionalmente, visando trazer maior controle para questão da heterogeneidade dos dados, foram feitos testes para quatro subamostras, as quais continham empresas dos setores de maior representatividade (energia elétrica, construção, siderurgia e metalurgia e comércio). Para essas subamostras as *proxies* para o prêmio de dividendos também não foram significantes. Desta maneira, com esses testes adicionais não foi possível obter mais evidências da presença dos incentivos de *catering* no Brasil.

1.5 Considerações Finais

O Brasil está entre os países que adotam a obrigatoriedade no pagamento de dividendos. Esse 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 desses 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 essas 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 nesses anos houve uma maior procura dos investidores pelos ativos de empresas que se destacaram pelo pagamento de dividendos e JSCP.

Na primeira tentativa, a variável que representou o prêmio de dividendos foi significativa, desta forma, mesmo com a adaptação do cálculo original, foi encontrado indícios dos chamados incentivos de *catering*. Também para a segunda tentativa, 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 nível de endividamento e positivamente com tamanho, rentabilidade, fluxo de caixa livre, ciclo de vida, liquidez corrente, dividendos pagos no período anterior e com a demanda dos investidores. Os coeficientes encontrados no modelo 2 indicaram que, na média, quando existe a percepção de que os ativos de grandes pagadores são os mais valorizados, existiu um crescimento aproximado entre 8% e 8,5% 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.

O fato de que, conforme apontado na seção anterior, no Brasil existir um relevante número de empresas que pagam percentuais bem superiores ao obrigatório, é também algo que joga a favor do fim da atual regulação dos dividendos. Já que, considerando que essas empresas não têm seu *payout* determinado pelo mínimo do estatuto, em um eventual fim da regulação, os investidores interessados em dividendos ainda teriam uma boa base de grandes pagadores para os obterem.

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.

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. Outro ponto é que, os testes adicionais, com outros tipos de tratamento de dados e com subamostras dos setores de maior representatividade, não trouxeram mais evidências da influência do prêmio de dividendos na decisão de *payout*.

Apesar deste trabalho trazer indícios de que os investidores possuem outra maneira de obter os dividendos, faz-se necessário ainda um maior aprofundamento antes de se ter a conclusão de que a extinção da lei de obrigatoriedade é o ideal. Um passo mais seguro, antes de se estabelecer o fim dessa exigência legal, seria um maior fortalecimento da proteção aos investidores com outros dispositivos legais que não interfiram diretamente na decisão de distribuição de lucros das empresas.

Para trabalhos futuros, fica a sugestão da realização de estudos que busquem investigar a relação entre o pagamento de dividendos e a proteção dos acionistas minoritários. Uma vez que gestores podem atender a demanda de investidores por dividendos, eles estariam fazendo isso para compensar deficiências de governança corporativa, ou o atendimento da demanda por dividendos seria uma marca das empresas com boa governança? A execução de pesquisas com esse tema ajudaria a se obter um número maior de argumentos, positivos ou negativos, sobre uma possível mudança da legislação dos dividendos obrigatórios e também traria maior compreensão do possível papel dos dividendos em reduzir custos de agência no cenário brasileiro.

1.6 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.
- Galvão, K. S., Santos, J. F., & Araújo, J. M. (2018). Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: Um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(36), pp. 3-30. doi:DOI: <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n36p3>
- Golubov, A., Lasfer, M., & Vitkova, V. (2020). Active catering to dividend clienteles: Evidence from takeovers. *Journal of Financial Economics*, 137(3), pp. 815-836.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica* (5 ed.). São Paulo: AMGH Editora.
- Harris, L. E., Hartzmark, S. M., & Solomon, D. H. (2015). Juicing the dividend yield: Mutual funds and the demand for dividends. *Journal of Financial Economics*, 116(3), pp. 433-451.
- Hartzmark, S. M., & Solomon, D. H. (2013). The dividend month premium. *Journal of Financial Economics*, 109(3), pp. 640-660.
- 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.
- Hu, C., Liu, Y. J., & Xu, X. (2021). The valuation effect of stock dividends or splits: Evidence from a catering perspective. *Journal of Empirical Finance*, 61, pp. 163-179.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(1), pp. 323-329.
- 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.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), pp. 1113 - 1155.
- 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.
- Lee, K. F. (2011). Demographics, dividend clienteles and the dividend premium. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(4), pp. 368-375.

- 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(2), 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 obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), pp. 89-123.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E ATENDIMENTO DA DEMANDA DOS INVESTIDORES POR DIVIDENDOS NO BRASIL

Resumo

Visando compensar uma fraqueza no ambiente de proteção a investidores, alguns países, entre eles o Brasil, adotaram regulamentos de dividendos obrigatórios. O pagamento de dividendos reduz o caixa disponível para gestores, e conseqüentemente limita a possibilidade de expropriação. Apesar do regulamento trazer maior segurança para investidores, é relatado que ele enfraquece a capacidade de investimento das empresas, com isso, faz se necessária a busca de mecanismos alternativos que possam, sem efeitos colaterais, trazer maior proteção nas relações de investimento. Um importante fator para o estabelecimento de uma relação de confiança com investidores, que pode ser usado pelas em empresas, é a adoção de práticas de governança. Na literatura é discutido se governança e dividendos possuem uma relação complementar ou uma relação de substituição, no entanto, estudos anteriores têm tratado os investidores como agentes que possuem sempre a mesma preferência por dividendos. Este estudo teve o objetivo de analisar a relação entre a governança e o pagamento de dividendos nas empresas brasileiras e verificar se a mudança na demanda por dividendos afeta essa relação. Para isso foram realizadas regressões com dados em painel para uma amostra de 400 empresas não financeiras com ações listadas na B3, abordando dados do período entre 2007 e 2022. Os resultados trouxeram apoio para o modelo de substituição, com empresas listadas em segmentos especiais de governança corporativa pagando menos dividendos. Também foi apontado que o efeito de substituição é mais forte em momentos de baixa demanda por dividendos, ou seja, as empresas de fortes padrões de governança conseguem reter ainda mais caixa quando o interesse dos investidores por dividendos é menor. Este estudo contribui no sentido de demonstrar que a adoção de padrões de governança corporativa deve ser incentivada para a construção de um ambiente de investimento mais seguro e menos dependente de um regulamento de dividendos obrigatórios.

Palavras-chave: Modelo de Resultado; Modelo de Substituição; Política de dividendos; Catering; Dividendos Obrigatórios.

2.1 Introdução

A diferença entre os países no acesso das empresas a financiamento pode ser explicada pelo quanto os investidores são protegidos da expropriação por parte de administradores e acionistas controladores das empresas (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000a). Uma forte proteção reflete no aumento da atividade dos mercados financeiros, na dispersão de propriedade das ações e na eficiência de alocação de recursos das empresas (La Porta et al., 2000a). Outro importante fator que pode ser influenciado pelo nível de proteção de um país é o quanto as empresas distribuem de seus lucros na forma de dividendos (Herron, 2022).

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000b) descrevem dois tipos de modelos para possíveis explicações sobre a relação entre os direitos dos acionistas e o pagamento de dividendos. O primeiro modelo trata os dividendos como resultado de uma forte proteção, nesse sentido, acionistas minoritários bem protegidos exerceriam sua força para exigir os dividendos e, com isso, as empresas distribuiriam mais dividendos em países de forte proteção. Já no segundo modelo, os dividendos atuam como um mecanismo substituto para os direitos legais, dessa forma, seria em locais de baixo nível de proteção que as empresas tenderiam a pagar mais dividendos, já que teriam maior necessidade de manter reputação para ter acesso a fontes de recursos no mercado.

Na maior parte do mundo a decisão de distribuição dos lucros é totalmente discricionária, porém em alguns lugares, como o Brasil, é regulamentada pelo governo (Vancin & Kirch, 2020). As empresas no Brasil normalmente enfrentam sérios problemas de restrição financeira, com as políticas de investimento possuindo forte dependência dos recursos gerados internamente (Crisóstomo, Iturriaga, & González, 2014). Essa dependência é uma característica de ambientes marcados por uma fraca proteção aos direitos dos acionistas, onde existe uma maior dificuldade em se obter recursos de fontes externas (McLean, Zhang, & Zhao, 2012).

Como um ambiente de investimentos seguro é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais, em países onde a proteção dos acionistas minoritários é insuficiente, a obrigatoriedade de distribuição de dividendos pode ser vista como um instrumento substituto para os direitos legais desses acionistas (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998). O pagamento obrigatório impede que gestores e acionistas majoritários retenham todo o lucro da empresa, o que pode trazer confiança para investidores externos colocarem seu dinheiro na firma, já que a eles fica garantida uma participação nos fluxos de caixa gerados pelas empresas lucrativas (La Porta et al., 1998; Vancin & Kirch, 2020).

O mecanismo é usado para proteger o investidor, mas acaba também reduzindo as fontes internas de recursos, que são necessárias principalmente para empresas dos locais onde a lei é aplicada, já que conforme apontado por Vancin e Kirch (2020), o regulamento de dividendos obrigatórios tem o potencial de agravar o problema de forte dependência de recursos internos. Os autores trazem evidências de que, mesmo controlando fatores como ambiente institucional e desenvolvimento econômico, os investimentos de empresas localizadas em países que adotam as leis de dividendos obrigatórios, quando comparado com empresas de outros locais, são menores e possuem maior sensibilidade ao fluxo de caixa.

A constatação dos impactos negativos nos níveis de investimento das empresas amplia a necessidade de discussão sobre a possibilidade de uma mudança na legislação, já que o dividendo obrigatório poderia não ser uma ferramenta eficiente de proteção (Vancin & Kirch, 2020). O caminho ideal para extinguir os dividendos obrigatórios passa pelo fortalecimento do ambiente de direitos legais dos investidores, já por parte das empresas, é fundamental manter altos padrões de governança visando superar a insegurança do investidor. Mitton (2004) argumenta que um ambiente de negócios seguro é um fator importante contra o problema da expropriação, contudo, em nível de empresa, a governança corporativa assume um papel de igual ou maior importância.

Conforme Mitton (2004), considerando que o nível de proteção impacta no pagamento de dividendos, esse fator ajudaria a explicar não somente a diferença entre países, mas também a diferença na distribuição de dividendos entre as empresas. Nesse sentido, Mitton (2004) realizou um estudo onde aplicou os modelos de resultado e substituição levando em conta a governança corporativa das empresas. O autor trouxe evidências de que empresas com melhor classificação de governança pagaram mais dividendos. Após esse estudo, outros autores também abordaram o tema, desde então são encontrados resultados mistos, ou seja, existe na literatura suporte tanto para o modelo de resultado quanto para o de substituição.

No Brasil Souza, Peixoto e Santos (2016) e Zagonel, Terra e Pasuch (2018) encontraram uma relação positiva para a qualidade da governança corporativa da empresa e o pagamento de dividendos, apoiando o modelo de resultado, já Lozano, López-Iturriaga e Braz-Bezerra (2021) e Freire, Lima, Ponte e Guimarães (2021) destacaram uma relação negativa, trazendo suporte para o modelo de substituição.

Nesses e em outros estudos, seja no Brasil ou outros países, diversos atributos de governança têm sido abordados, como tamanho e composição do conselho de administração, índices de governança, comitê de auditoria, dualidade do CEO (*Chief Executive Officer* - diretor executivo), participação em segmentos especiais de listagem, entre outros. Porém algo que pode

ser considerado uma limitação é que, independentemente do atributo de governança utilizado, esses estudos tratam os investidores como tendo sempre a mesma preferência por dividendos.

Outra linha de pesquisa sobre dividendos, iniciada a partir do trabalho de Baker e Wurgler (2004), tem trazido evidências de que a demanda dos investidores por dividendos se altera ao longo do tempo e que essa alteração influencia na decisão de pagamento das empresas. Baker e Wurgler (2004) propõem que, em momentos de alta (baixa) demanda por dividendos, os investidores podem colocar um prêmio (desconto) nos preços das ações das empresas pagadoras. Desta maneira, os gestores agiriam ativamente para atender o desejo dos investidores, pagando ou não pagando conforme a demanda e, com isso, capturando o prêmio ou evitando o desconto no preço das ações.

Considerando que, dentre outros fatores, a política de dividendos de uma empresa pode ser influenciada pelo seu nível de governança e pela demanda dos investidores, surge a questão se esses fatores poderiam se interagir, ou seja, as empresas de boa governança teriam comportamentos diferentes sobre a distribuição de dividendos dependendo do nível da demanda dos investidores? Dessa maneira, este trabalho, além de pesquisar sobre a relação entre a governança corporativa e o pagamento de dividendos das empresas brasileiras, busca investigar se os padrões de governança dessas empresas contribuem para o atendimento do interesse variável de seus investidores.

Se as empresas de boa governança atendem o desejo de seus acionistas, nos momentos de alta demanda por dividendos poderia ser observado um efeito de resultado, com essas empresas pagando mais dividendos. Já em períodos de baixa demanda, essas empresas poderiam se aproveitar da sua reputação construída e reter o máximo possível dos seus recursos internos, levando a ser observado um efeito de substituição entre governança e dividendos nesses períodos.

Além de buscar contribuir para a literatura de governança corporativa e dividendos em mercados emergentes, este estudo pode trazer argumentos para a discussão sobre a tentativa de encontrar mecanismos para o fim da distribuição obrigatória de dividendos no Brasil. Considerando que a governança corporativa pode ser um fator que impulse as empresas a agirem com maior conformidade ao que seus acionistas minoritários esperam, além de reformas jurídicas que tornem o ambiente de investimentos mais seguro, mudanças que ampliem as exigências de governança das empresas poderiam ser importantes para melhorar a proteção de acionistas minoritários.

Buscar proteger os investidores, por meio de mecanismos que não reduzam o poder de decisão dos gestores sobre a distribuição de lucros, pode ajudar as empresas a reduzirem a

sensibilidade dos investimentos ao seu fluxo de caixa, conforme o problema apontado por Vancin e Kirch (2020).

Para realizar o objetivo proposto, foram coletados dados de empresas brasileiras não financeiras com ações listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). O estudo abordou o período entre 2007 e 2022, fazendo uso de regressões com efeitos fixos no ano e setor. O nível de governança dessas empresas foi representado por listagens em segmentos especiais de governança corporativa e por características do conselho de administração.

A seção seguinte apresenta uma revisão da literatura sobre o tema, depois são destacados os métodos e procedimentos da pesquisa, após são apresentados e discutidos os resultados obtidos, e por fim são apontadas as considerações finais do estudo.

2.2 Revisão da Literatura

Os acionistas minoritários normalmente enfrentam o risco de não obter o retorno esperado pelos seus investimentos, umas das causas desse problema é a possibilidade de expropriação por parte dos administradores e acionistas controladores da empresa, que utilizariam os lucros na forma de consumo de benefícios em vez de devolvê-los aos investidores externos (La Porta et al., 2000a). Como esse problema tem o potencial de prejudicar a capacidade de financiamento das empresas, é fundamental a existência de mecanismos que tragam proteção para o investidor dentro dos mercados financeiros, e essa proteção pode ocorrer por meio de tribunais, agências governamentais ou através dos próprios participantes do mercado (La Porta et al., 2000a).

Para os participantes do mercado, um dos mecanismos que pode ser usado para trazer segurança nas relações de investimento, é o pagamento de dividendos. Easterbrook (1984) diz que a distribuição contínua de dividendos reduz fontes internas de financiamento, fazendo com que as empresas, para levantar recursos e atender o plano de investimentos, tenham que se sujeitar ao monitoramento do mercado com maior frequência, reforçando a necessidade de construir uma boa reputação junto aos investidores. O autor ainda afirma que, mesmo não havendo uma nova captação, o pagamento de dividendos contribui para que o nível de endividamento da empresa seja mantido, assim mantendo também o mesmo risco financeiro assumido inicialmente tanto por acionistas quanto por credores.

Levando em conta que a proteção legal ao investidor e o pagamento de dividendos podem ser usados para o propósito de reduzir os custos de agência, na literatura de finanças existe uma discussão de como esses fatores se relacionam. La Porta et al. (2000b) apresentam

dois modelos de agência de dividendos, chamados de resultado e de substituição. No modelo de resultado o pagamento de dividendos é tratado como uma consequência da efetiva proteção aos direitos legais dos acionistas, desta maneira, em países com forte proteção os dividendos seriam maiores, já que nesses ambientes os acionistas minoritários teriam melhor condição de pressionar as empresas a distribuir os lucros.

Já no segundo modelo, La porta et al. (2000b) descrevem um outro tipo de raciocínio, onde os dividendos seriam maiores em ambientes de fraca proteção. Nesses locais o pagamento teria o papel de substituir os direitos legais, com isso, a distribuição de lucros aos acionistas ocorreria com o objetivo de manter a reputação da empresa junto ao mercado. No mesmo artigo, os autores realizaram testes com uma amostra de 33 países, destacando que as empresas localizadas em países de melhor proteção foram as que pagaram dividendos mais altos, ou seja, foi encontrado suporte para o modelo de resultado.

Os modelos de resultado e substituição originalmente foram aplicados levando em conta a proteção do investidor em nível de país, porém, vários autores têm utilizado os modelos abordando a proteção no âmbito da empresa. Seguindo essa linha, Mitton (2004) testou a relação entre o pagamento de dividendos e a classificação de governança corporativa em 365 empresas de 19 países emergentes. O autor trouxe evidências consistentes com o modelo de resultado, onde as empresas com melhores classificações de governança foram as que pagaram mais dividendos. Também foi apontado que a governança corporativa teve um papel complementar com a proteção do investidor no nível de país, com isso, investidores protegidos, por direitos legais ou pela governança da empresa, usariam sua força para obter os dividendos.

O modelo de resultado, considerando a proteção no nível da empresa, também foi evidenciado por diversos outros estudos, como Adjaoud e Ben-Amar (2010) no Canadá, Jiraporn, Kim e Kim (2011) e Sharma (2011) nos EUA, Kanojia e Bhatia (2021) nos EUA e Índia, Rajput e Jhunhunwala (2019) e Pahi e Yadav (2019) na Índia, Renneboog e Szilagyi (2020) na Holanda, Ganguli, Dawar e Arrawatia (2020) no Cingapura, Baker, Dewasiri, Premaratne e Premaratne (2020) no Sri Lanka, Al Farooque, Hamid e Sun (2021) na Austrália e Chang, Dutta, Saadi e Zhu (2018) em uma amostra de vários países.

Também tendo em vista os padrões de governança específicos da empresa, alguns autores, como Sawicki (2009), Abor e Fiador (2013) e Herron (2022), trazem evidências de que, dependendo do contexto, podem ser encontrados números que apoiam o modelo de resultado ou de substituição.

Sobre o modelo de substituição, também foram obtidas evidências nos estudos realizados por Benjamim (2015) na Malásia, Sanan (2019) na Índia e por Nguyen, Dang e Dau (2021) no Vietnã, indicando que as empresas desses países poderiam utilizar seus mecanismos de governança para reter o máximo de lucro possível.

No Brasil também são encontrados estudos que investigaram a relação entre os padrões de governança e a política de dividendos das empresas. Enquanto Souza et al. (2016) e Zagonel et al. (2018) trouxeram evidências que apoiam o modelo de resultado, estudos mais recentes como o de Lozano et al. (2021) e de Freire et al. (2021) encontraram suporte para o modelo de substituição.

As empresas de capital aberto no Brasil, que buscam se destacar pelos seus padrões de governança, têm a opção de se enquadrar em segmentos especiais de listagem. Esses segmentos foram criados no intuito de incentivar a adoção voluntária de melhores padrões de governança corporativa por parte das empresas, sendo os principais os segmentos denominados de Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de governança corporativa (Heller & Noveli, 2018). As empresas que aderem esses segmentos precisam cumprir regras mais rígidas de governança do que aquelas exigidas por lei, as quais visam trazer maior transparência e segurança para a relação entre a empresa e seus acionistas (Heller & Noveli, 2018).

Souza et al. (2016), para pesquisar o efeito da listagem em níveis diferenciados de governança no pagamento de dividendos, utilizaram uma amostra de 233 empresas não financeiras com ações negociadas na B3. Com o uso de dados do período entre 2002 e 2013, foi observado que as empresas dos segmentos de listagem nível 2 e novo mercado, em comparação com as empresas listadas no mercado tradicional e no nível 1, tiveram uma maior proporção de dividendos pagos por ação. Desta maneira, as maiores exigências de padrões de governança contribuíram para o incremento na distribuição de dividendos dessas empresas. Além da governança corporativa, os outros principais determinantes dos dividendos apontados foram dividendos pagos no ano anterior e oportunidades de crescimento. As variáveis de setor e ano também foram significativas no modelo adotado pelos autores.

Já Zagonel et al. (2018) investigaram a influência dos impostos e da governança na política de dividendos de uma amostra de 672 empresas. Foram abordados dados do período entre 1986 e 2011, sendo observadas diversas mudanças nos pagamentos de dividendos conforme alterações nas legislações tributárias. Sobre a governança corporativa, foi identificado que a presença em segmentos de listagem especiais teve efeito positivo nos dividendos por ação, destacando o papel complementar entre a distribuição de dividendos e a adoção voluntária de melhores práticas de governança. Os autores também apontaram que o

payout das empresas é impactado positivamente por dividendos passados, lucro por ação e dedutibilidade (pagamento de juros sobre capital próprio - JSCP) e negativamente por direitos de votos (*dummy* para ações ordinárias) e propriedade estatal.

Outro estudo que utilizou a listagem em segmentos diferenciados foi o de Lozano et al. (2021), que pesquisaram sobre mudanças nas políticas de dividendos com a criação desses segmentos. A amostra foi de 266 empresas não financeiras e o período abordado foi entre 2001 e 2012. Diferente dos trabalhos citados anteriormente, os autores criaram uma variável *dummy* para empresas listadas no novo mercado e outra para empresas listadas nos níveis 1 ou 2. Os resultados demonstraram que as empresas presentes nesses segmentos de listagem pagaram menos dividendos no período, com um efeito mais pronunciado para as empresas do novo mercado, ou seja, a adoção de maiores padrões de governança possibilitou as empresas reterem mais recursos internos. Os autores também identificaram que a variável dividendos por ativo foi afetada positivamente por tamanho da empresa, oportunidades de investimento e lucratividade e negativamente por alavancagem e caixa.

Também com evidências do modelo de substituição no Brasil, Freire et al. (2021) realizaram uma pesquisa sobre a influência do ciclo de vida e da governança no *payout* de uma amostra de 94 empresas. O índice de qualidade de governança corporativa, construído pelos autores, abordou aspectos relativos à composição do conselho, comitê de auditoria, outros comitês, *free float*, controle e conduta, incentivos aos administradores e listagem em nível diferenciado de governança. Com o uso de dados do período entre 2015 e 2017, os autores apontaram que a qualidade da governança impactou negativamente o pagamento de dividendos enquanto o ciclo de vida impactou positivamente. Uma das limitações do índice é que ele foi construído considerando o mesmo peso para todos os fatores, não existindo nenhuma ponderação.

Procurando também testar o impacto dos padrões de governança na política de dividendos das empresas no Brasil este estudo buscou testar a seguinte hipótese:

H_1 : O nível de governança corporativa está negativamente relacionado com o pagamento de dividendos nas empresas brasileiras, denotando que os altos padrões de governança reduzem a necessidade das empresas em distribuir dividendos.

Diferente dos estudos anteriores no país, esta pesquisa aborda um período diferente, utiliza variáveis de controle adicionais e emprega dois grupos diferentes de variáveis para

mensurar os padrões de governança, que são a listagem em segmentos especiais e as características do conselho de administração.

De forma geral, são encontrados resultados mistos nos estudos que investigaram a relação entre governança corporativa e o pagamento de dividendos pelo mundo. Um ponto em comum desses estudos é que neles é considerado que os investidores sempre têm o mesmo interesse em receber os dividendos. Porém na literatura de dividendos é relatado que os gestores agem de forma ativa para atender mudanças nas preferências dos investidores por dividendos (Baker & Wurgler, 2004).

Os primeiros autores a relatarem esse tipo comportamento foram Fama e French (2001). Os autores notaram uma mudança na propensão das empresas em pagar dividendos, já que mesmo para as empresas maiores, mais lucrativas e com menos oportunidades de investimentos, características de empresas que são fortes candidatas a pagar dividendos, em determinado momento o pagamento ficou menos atrativo. Sobre essa alteração na propensão das empresas em distribuir dividendos, Baker e Wurgler (2004) trazem uma explicação, eles argumentam que existe uma mudança na demanda dos investidores por dividendos, devido a isso o pagamento se tornaria mais atrativo em determinados momentos e menos em outros.

Na teoria proposta por Baker e Wurgler (2004), chamada de teoria *catering* de dividendos, quando os investidores querem os dividendos eles estão dispostos a pagar mais pelas ações das empresas pagadoras, com isso, os gestores teriam o incentivo de atender o desejo dos investidores visando capturar esse prêmio no preço das ações. Já nos momentos de baixa demanda, haveria uma omissão nos pagamentos por parte dos gestores, que deixariam de pagar dividendos para evitar um desconto no preço das ações.

Levando em conta que o pagamento de dividendos pode ser explicado tanto pelo nível de governança das empresas quanto pelo desejo dos investidores, além de por outros fatores, pode ser levantada a questão se os efeitos de resultado e substituição se alterariam conforme uma mudança na expectativa de investidores por dividendos. Sendo assim, as empresas de boa governança poderiam manter sua política de dividendos mais alinhada ao interesse de seus investidores, com isso, poderiam reter uma maior proporção de seus lucros em momentos de baixa demanda por dividendos visando ter mais recursos internos para reinvestimento.

Desta maneira, este estudo também procura testar a seguinte hipótese:

H_2 : O prêmio de dividendos possui um papel moderador na relação entre a governança da empresa e o pagamento de dividendos no Brasil.

Para o caso do Brasil, essa discussão torna-se bastante relevante, já que considerando que o regulamento de dividendos obrigatórios pode reduzir o potencial de investimento das empresas (Vancin & Kirch, 2020), compreender melhor os mecanismos de mercado que influenciam a decisão de dividendos, contribui para uma busca de soluções que possam abrir caminho para um possível fim desse tipo de regulamento.

2.3 Método de Pesquisa

Para a realização deste trabalho, uma amostra de empresas não financeiras com ações negociadas na B3 foi utilizada. O estudo abordou o período entre 2007 e 2022, com os dados das empresas sendo coletado junto ao sistema Economatica® e no site da Comissão de valores mobiliários (CVM). O período foi escolhido pela razão de disponibilidade de dados do IDIV (Índice Dividendos) por parte da B3. A utilização desse índice foi necessária para a construção de uma variável proposta para capturar o prêmio de dividendos, já que o cálculo original proposto por Baker e Wurgler (2004) não mensuraria de forma adequada a demanda por dividendos em um ambiente com distribuição regulamentada como o Brasil.

O uso de dados a partir de 2007 também foi oportuno para ter informações mais precisas com relação às listagens de empresas nos segmentos especiais, uma vez que eles foram criados em 2002, coletar dados somente após cinco anos da criação é relevante para cobrir um período em que as empresas, as quais tiveram interesse em entrar nesses segmentos, tiveram tempo suficiente para se adequarem as exigências da listagem.

A amostra contou apenas com empresas que possuíssem dados da distribuição de dividendos por pelo menos cinco anos durante o período abordado. No Quadro 2.1 é apresentada a quantidade de empresas da amostra por setor.

Quadro 2.1: Setores e quantidade de empresas na amostra

Setor	Quantidade	Setor	Quantidade
Agro e Pesca	4	Papel e Celulose	7
Alimentos e Bebidas	18	Petróleo e Gás	14
Comércio	26	Química	15
Construção	36	Siderur & Metalur	23
Eletroeletrônicos	9	Software e Dados	8
Energia Elétrica	60	Telecomunicações	18
Máquinas Indust	5	Textil	22
Mineração	9	Transporte Serviç	21
Minerais não Met	3	Veículos e peças	11
Outros	91	Total geral	400

Fonte: Elaborado pelo autor

Com a definição dos critérios de seleção da amostra, conforme descrito anteriormente, o estudo foi composto por um total de 400 empresas. Na Figura 2.1 é representada a quantidade de empresas por segmento em cada um dos anos abordados.

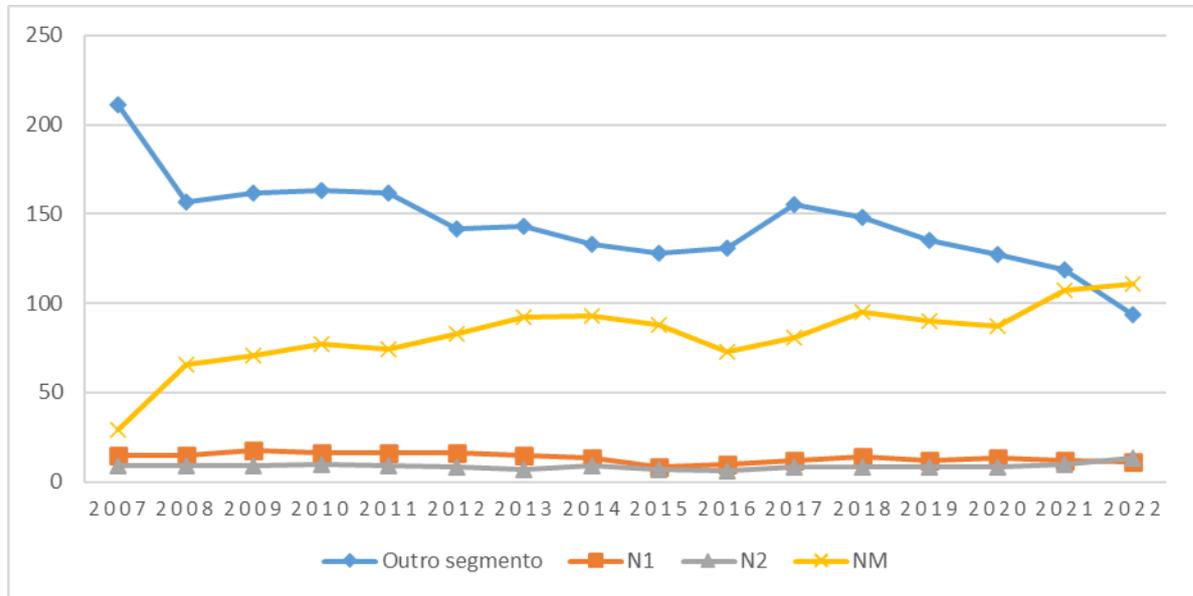


Figura 2.1: Quantidade de empresas presentes no estudo por segmento de listagem

Fonte: Elaborado pelo autor

Percebe-se que ao longo do tempo um relevante número de empresas aderiu ao novo mercado. O percentual das empresas deste estudo listadas nesse segmento, em relação à amostra total, saiu de cerca de 11% em 2007 para mais de 48% em 2022. Dentre os três segmentos o novo mercado é aquele que traz um maior número de exigências para as empresas listadas (Heller & Noveli, 2018).

Já com relação as variáveis presentes neste trabalho, o *payout* foi escolhido como variável dependente, esse indicador mensura a proporção dos lucros distribuídos pela empresa, na forma de dividendos, perante o lucro líquido total. Além dos dividendos, também foram considerados os Juros Sobre Capital Próprio (JSCP), que também fazem parte da remuneração paga aos acionistas em cada período.

Existem diversos estudos que utilizaram uma variável *dummy* para representar a política de dividendos das empresas, com as observações da variável assumindo o valor 1 para períodos em que a empresa pagou dividendos e 0 para quando não pagou, porém, para o caso Brasil, existem empresas que distribuem dividendos apenas para cumprir os percentuais das cláusulas de pagamento obrigatório de seus estatutos, dessa maneira, o uso dessa variável não seria indicado para as pesquisas realizadas no país.

Para representar os padrões de governança das empresas foram utilizadas diferentes *proxies*. O primeiro grupo foi formado por três variáveis *dummies* de listagem em segmentos especiais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Conforme apontado na seção anterior, vários estudos encontraram relação entre a listagem em segmentos especiais de governança e o pagamento de dividendos no Brasil (Souza et al., 2016; Zagonel et al., 2018; Lozano et al., 2021; Freire et al. 2021).

Já o segundo grupo foi composto por variáveis que mensuram fatores que estão relacionados com as características do conselho de administração, que são: Tamanho do conselho, Independência do conselho e Dualidade do CEO. Os dados relativos a essas variáveis foram obtidos no site da CVM.

O conselho de administração possui a responsabilidade de monitorar possíveis comportamentos oportunistas de gestores, com isso trazendo maior garantia para que os interesses dos acionistas sejam preservados (Abor & Fiador, 2013). O tamanho do conselho pode influenciar no nível de proteção dos acionistas, com conselhos maiores sendo indicativos de melhores padrões de governança (Kanojia & Bhatia, 2021).

Ter uma maior proporção de membros independentes dentro do conselho de administração da empresa também é considerado uma boa prática de governança corporativa, uma vez que o conselheiro independente tende a atuar de forma mais decisiva em prol dos interesses dos acionistas (Al Farooque et al., 2021). Uma maior presença de conselheiros independentes também pode fazer com que administradores desistam de desviar recursos para benefícios próprios ou para investimentos sem valor para o acionista (Baker et al., 2020).

Já para Dualidade do CEO, que é um termo usado para quando o diretor presidente de uma empresa atua também como presidente do conselho de administração, é relatado que manter essas duas funções separadas, em uma visão de custos de agência, contribui para remuneração dos acionistas (Baker et al., 2020).

Diversos estudos têm encontrado relação entre tamanho e independência do conselho e Dualidade do CEO com o pagamento de dividendos (Sharma, 2011; Abor & Fiador, 2013; Benjamim, 2015; Sanan, 2019; Rajput & Jhunhunwala, 2019; Kanojia & Bhatia, 2021; Al Farooque et al, 2021; Nguyen et al., 2021), trazendo apoio tanto para o modelo de resultado quanto para o modelo de substituição.

Para o cálculo do prêmio de dividendos, conforme destacado anteriormente, a fórmula proposta originalmente por Baker e Wurgler (2004) não seria indicada para um país com regulamento de pagamentos obrigatórios, já que os autores realizaram uma separação entre empresas pagadoras e não pagadoras em seu trabalho. Desta forma, para esta pesquisa foi

construída uma variável *dummy*, a qual assume o valor 1 para os anos que o IDIV obteve maior valorização comparado ao Ibovespa, e 0 para os demais períodos.

Os dois são índices de ações divulgados pela B3, enquanto o Ibovespa é o principal índice do mercado de ações brasileiro, contendo uma carteira diversificada de empresas, o IDIV é formado por uma carteira de apenas empresas que se destacam pelo pagamento de dividendos e JSCP. Com isso, espera-se que nos anos em que a demanda por dividendos foi maior, o IDIV conseguiu desempenho superior ao Ibovespa, já que as empresas do IDIV teriam capturado o prêmio de dividendos.

Como alternativa para a mensuração do prêmio de dividendos, também foi proposta outra forma de cálculo. Baseado na fórmula original de Baker e Wurgler (2004), porém separando as empresas que pagam acima do obrigatório das que pagam um percentual igual ou inferior. Para essa separação foi adotado como padrão 25% de *payout*, que é o percentual mais utilizado pelas empresas em seus estatutos (aproximadamente 86% das empresas, com base em uma análise dos estatutos das empresas da amostra).

Sobre as demais variáveis independentes de controle utilizadas neste trabalho, três delas são encontradas no estudo de Fama e French (2001), que são tamanho, oportunidades de investimento e rentabilidade. Os autores destacam que essas são três importantes características que ajudam a explicar a decisão de dividendos das empresas. Nesse estudo é relatado que empresas maiores, com menos oportunidades de investimentos e mais rentáveis possuem uma maior probabilidade de distribuir dividendos.

Outro grupo de variáveis de controle é composto por fluxo de caixa livre, ciclo de vida, endividamento e liquidez corrente. É esperada uma relação positiva dos dividendos com fluxo de caixa livre (Adjaoud & Ben-Amar, 2010; Sanan, 2019), ciclo de vida (Chang et al., 2018; Pahi & Yadav, 2019; Sanan, 2019; Al Farooque et al., 2021; Herron, 2022) e liquidez (Chang et al., 2018; Rajput & Jhunjhunwala, 2019; Pahi & Yadav, 2019) e uma relação negativa com endividamento (Pahi & Yadav, 2019; Sanan, 2019). Para mensurar a liquidez, a maior parte dos estudos têm utilizado o índice de caixa/ativos, porém, optou-se pelo indicador de liquidez corrente pelo fato do sistema Economatica® disponibilizar os dados da conta caixa e equivalentes a caixa apenas para o ano de 2010 em diante.

Por fim, a última variável de controle selecionada para este estudo foi a proporção de dividendos pagos no ano anterior. Conforme destacado por Lintner (1956), os gestores normalmente evitam fazer grandes mudanças no nível de dividendos distribuídos, por temer que os investidores interpretem um corte como uma má notícia, eles procuram manter os pagamentos estáveis e realizar ajustes parciais ao longo do tempo. Desta maneira, os dividendos

pagos no período anterior tendem a impactar positivamente os dividendos do momento atual (Souza et al., 2016; Zagonel et al., 2018; Pahi & Yadav, 2019; Ganguli et al., 2020; Kanojia & Bhatia, 2021).

No Quadro 2.2 são apresentados com mais detalhes a fórmula ou representação de cada uma das variáveis utilizadas para a construção dos modelos deste estudo.

Quadro 2.2: Variáveis presentes no estudo

Tipo	Variável	Fórmula/Representação	
Dependente	<i>Payout (P)</i>	$\frac{\text{Dividendos} + \text{JSCP pagos}}{\text{Lucro Líquido}}$	
Independentes Principais	Nível 1 (N1)	Variável <i>Dummy</i> que assume o valor 1 quando a empresa está listada no segmento nível 1	
	Nível 2 (N2)	Variável <i>Dummy</i> que assume o valor 1 quando a empresa está listada no segmento nível 2	
	Novo Mercado (NM)	Variável <i>Dummy</i> que assume o valor 1 quando a empresa está listada no segmento novo mercado	
	Independência do conselho (IC)	$\frac{\text{Número de conselheiros independentes}}{\text{Número de membros do conselho}}$	
	Tamanho do conselho (TC)	$\ln \text{Número de membros do conselho}$	
	Dualidade do CEO (DCEO)	Variável <i>Dummy</i> que assume o valor 1 quando o Diretor Presidente também ocupa a função de Presidente do conselho de administração	
Independentes de Controle	Prêmio de dividendos	PIDIV	Variável <i>Dummy</i> que assume o valor 1 quando o retorno do IDIV for superior ao do IBOVESPA
		PD	$\ln \text{market to book médio grandes pagadores}$ - $\ln \text{market to book médio demais empresas}$
	Tamanho (Tam)	$\ln \text{Valor de mercado}$	
	Oportunidades de Investimento (OP)	$\Delta \text{ Receita}$	
	Rentabilidade (ROA)	$\frac{\text{Lucro Operacional Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	
	Fluxo de caixa livre (FCL)	$\frac{\text{Fluxo de caixa livre}}{\text{Ativo Total}}$	
	Ciclo de Vida (RETE)	$\frac{\text{Lucros Retidos Acumulados}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	
	Endividamento (Endiv)	$\frac{\text{Dívidas}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	
	Liquidez Corrente (LC)	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	
	Dividendos pagos no ano anterior (DP)	$\frac{\text{Dividendos} + \text{JSCP pagos}}{\text{Lucro Líquido}}$	

Fonte: Elaborado pelo autor

Com base nessas variáveis foram elaborados três modelos. O primeiro modelo, expresso na equação 2.1, teve o propósito de analisar a relação entre a governança corporativa e os

dividendos pagos. Para esse modelo foi considerado as observações de todo o período da amostra (2007 a 2022).

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 * N1_{it-1} + \beta_2 * N2_{it-1} + \beta_3 * NM_{it-1} + \beta_4 * \text{Prêmio de Dividendos}_{t-1} + \beta_5 * TAM_{it} + \beta_6 * OP_{it} + \beta_7 * ROA_{it} + \beta_8 * FCL + \beta_9 * RETE + \beta_{10} * ENDIV + \beta_{11} * LC + \beta_{12} * DP_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2.1)$$

Já para o segundo modelo, conforme expresso na equação 2.2, além das mesmas variáveis do modelo 1, foram inseridas variáveis de interação entre as *dummies* de listagem em segmentos especiais e o prêmio de dividendos, as quais têm a finalidade de identificar um efeito moderador da demanda dos investidores na relação entre governança e pagamento de dividendos. Também foram utilizadas as observações do período total da amostra para esse modelo.

$$P_{it} = \text{Variáveis do modelo 2.1} + \beta_{13} * N1_{it-1} * \text{Prêmio de dividendos}_{t-1} + \beta_{14} * N2_{it-1} * \text{Prêmio de dividendos}_{t-1} + \beta_{15} * NM_{it-1} * \text{Prêmio de dividendos}_{t-1} \quad (2.2)$$

O terceiro modelo teve o mesmo propósito do modelo 2.2, porém, com o uso de outras variáveis para representar os padrões de governança corporativa. Com isso, tamanho do conselho, independência do conselho e dualidade do CEO substituem as *dummies* de listagem em segmentos especiais presentes na equação do modelo 2.2.

Devido à limitação de disponibilidade de dados, para esse modelo foi considerado apenas observações do período entre 2011 e 2022, período em que a CVM permite acesso em seu site aos formulários de referência que trazem as informações sobre a composição do conselho de administração das empresas.

Os três modelos foram testados com o uso do método de regressão com dados em painel. Com a realização dos testes de Chow, Breush-Pagan e Hausman, foram definidas regressões com efeitos fixos. Todos os modelos receberam variáveis *dummies* para o controle do efeito fixo no ano e setor. Na seção seguinte são apresentados e discutidos os resultados obtidos com o uso desses modelos.

2.4 Resultados e Discussão

Nesta seção são apresentados e discutidos os resultados do estudo. Com exceção das variáveis *dummies* e das variáveis que foram calculadas pelo logaritmo natural, todas receberam tratamento de *outliers* através do procedimento de winsorização, sendo aplicado 1% de substituição para cada extremo das observações. Adicionalmente as regressões também foram testadas com os percentuais de 2,5% e 5% de winsorização nos extremos de cada variável.

Visando melhor descrever as observações das variáveis e as características das empresas presentes neste estudo, foram calculadas algumas estatísticas e realizados testes univariados. Na Tabela 2.1 são expostas algumas estatísticas descritivas para o período entre 2007 e 2022.

Tabela 2.1: Estatísticas descritivas

Variável	Obs.	Média	Desv. Padrão	Coef. Variação	Mínimo	Máximo
Payout	3.981	0,44	0,70	1,59	0,00	4,75
Tam	2.997	14,48	1,91	0,13	8,01	19,92
OP	3.571	0,12	0,34	2,89	-1,29	1,61
ROA (%)	3.972	0,69	28,77	41,74	-218,97	32,35
FCL	3.791	-0,03	0,32	-9,33	-2,45	0,37
RETE	3.979	-0,87	6,18	-7,11	-50,04	0,98
Endiv (%)	3.962	105,13	157,12	1,49	0,00	1068,78
LC	3.953	3,64	10,91	3,00	0,20	94,22

Fonte: Elaborado pelo autor

Devido à exclusão de observações para os anos em que a empresa possuía patrimônio líquido negativo (pelo motivo de impedir a correta realização do cálculo para determinadas variáveis) e de anos em que algumas empresas não estavam com negociação ativa, as variáveis ficaram com dados omissos para alguns períodos, o que leva aos modelos terem painéis desbalanceados.

As variáveis que tiveram um maior coeficiente de variação, em termos absolutos, foram ROA, FCL e RETE, o que destaca uma grande diversidade no perfil das empresas com relação à capacidade de geração de fluxo de caixa livre, nível de amadurecimento e rentabilidade. Os valores negativos para RETE se devem a presença de empresas que, apesar de acumularem prejuízos por vários períodos, mantiveram patrimônio líquido positivo. Sobre a estrutura de capital, percebe-se que na média as empresas se financiam com uma maior proporção de dívidas em comparação ao capital próprio, com o endividamento representando cerca de 105% do patrimônio líquido.

Os valores médios das observações dessas variáveis também podem ser analisados separando as empresas por sua proporção de dividendos pagos e pela participação em algum

dos segmentos de listagem. Na Tabela 2.2 são demonstrados esses valores com a separação da amostra em grupos e também os resultados para o teste Mann-Whitney.

Tabela 2.2: Estatísticas descritivas por separação da amostra pelo nível de *payout* e pelo segmento de listagem

Média das variáveis (separação de grupos por <i>payout</i>):								
<i>Payout:</i>	Tam	OP	ROA (%)	FCL	RETE	Endiv (%)	LC	
Maior que 25%	15,073	0,097	7,508	0,043	0,375	92,105	2,237	
Igual ou menor que 25%	13,835	0,149	- 9,075	- 0,137	- 3,713	121,645	11,604	
Teste de Mann-Whitney:								
Prob > z	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,08	0,02	
Média das variáveis (separação de grupos por listagem):								
Listada em algum dos segmentos especiais de governança (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1):	Payout	Tam	OP	ROA (%)	FCL	RETE	Endiv (%)	LC
Sim	0,437	14,942	0,129	4,616	0,007	0,033	114,088	1,990
Não	0,445	13,920	0,106	- 4,165	- 0,093	- 2,614	99,129	10,386
Teste de Mann-Whitney:								
Prob > z	0,00	0,00	0,00	0,25	0,16	0,55	0,00	0,00

Fonte: Elaborado pelo autor

Com a separação das empresas pelo nível de *payout*, foi realizado o teste de Mann-Whitney para comparação dos grupos. Considerando 10% de significância, os resultados dos testes destacam que as empresas de *payout* superior são maiores, possuem menos oportunidades de investimento, maior rentabilidade, geram mais fluxo de caixa livre, são mais maduras e tem menor nível de endividamento e menor liquidez corrente. Com exceção da liquidez corrente, as demais variáveis apresentaram diferença entre os grupos conforme o esperado, ou seja, as características dos grandes pagadores de dividendos identificadas nessa amostra correspondem ao apontado em outros estudos.

Já sobre a separação pela participação ou não em um dos segmentos de listagem (considerando apenas os segmentos utilizados neste estudo), pode ser visto que as empresas enquadradas nos segmentos especiais de governança se distinguiram das demais por possuírem menor *payout* (diferença média inferior a 1%), maior tamanho, mais oportunidades de investimento, maior nível de endividamento e menor liquidez corrente.

Outro tipo de análise que ajuda descrever as características das empresas presentes neste estudo é a análise de correlação. Na Tabela 2.3 é apresentada uma matriz com os índices de correlação das variáveis e com o nível de significância, também considerando o período entre 2007 e 2022.

Tabela 2.3: Matriz de correlação *spearman*

Variável	Payout	Tam	OP	ROA	FCL	RETE	Endiv	LC
Payout	1							
Tam	0,3618 (0)***	1						
OP	-0,0647 (0,0006)***	0,1029 (0)***	1					
ROA	0,3428 (0)***	0,2504 (0)***	0,1177 (0)***	1				
FCL	0,2875 (0)***	0,1548 (0)***	-0,2282 (0)***	0,3903 (0)***	1			
RETE	0,4156 (0)***	0,302 (0)***	-0,0222 (0,2406)	0,5076 (0)***	0,2287 (0)***	1		
Endiv	-0,0604 0,0014	0,1034 (0)***	-0,0016 (0,9324)	-0,3482 (0)***	-0,1605 (0)***	-0,187 (0)***	1	
LC	0,0761 (0,0001)***	-0,0551 (0,0035)***	0,0492 (0,0091)***	0,2109 (0)***	0,0331 (0,0797)*	0,1073 (0)***	-0,381 (0)***	1

Fonte: Elaborado pelo autor

Significante ao nível de 10%*; 5%*** e 1%***

As principais correlações para o *payout* foram com Tam, ROA e RETE, novamente indicando que os grandes pagadores de dividendos da amostra são empresas maiores, mais rentáveis e mais maduras. Para a variável ROA outras correlações que também podem ser destacadas são as com FCL, RETE e Endiv, que denotam que as empresas de maior rentabilidade se caracterizam pelo maior fluxo de caixa livre, maior nível de amadurecimento e menor endividamento. Além dessas correlações, as únicas com índice superior a 0,3 (em números absolutos) foi a entre Endiv e LC, com as empresas mais endividadas possuindo menor liquidez corrente e a correlação entre RETE e Tam, indicando que tamanho e ciclo de vida estão positivamente correlacionados.

Já a respeito dos modelos de regressão propostos para este estudo, na Tabela 2.4 são apresentados os resultados do primeiro modelo, o qual teve o propósito de identificar a relação entre a governança das empresas e os dividendos pagos.

Tabela 2.4: Resultados do modelo 1

Variável dependente: Payout	Coeficientes (estatística z)					
Variáveis independentes:	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5	Regressão 6
Tamanho	0,0648 (6,45)***	0,0645 (6,48)***	0,0430 (4,78)***	0,0648 (6,45)***	0,0645 (6,48)***	0,0430 (4,78)***
Oportunidades de Investimento	-0,1761 (-4,52)***	-0,1181 (-2,47)**	-0,1127 (-2,37)**	-0,1761 (-4,52)***	-0,1181 (-2,47)**	-0,1127 (-2,37)**
Rentabilidade	0,0046 (3,21)***	-0,0015 (-1,05)	-0,0028 (-1,88)*	0,0046 (3,21)***	-0,0015 (-1,05)	-0,0028 (-1,88)*
Nível 1	-0,0919 (-1,82)*	-0,1027 (-2,01)**	-0,1045 (-2,34)**	-0,0919 (-1,82)*	-0,1027 (-2,01)**	-0,1045 (-2,34)**
Nível 2	-0,0816 (-1,01)	-0,0768 (-1,01)	-0,0623 (-0,93)	-0,0816 (-1,01)	-0,0768 (-1,01)	-0,0623 (-0,93)
Novo Mercado	-0,1071 (-3,04)***	-0,1170 (-3,45)***	-0,0935 (-3)***	-0,1071 (-3,04)***	-0,1170 (-3,45)***	-0,0935 (-3)***
Prêmio de dividendos (PD)				1,2303 (2,09)**	1,1166 (1,89)*	0,7947 (1,18)
Prêmio de dividendos (PIDIV)	0,0983 (2,09)**	0,0892 (1,89)*	0,0635 (1,18)			
Fluxo de Caixa Livre		0,6111 (3,64)***	0,5718 (3,39)***		0,6111 (3,64)***	0,5718 (3,39)***
Ciclo de Vida		0,0080 (2,9)***	0,0090 (3,43)***		0,0080 (2,9)***	0,0090 (3,43)***
Endividamento		-0,0001 (-1,69)*	-0,0001 (-0,74)		-0,0001 (-1,69)*	-0,0001 (-0,74)
Liquidez corrente		0,0158 (2,28)**	0,0159 (4,17)***		0,0158 (2,28)**	0,0159 (4,17)***
Payout Anterior			0,2777 (9,08)***			0,2777 (9,08)***
Constante	-0,6056 (-3,97)***	-0,5884 (-3,81)***	-0,3516 (-2,53)**	-0,8977 (-4,3)***	-0,8535 (-4,04)***	-0,5403 (-2,45)**
Efeitos fixos: Ano e Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Número de Observações	2.905	2.807	2.596	2.905	2.807	2.596
Significância modelo (Prob > chi2)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
R ²	0,2095	0,2305	0,3713	0,2095	0,2305	0,3713
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Modelo robusto	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	2,10	2,02	1,97	1,83	1,80	1,76
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,0318	0,0358	0,0000	0,0295	0,0330	0,0000
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Elaborado pelo autor
Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Os testes para o modelo 1 foram subdivididos em seis regressões. Para as três primeiras foi adotado a variável PD como *proxy* para o prêmio de dividendos, já para as outras três regressões, foi utilizado o PIDIV. As regressões 1 e 4 contaram com, além do prêmio de dividendos, apenas variáveis que representam o nível de governança das empresas e algumas variáveis de controle, que são Tamanho, Oportunidades de Investimento e Rentabilidade. As outras variáveis de controle foram adicionadas nas demais regressões.

Na Tabela 2.4 também são apresentados os testes sobre os pressupostos das regressões, onde todas tiveram a necessidade de correção pelo modelo robusto (identificado pelos testes de homoscedasticidade e autocorrelação dos resíduos), todas exibiram uma multicolinearidade aceitável (VIF médio menor que 10) e todas rejeitaram a hipótese de normalidade dos resíduos.

Sobre as variáveis que representaram a governança corporativa das empresas, foi identificado significância estatística para as variáveis *dummies* Nível 1 e Novo Mercado, indicando que a listagem nesses segmentos teve uma relação negativa com o *payout*, o que evidencia o modelo de substituição entre governança e pagamento de dividendos para as empresas brasileiras não financeiras da B3 no período. A participação das empresas no Nível 1 representou um decréscimo médio no *payout* entre 9,2% e 10,5%, já a participação no Novo Mercado entre 9,4% e 11,7%.

As variáveis de controle também foram importantes para ajudar a explicar o pagamento de dividendos. Todas foram significantes em pelo menos uma regressão, com tamanho, rentabilidade, prêmio de dividendos, fluxo de caixa livre, ciclo de vida, liquidez corrente e *payout* anterior possuindo uma relação positiva, e oportunidades de investimento e endividamento uma relação negativa.

Já a respeito da possível interação das variáveis que representam a governança com o prêmio de dividendos, na Tabela 2.5 são apresentados os resultados do modelo que contempla essas interações.

Tabela 2.5: Resultados do modelo 2

Variável dependente: Payout	Coeficientes (estatística z)					
	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5	Regressão 6
Variáveis independentes:						
Tamanho	0,0649 (6,46)***	0,0644 (6,47)***	0,0427 (4,74)***	0,0651 (6,5)***	0,0646 (6,5)***	0,0430 (4,76)***
Oportunidades de Investimento	-0,1756 (-4,53)***	-0,1170 (-2,46)**	-0,1119 (-2,36)**	-0,1744 (-4,46)***	-0,1174 (-2,45)**	-0,1123 (-2,36)**
Rentabilidade	0,0047 (3,25)***	-0,0015 (-1,06)	-0,0028 (-1,93)*	0,0046 (3,23)***	-0,0014 (-0,99)	-0,0026 (-1,81)*
Nível 1	-0,1396 (-1,69)*	-0,1472 (-1,79)*	-0,1089 (-1,28)	-0,0396 (-0,38)	-0,0412 (-0,39)	-0,0377 (-0,38)
Nível 2	-0,1032 (-1,14)	-0,1187 (-1,29)	-0,1470 (-1,35)	-0,1983 (-2,34)**	-0,1455 (-1,79)*	-0,1406 (-1,77)*
Novo Mercado	-0,0506 (-1)	-0,0587 (-1,16)	-0,0446 (-0,86)	-0,1003 (-1,71)*	-0,1013 (-1,7)*	-0,0786 (-1,4)
Prêmio de dividendos (PD)				1,2414 (2,13)**	1,1448 (1,96)**	0,8200 (1,23)
Prêmio de dividendos (PIDIV)	0,1420 (2,3)**	0,1331 (2,13)**	0,0976 (1,43)			
Interação Nível 1 x Prêmio de dividendos (PD)				-0,1392 (-0,65)	-0,1640 (-0,73)	-0,1826 (-0,91)
Interação Nível 2 x Prêmio de dividendos (PD)				0,3105 (1,87)*	0,1821 (1,04)	0,2087 (1,09)
Interação Novo Mercado x Prêmio de dividendos (PD)				-0,0204 (-0,15)	-0,0433 (-0,3)	-0,0407 (-0,29)
Interação Nível 1 x Prêmio de dividendos (PIDIV)	0,0719 (0,66)	0,0667 (0,61)	0,0065 (0,06)			
Interação Nível 2 x Prêmio de dividendos (PIDIV)	0,0333 (0,32)	0,0658 (0,6)	0,1329 (0,99)			
Interação Novo Mercado x Prêmio de dividendos (PIDIV)	-0,0907 (-1,63)	-0,0940 (-1,69)*	-0,0780 (-1,33)			
Fluxo de Caixa Livre		0,6158 (3,68)***	0,5759 (3,42)***		0,6054 (3,59)***	0,5686 (3,35)***
Ciclo de Vida		0,0082 (2,98)***	0,0092 (3,5)***		0,0080 (2,89)***	0,0090 (3,43)***
Endividamento		-0,0001 (-1,7)*	-0,0001 (-0,78)		-0,0001 (-1,69)*	-0,0001 (-0,7)
Liquidez corrente		0,0157 (2,3)**	0,0157 (4,09)***		0,0156 (2,28)**	0,0158 (4,15)***
Payout Anterior			0,2794 (9,11)***			0,2769 (9,04)***
Constante	-0,6322 (-4,17)***	-0,6135 (-3,98)***	-0,3685 (-2,65)***	-0,9028 (-4,37)***	-0,8631 (-4,12)***	-0,5469 (-2,5)**
Efeitos fixos: Ano e Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Número de Observações	2.905	2.807	2.596	2.905	2.807	2.596
Significância modelo (Prob > F)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
R ²	0,2071	0,2271	0,3699	0,2091	0,2295	0,3709
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Modelo robusto	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	2,45	2,34	2,29	2,32	2,25	2,19
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,0329	0,0372	0,0000	0,0294	0,0329	0,0000
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor

Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Semelhante ao realizado para modelo 1, para o modelo 2 também foi feita uma subdivisão em seis regressões. Por terem tido os testes dos pressupostos das regressões com

resultados bem próximos, devido principalmente a semelhança na construção dos modelos, as considerações sobre os pressupostos do modelo anterior também valem para o modelo 2.

No modelo 2, além das relações negativas entre o Nível 1 e o Novo Mercado com o *payout*, que foram apontadas no modelo anterior, a listagem de empresas no segmento de Nível 2 também apresentou uma relação negativa com o pagamento de dividendos, denotando um efeito de substituição entre governança e dividendos.

Para as variáveis de interação, considerando 10% de significância, foi encontrada significância estatística para Novo Mercado x Prêmio de dividendos (PIDIV), na regressão 2, e para Nível 2 x Prêmio de dividendos (PD), na regressão 4. Esses resultados sugerem um efeito moderador do prêmio, derivado da demanda dos investidores, na relação entre governança e pagamento de dividendos. A evidência do modelo de substituição entre governança e dividendos permanece nos momentos de existência ou não do prêmio de dividendos, ou seja, no período abordado as empresas de boa governança (listadas no novo mercado ou nível 2) tiveram a tendência de pagar menos dividendos comparada às demais. Porém pode ser percebido que a intensidade do efeito de substituição fica menor nos períodos de alta demanda por dividendos, sendo essa queda mais pronunciada para o caso das empresas do segmento Nível 2.

Analisando os valores dos coeficientes obtidos, as relações que apresentaram significância estatística demonstram que, *ceteris paribus*, as empresas do Novo Mercado tendem a pagar percentuais entre 10,0% e 10,1% inferiores as listadas em outros segmentos (conforme visto nas regressões 4 e 5). Já quando considerado o efeito conjunto do prêmio de dividendos (PIDIV) e da listagem no Novo Mercado (regressão 2), empresas listadas nesse segmento tendem a pagar um percentual 9,4% inferior as listadas em outros segmentos, representado uma leve queda de diferença.

Para as empresas listadas no Nível 2, analisando os coeficientes da regressão 4, pode ser identificado que, quando considerado o efeito moderador do prêmio de dividendos com a governança, a diferença entre o *payout* dessas empresas para aquelas que são listadas em outros segmentos também é reduzida. Levando em conta que a variável PD é uma variável contínua, vale observar os efeitos ano a ano, conforme apresentado na Tabela 2.6.

Tabela 2.6: Análise dos efeitos do Prêmio de Dividendos e da Listagem no Nível 2 no *payout*

Variável	Betas			
Nível 2	-0,1983			
Prêmio de dividendos (PD)	1,2414			
Interação Nível 2 x Prêmio de dividendos (PD)	0,3105			

Ano	Valor da variável Prêmio de Dividendos (PD)	Efeito no <i>payout</i>		
		Nível 2 (sem efeito moderador)	Nível 2 (com efeito moderador)	Outros segmentos
2007	0,7484	0,7308	0,9632	0,9291
2008	0,3448	0,2297	0,3368	0,4280
2009	0,3230	0,2027	0,3030	0,4010
2010	0,1762	0,0204	0,0751	0,2187
2011	-0,0079	-0,2081	-0,2106	-0,0098
2012	0,0505	-0,1356	-0,1199	0,0627
2013	0,5621	0,4995	0,6740	0,6978
2014	0,5484	0,4825	0,6528	0,6808
2015	0,5254	0,4539	0,6170	0,6522
2016	0,8005	0,7954	1,0439	0,9937
2017	0,6488	0,6071	0,8086	0,8054
2018	0,5080	0,4323	0,5900	0,6306
2019	0,4776	0,3946	0,5429	0,5929
2020	0,0060	-0,1909	-0,1890	0,0074
2021	0,2374	0,0964	0,1701	0,2947
2022	0,3173	0,1956	0,2941	0,3939
Efeito médio no <i>payout</i> :		0,2879	0,4095	0,4862

Fonte: Elaborado pelo autor

Na média, como pode ser observado na Tabela 2.6, quando considerado o efeito mediador do prêmio de dividendos na governança, a diferença de *payout* entre empresas listadas no segmento de listagem Nível 2 para as demais sai de 19,8% para 7,7%. A Figura 2.2 ilustra essa dinâmica ao longo do período par as empresas da amostra.

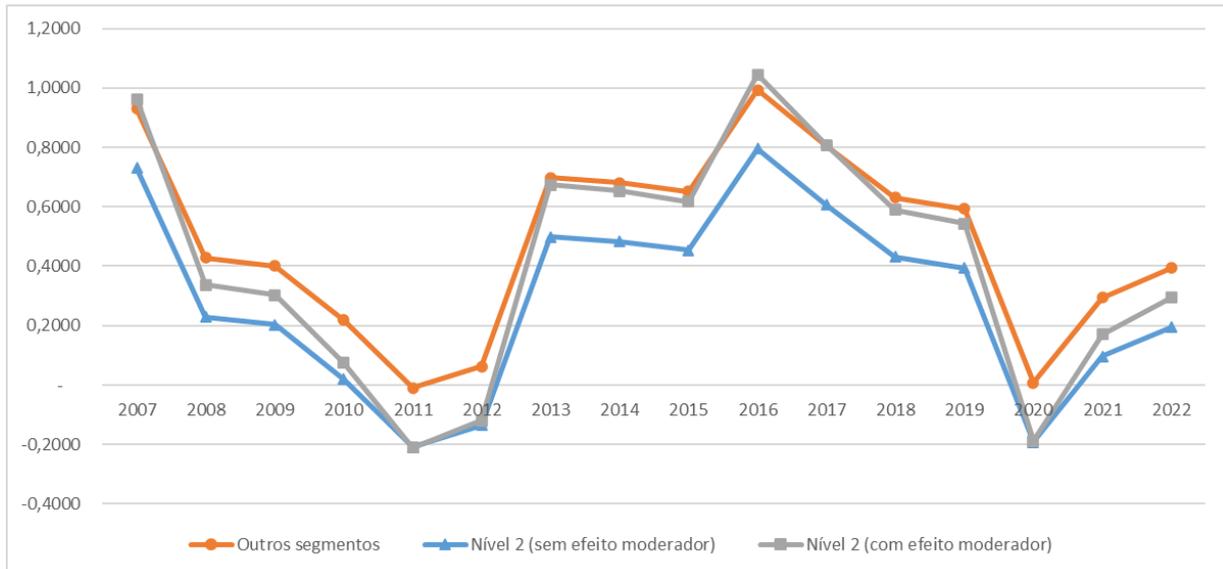


Figura 2.2: *Payout* considerando os efeitos do Prêmio de Dividendos (PD) e da Listagem no segmento Nível 2

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme visto na Figura 2.2, empresas de boa governança, nesse caso considerando as listadas no Nível 2, modificam o nível de *payout* para explorar a variação do prêmio de dividendos. Isso denota uma postura ativa dos gestores que ajustam a política de dividendos levando em conta o desejo dos investidores, e com isso aproveitando os momentos de baixa demanda por dividendos para reter ainda mais caixa para a empresa.

Sobre as variáveis de controle, todas foram significantes em pelo menos uma regressão e todas mantiveram coeficientes com os mesmos sinais do modelo 1.

Buscando encontrar evidências semelhantes das encontradas no modelo 2, só que com a utilização de outras variáveis de governança corporativa, foram realizados novos testes. Na Tabela 2.7 são apresentados os resultados do terceiro modelo, o qual abordou dados do período entre 2011 e 2022.

Tabela 2.7: Resultados do modelo 3

Variável dependente: Payout	Coeficientes (estatística z)					
Variáveis independentes:	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5	Regressão 6
Tamanho	0,0465 (4,16)***	0,0461 (4,1)***	0,0294 (3,06)***	0,0463 (4,18)***	0,0460 (4,12)***	0,0290 (3,05)***
Oportunidades de Investimento	-0,2586 (-3,71)***	-0,1924 (-2,47)**	-0,1732 (-2,29)**	-0,2583 (-3,63)***	-0,1919 (-2,4)**	-0,1681 (-2,15)**
Rentabilidade	0,0054 (3,23)***	-0,0003 (-0,16)	-0,0029 (-1,57)	0,0054 (3,22)***	-0,0003 (-0,16)	-0,0031 (-1,65)*
Tamanho do conselho	0,1426 (1,93)*	0,1339 (1,75)*	0,1742 (2,08)**	0,0886 (1,03)	0,0813 (0,94)	0,0834 (1,03)
Independência do conselho	-0,1312 (-0,49)	-0,1734 (-0,63)	-0,1637 (-0,6)	0,1601 (0,75)	0,1627 (0,75)	0,1718 (0,81)
Dualidade CEO	-0,0667 (-0,45)	-0,1062 (-0,7)	-0,0705 (-0,44)	0,0320 (0,3)	0,0230 (0,22)	0,0378 (0,36)
Prêmio de dividendos (PD)				1,0181 (1,29)	0,9447 (1,19)	0,7891 (0,92)
Prêmio de dividendos (PIDIV)	-0,1097 (-0,39)	-0,1665 (-0,59)	0,0180 (0,06)			
Interação Tamanho do conselho x Prêmio de dividendos (PD)				0,1041 (0,59)	0,1190 (0,65)	0,0682 (0,37)
Interação Independência do conselho x Prêmio de dividendos (PD)				-0,3425 (-0,58)	-0,4190 (-0,7)	-0,5139 (-0,84)
Interação Dualidade CEO x Prêmio de dividendos (PD)				0,1033 (0,34)	0,0714 (0,23)	0,0131 (0,04)
Interação Tamanho do conselho x Prêmio de dividendos (PIDIV)	-0,0256 (-0,29)	-0,0151 (-0,17)	-0,0999 (-1,09)			
Interação Independência do conselho x Prêmio de dividendos (PIDIV)	0,2502 (0,89)	0,2781 (0,98)	0,2345 (0,79)			
Interação Dualidade CEO x Prêmio de dividendos (PIDIV)	0,1671 (1,02)	0,1947 (1,14)	0,1382 (0,82)			
Fluxo de Caixa Livre		0,7830 (2,89)***	0,6886 (2,68)***		0,7886 (2,89)***	0,6984 (2,7)***
Ciclo de Vida		0,0087 (2,76)***	0,0080 (2,73)***		0,0087 (2,74)***	0,0086 (2,9)***
Endividamento		-0,0001 (-1,21)	-0,0001 (-1,1)		-0,0001 (-1,13)	-0,0001 (-0,98)
Liquidez corrente		0,0303 (3,97)***	0,0203 (3,55)***		0,0303 (4,11)***	0,0198 (3,52)***
Payout Anterior			0,2554 (6,07)***			0,2549 (6,09)***
Constante	-0,5230 (-1,91)*	-0,4663 (-1,62)	-0,3356 (-1,17)	-0,8947 (-2,73)***	-0,8589 (-2,66)***	-0,5600 (-1,7)*
Efeitos fixos: Ano e Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
	1853	1848	1727	1853	1848	1727
Significância modelo (Prob > F)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R ²	0,1808	0,2507	0,3263	0,1884	0,2561	0,3291
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Modelo robusto	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	9,06	7,50	7,32	8,12	7,34	7,23
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,6342	0,6129	0,0000	0,5273	0,5154	0,0000
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor

Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Para o modelo 3 também foi realizada uma subdivisão em seis regressões semelhante aos modelos anteriores. Como os resultados dos testes também foram similares, as considerações feitas sobre os pressupostos para os dois modelos anteriores também valem para o terceiro modelo.

Das principais variáveis independentes de interesse, apenas independência do conselho obteve significância estatística (considerando 10% de significância), essa variável apresentou uma relação positiva com o *payout* nas regressões 1, 2 e 3, destacando que empresas com maior número de conselheiros tendem a pagar mais dividendos. Nenhuma das três variáveis de interação foram significativas, desta forma, não foi obtida evidência adicional de um efeito moderador da demanda dos investidores na relação entre governança e pagamento de dividendos.

As outras variáveis significativas para explicar o *payout* das empresas nesse modelo foram: tamanho da empresa, oportunidades de investimento, rentabilidade, fluxo de caixa livre, ciclo de vida, liquidez corrente e *payout* anterior.

De forma geral, com os resultados apresentados pelos três modelos, podemos identificar que o nível de pagamento de dividendos nas empresas brasileiras não financeiras é impactado por diversos fatores, como as características das empresas, a demanda dos investidores e o pagamento de dividendos anteriores. Dento dessas características, a governança corporativa exerce uma influência negativa, com empresas pertencentes a segmentos especiais de listagem (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) utilizando a confiança conquistada junto aos investidores para reter uma fração maior de seus lucros, o que denota uma relação de substituição entre governança e dividendos (suporte para H1).

Sobre o prêmio de dividendos, além de influenciar positivamente o pagamento de dividendos, teve uma função moderadora para a relação entre governança e dividendos, reduzindo o efeito de substituição (suporte para H2). A Figura 2.3 ilustra a mudança no nível de pagamento de dividendos para empresas com diferentes padrões de governança (Empresa A e Empresa B).

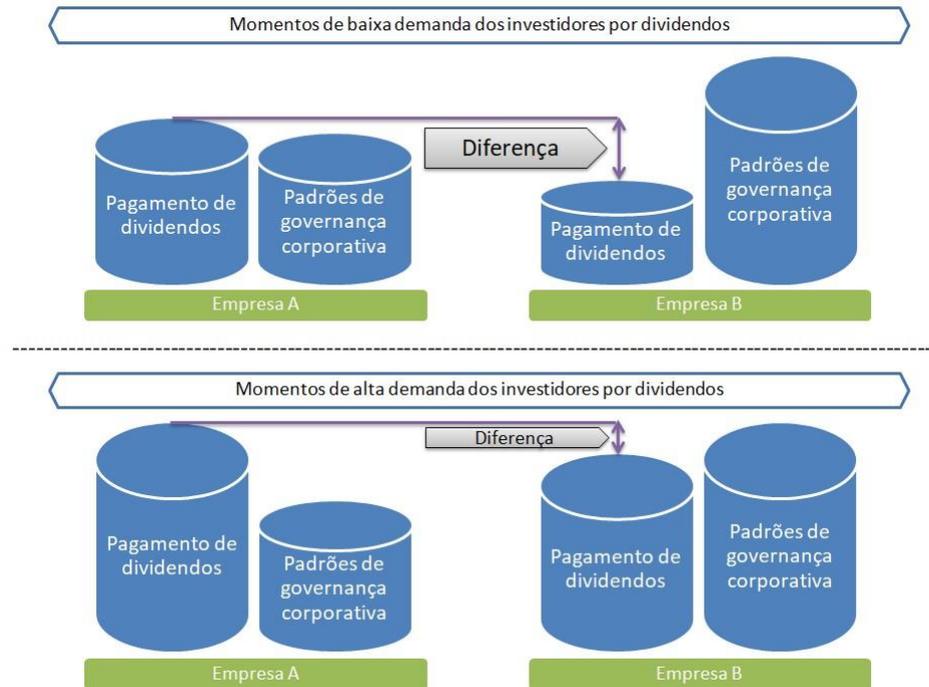


Figura 2.3: Pagamento de dividendos em momentos de baixa e alta demanda

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme exemplificado na Figura 2.3, o tamanho do *payout* tende a ser diferente entre as empresas de fracos e fortes padrões de governança. Mesmo em momentos de baixa demanda dos investidores por dividendos, a Empresa A tenta compensar sua fraca proteção aos seus acionistas pagando mais dividendos do que a Empresa B, que consegue reter mais caixa nesses momentos em que o interesse dos investidores por dividendos é baixo. Já quando a demanda dos investidores é alta, as duas empresas tendem a aumentar o tamanho do *payout*, nesse momento a Empresa A continua pagando mais dividendos do que a Empresa B, porém, essa diferença entre as empresas é reduzida.

Além dos testes apresentados, que contaram com a winsorização de 1% dos extremos, adicionalmente foram realizados testes com a winsorização de 2,5% e de 5% dos extremos. Nesses testes, para o modelo 1, as variáveis que representam a listagem em segmentos especiais de governança continuaram estáveis, com os mesmos sinais e estatisticamente significantes nas mesmas regressões. O mesmo não ocorreu para as variáveis que representam o prêmio de dividendos, que não obtiveram significância em nenhuma das regressões desse modelo.

Para o modelo 2, nesses testes adicionais, houve diversas mudanças em relação a significância das variáveis, com algumas das variáveis independentes principais deixando de ser significativas em algumas regressões e passando a ser em outras. Porém, quanto aos sinais dos coeficientes, se mantiveram na mesma direção quando foram significativos. Já nos testes

adicionais do modelo 3, a única mudança para as variáveis independentes principais foi para tamanho do concelho, que passou a ser significativa e positiva também na regressão 4.

2.5 Considerações Finais

A governança corporativa é um dos fatores que ajuda a explicar o nível de pagamento de dividendos nas empresas. Na literatura têm sido encontrados trabalhos que suportam o chamado modelo de resultado, com o pagamento de dividendos sendo uma consequência da maior segurança oferecida aos investidores por empresas com fortes padrões de governança. Também na literatura, de forma antagônica, existem estudos que trazem suporte para o modelo de substituição, no qual são as empresas de baixo padrão de governança que devem pagar uma maior proporção de dividendos, já que precisam compensar a proteção mais fraca que é dada aos investidores.

A proteção oferecida a investidores está intimamente ligada ao nível de acesso das empresas a financiamento. Alguns países marcados por ambientes de fraca proteção, entre eles o Brasil, adotaram regulamentos de dividendos obrigatórios, o qual tem a intenção de oferecer maior segurança para investidores e melhorar o acesso das empresas a financiamento, no entanto, esse tipo de regra acaba não funcionando de forma eficiente, podendo levar as empresas a sofrerem de maior dependência de seus recursos internos e terem um nível de investimento reduzido (Vancin & Kirch, 2020).

Esse problema abre caminho para busca de soluções alternativas ao regulamento de distribuição obrigatória. Em nível de país, reformas institucionais podem contribuir para uma maior segurança no ambiente de negócios, já por parte das empresas, é necessária uma melhor compreensão de como os próprios mecanismos de governança podem ajudar na relação com investidores.

Com o objetivo de testar a relação entre a governança corporativa e o pagamento de dividendos para uma amostra de empresas não financeiras do Brasil, este estudo encontrou resultados que dão suporte para o modelo de substituição, com as empresas listadas em segmentos especiais de governança corporativa (Nível 1 e Novo Mercado) pagando uma menor proporção de dividendos, o que vai ao encontro dos resultados reportados por Lozano et al. (2021) e Freire et al. (2021). Também foi identificado que as variáveis tamanho, oportunidades de investimento, rentabilidade, prêmio de dividendos, fluxo de caixa livre, ciclo de vida, endividamento, liquidez corrente e pagamento de dividendos anteriores ajudaram a explicar o *payout* das empresas que fizeram parte da amostra.

Além disso, visando cobrir uma limitação de estudos anteriores, que consideram que os investidores possuem sempre a mesma preferência por dividendos, este estudo também testou se a mudança na demanda por dividendos interferiu na relação entre a governança e o pagamento de dividendos. Os resultados destacaram que o modelo de substituição prevaleceu para todo o período do estudo, ou seja, independente do prêmio pago por investidores interessados por dividendos, as empresas de melhor governança mantiveram um *payout* inferior as demais, porém, foi apontado que o efeito de substituição é reduzido nos períodos de maior demanda por dividendos.

Com a análise dos coeficientes foi verificado que, quando a demanda por dividendos é baixa, indicado pela ausência ou redução do prêmio de dividendos, as empresas de boa governança, no caso as listada no segmento de Novo Mercado e Nível 2, conseguem utilizar de seus padrões de governança para reter mais caixa em momentos em que os investidores estão menos interessados em obter dividendos.

Os resultados deste estudo contribuem para um melhor entendimento sobre a relação entre governança e política de dividendos em um mercado caracterizado pelo baixo nível de proteção a investidores e pela dificuldade das empresas em ter acesso a financiamento. Este trabalho também evidencia que a adoção de mecanismos de governança corporativa deve ser incentivada para a busca de um ambiente de investimentos mais seguro e menos dependente de um regulamento de dividendos obrigatórios.

Como limitação do estudo, vale ressaltar que as considerações não são apoiadas pelos resultados de todas as regressões, e que algumas relações só foram identificadas quando considerado uma significância estatística de 10%, que pode ser visto como uma evidência mais fraca. Os modelos também não tiveram atendido o pressuposto de normalidade dos resíduos, fazendo com que todas as considerações tenham valor apenas para as empresas presentes na amostra.

Com relação às diferentes formas de remuneração dos acionistas, este estudo limitou-se a abordar o pagamento de dividendos e JSCP. Outra forma com que os gestores podem remunerar os investidores é com a oferta de recompra de ações. Desta forma, fica em aberto a necessidade de estudos que venham a tratar desse mecanismo de remuneração, contribuindo para melhor compreensão dos seus possíveis determinantes, bem como sua relação com a demanda dos investidores.

2.6 Referências

- Abor, J., & Fiador, V. (2013). Does corporate governance explain dividend policy in Sub-Saharan Africa? *International Journal of Law and Management*, 55(3), pp. 201-225.
- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation? *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(5-6), pp. 648-667.
- Al Farooque, O., Hamid, A., & Sun, L. (2021). Does corporate governance have a say on dividends in Australian listed companies? *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 15(4), pp. 47-75.
- Baker, H. K., Dewasiri, N. J., Premaratne, S. P., & Koralalage, W. Y. (2020). Corporate governance and dividend policy in Sri Lankan firms: a data triangulation approach. *Qualitative Research in Financial Markets*, 12(4), pp. 543-560.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59(3), pp. 1125-1165.
- Benjamin, S. J. (2015). Corporate governance and dividends payout: Are they substitutes or complementary? *Journal of Asia Business Studies*, 9(2), pp. 177-194.
- Chang, B., Dutta, S., Saadi, S., & Zhu, P. (2018). Corporate governance and dividend payout policy: Beyond country-level governance. *Journal of Financial Research*, 41(4), pp. 445-484.
- Crisóstomo, V. L., Iturriaga, F. J., & González, E. V. (2014). Financial constraints for investment in Brazil. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), pp. 73-92.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), pp. 650-659.
- 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.
- Freire, M. M., Lima, J. E., Ponte, V. M., & Guimarães, D. B. (2021). Influência da governança corporativa e ciclo de vida na política de dividendos das maiores empresas da B3. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE*, 12(3), pp. 20-38.
- Ganguli, S. K., Dawar, V., & Arrawatia, R. (2020). Corporate dividend policy, minority shareholders right and equity value of firm: Evidence from Singapore. *Journal of Public Affairs*, 20(21), pp. 1-8.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, 75(3), pp. 387-424.
- Heller, P. M., & Noveli, C. P. (2018). A Influência da Migração para o Novo Mercado sobre o Preço das Ações de Empresas do Setor de Consumo Cíclico da BM&FBovespa. *Revista Eletrônica Científica do CRA-PR*, 5(2), pp. 1-18.
- Herron, R. (2022). Payout policy and the interaction of firm-level and country-level governance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 58(1), pp. 1-39.

- Jiraporn, P., Kim, J. -C., & Kim, Y. S. (2011). Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *Financial Review*, 46(2), pp. 251-279.
- Kanojia, S., & Bhatia, B. S. (2021). Corporate governance and dividend policy of the US and Indian companies. *Journal of Management and Governance*.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000a). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp. 3-27.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000b). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), pp. 1-33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), pp. 1113 - 1155.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, 46(2), pp. 97-113.
- Lozano, M. B., López-Iturriaga, F. J., & Braz-Bezerra, V. H. (2021). Regulatory Dualism as an Alternative Trust-Enhancing Mechanism for Dividends and Debt: Evidence from Brazil. *International Review of Finance*, 21(1), pp. 121-144.
- McLean, R. D., Zhang, T., & Zhao, M. (2012). Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth. *Journal of Finance*, 67(1), pp. 313-350.
- Mitton, T. (2004). Emerging Markets Review. *Corporate governance and dividend policy in emerging markets*, 5(4), pp. 409-426.
- Nguyen, H. V., Dang, H. N., & Dau, H. H. (2021). Influence of Corporate Governance on Dividend Policy in Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), pp. 893-902.
- Pahi, D., & Yadav, I. S. (2019). Does corporate governance affect dividend policy in India? Firm-level evidence from new indices. *Managerial Finance*, 45(9), pp. 1219-1238.
- Rajput, M., & Jhunjhunwala, S. (2019). Corporate governance and payout policy: evidence from India. *Corporate Governance*, 19(5), pp. 1117-1132.
- Renneboog, L., & Szilagyi, P. G. (2020). How relevant is dividend policy under low shareholder protection? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 64, pp. 1-18.
- Sanan, N. K. (2019). Impact of board characteristics on firm dividends: evidence from India. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(6), pp. 1204-1215.
- Sawicki, J. (2009). Corporate governance and dividend policy in Southeast Asia pre- and post-crisis. *European Journal of Finance*, 15(2), pp. 211-230.
- Sharma, V. (2011). Independent directors and the propensity to pay dividends. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), pp. 1001-1015.
- Souza, D. H., Peixoto, F. M., & Santos, M. A. (2016). Efeitos da Governança Corporativa na Distribuição De Dividendos: Um Estudo em Empresas Brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 9(1), pp. 58-79.

Vancin, D., & Kirch, G. (2020). Mandatory dividend and corporate investment: a multi-country analysis. *RAUSP Management Journal*, 55(4), pp. 531-545.

Zagonel, T., Terra, P. R., & Pasuch, D. F. (2018). Taxation, corporate governance and dividend policy in Brazil. *RAUSP Management Journal*, 53(3), pp. 304-323.

3. DETERMINANTES DA DISTRIBUIÇÃO DE CAIXA COM A RECOMPRA DE AÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO

Resumo

Diversos autores têm relatado uma tendência das empresas em substituir os dividendos pela recompra de ações. No Brasil, principalmente por causa de diferenças na legislação, os gestores ainda têm dado maior preferência pelo uso dos dividendos para distribuir caixa para os acionistas. Porém têm surgido discussões sobre mudanças legais, as quais podem trazer maior atratividade para a realização de anúncios de recompras, o que aumenta a necessidade de se conhecer mais a fundo os determinantes que têm influenciado a decisão das empresas em recomprarem suas ações. Na busca de identificar as motivações que levaram os gestores a efetuarem recompras, este estudo identificou que, para uma amostra de 369 empresas brasileiras não financeiras, a recompra de ações tem sido feita para distribuir fluxo de caixa livre, para sinalizar uma subvalorização das ações, para complementar o pagamento de dividendos e para atender a demanda dos investidores, sendo essa última motivação investigada pela primeira vez dentro do contexto brasileiro. Das hipóteses testadas, a única que não teve suporte nos resultados deste estudo foi a que os desempenhos das empresas melhoram após a realização de recompras. Assim como estudos anteriores feitos no Brasil, este trabalho apontou uma relação complementar entre recompras e dividendos, diferente do que é visto em outros países, nos quais os dois têm tido uma relação de substituição.

Palavras-chave: Política de dividendos; Remuneração de acionistas; Catering; Subvalorização das ações; Custos de agência.

3.1 Introdução

A recompra de ações é um importante mecanismo utilizado por gestores para distribuir dinheiro para os acionistas (Arora, 2022). A pesquisa sobre recompras começou a ganhar mais foco no momento em que esse tipo de operação, principalmente em locais como EUA e Europa, passou a ser mais utilizado pelas empresas, inclusive começando a competir com os dividendos como meio de pagamento corporativo (Skinner, 2008; Arora, 2022).

Enquanto esse movimento de crescimento no volume de ações recompradas é destacado em diversos países, no Brasil os dividendos, em conjunto com os juros sobre capital próprio (JSCP), seguem dominantes. As possíveis explicações para as empresas brasileiras seguirem predominantemente utilizando essas formas de remuneração são que: (i) os dividendos são atualmente isentos de tributação; (ii) existem mecanismos jurídicos que levam as empresas a fixarem percentuais de pagamentos obrigatórios de dividendos e; (iii) os JSCP possuem benefícios fiscais.

Atualmente no Brasil há discussões sobre a realização de reformas que podem trazer um fim para a isenção tributária dos dividendos e para o pagamento de JSCP, o que tende a fazer com que a recompra de ações torne-se um pouco mais atrativa para as empresas. Embora no momento ainda não exista um debate relevante sendo pautado no meio político para um fim dos dividendos obrigatórios, na literatura são encontradas evidências de que o regulamento pode trazer problemas de maior dependência de recursos internos para as empresas (Vancin & Kirch, 2020), o que salienta a necessidade de busca de soluções para um possível fim desse regulamento.

A possibilidade de existência de um movimento futuro, no qual as operações de recompra de ações passem a ser utilizadas em maior escala no Brasil, faz com que seja ampliada a necessidade de melhor compreender seus fatores determinantes.

Para os locais onde a recompra de ações é mais utilizada, é relatado que uma empresa pode efetuar esse tipo de operação motivada por reduzir custos de agência (Jensen, 1986, Grullon & Michaely, 2004), melhorar o desempenho operacional (Nohel & Tarhan, 1998, Lie, 2005, Chao & Huang, 2022), transmitir informações ao mercado de que suas ações estão subavaliadas (Wansley, Lane, & Sarkar, 1989, Ikenberry, Lakonishok, & Vermaelen, 1995, D'Mello & Shroff, 2000, Ikenberry, Lakonishok, & Vermaelen, 2000), utilizar um mecanismo de distribuição de caixa mais flexível (Brav, Graham, Harvey, & Michaely, 2005, Rapp, Schmid, & Urban, 2014, Iyer, Fen, & Rao, 2017) e atender a demanda dos investidores (Jiang, Kim, Lie, & Yang, 2013, Kulchania, 2013, Chazi, Theodossiou, & Zantout, 2018).

O uso das recompras visando a redução de custos de agência pode ocorrer em situações em que empresas, principalmente as de forte geração de caixa, passam a enfrentar reduções em suas oportunidades de crescimento (Grullon & Michaely, 2004). Em determinado momento essas empresas passam a recomprar suas ações para limitar os montantes de recursos disponíveis nas mãos de gestores, com isso, evitando potenciais problemas de agência com relação a uma utilização não adequada desse dinheiro, essa explicação é chamada de hipótese de fluxo de caixa livre (Grullon & Michaely, 2004).

As recompras de ações também podem fazer parte de um pacote de reestruturação, com as empresas, especialmente as de baixo crescimento, vendendo seus ativos de fraco desempenho e utilizando o mecanismo de recompra para distribuir o caixa gerado e evitar custos de agência (Nohel & Tarhan, 1998). A venda desses ativos então traria uma melhora na eficiência para a atuação da empresa, com isso, fazendo com que seja observada uma relação positiva entre a recompra de ações e o desempenho operacional (Nohel & Tarhan, 1998).

Já a recompra pelo motivo de subavaliação acontece quando os gestores, os quais possuem informações privilegiadas sobre as perspectivas da empresa, entendem que os preços atuais das ações são mais baixos do que deveriam ser, dessa maneira, o anúncio de programas de recompras de ações serviria para transmitir informações positivas para um mercado menos informado (Wansley et al., 1989, Ikenberry et al., 2000). Contudo, os investidores podem agir de forma cética quanto à transmissão dessas informações, fazendo com que nem sempre seja inicialmente observada uma valorização anormal dos preços das ações (Ikenberry et al., 2000).

Sobre a flexibilidade das recompras, é relatado que os gestores, quando pretendem entregar caixa aos acionistas, enxergam na recompra de ações um meio mais flexível comparado ao pagamento de dividendos (Brav et al., 2005). Enquanto para os dividendos existe uma expectativa, por parte dos investidores, de que eles sejam sempre mantidos ou aumentados, para o caso das recompras não existe essa visão, dessa forma, os gestores podem preferir usar as recompras, e assim ter maior liberdade ao longo do tempo para fazer ajustes, do que começar a pagar ou aumentar os dividendos e ter dificuldades para reverter depois (Iyer et al., 2017).

A outra explicação para as recompras, uma das mais recentes encontradas na literatura, é que os gestores fazem a escolha de distribuir caixa, recomprando ações ou pagando dividendos, de acordo com o desejo de investidores. Nessa visão, estendendo a teoria de *catering* de dividendos (Baker & Wurgler, 2004), quando os investidores estão interessados em receber dividendos eles tendem a pagar mais pelas ações das empresas pagadoras, incentivando gestores de empresas não pagadoras a começar a pagar, já nos momentos em que a demanda

por dividendos é baixa, o caixa seria distribuído na forma de recompra de ações (Jiang, Kim, Lie, & Yang, 2013).

No Brasil são encontrados estudos que procuraram testar algumas dessas hipóteses. Nascimento, Galdi e Nossa (2011) identificaram a redução do fluxo caixa livre e a subavaliação das ações como os principais determinantes das recompras. Os autores também verificaram que no Brasil a recompra de ações é utilizada para complementar os dividendos e não para substituí-los. Garcia e Lucena (2017) fizeram um estudo semelhante, porém, encontraram suporte apenas para a hipótese de fluxo de caixa livre. Já Castro e Yoshinaga (2019) pesquisaram sobre a hipótese de subvalorização, e constataram que os preços das ações das empresas recompradoras estavam subavaliados. Também sobre recompras, Amorim, Camargos e Medrado (2021) observaram uma relação positiva das ações recompradas com a rentabilidade da empresa e os dividendos pagos e uma relação negativa com o endividamento.

Esses estudos, em resumo, caracterizam o fluxo de caixa livre, a subavaliação das ações e a complementação de dividendos como os principais determinantes da decisão de recompra de ações no Brasil. Contudo, não foram encontrados estudos que testaram as hipóteses de melhoria no desempenho operacional e atendimento da demanda dos investidores no contexto brasileiro. Procurando preencher essa lacuna, este trabalho tem o objetivo de investigar a decisão de recompra de ações das empresas brasileiras abordando as principais hipóteses encontradas na literatura.

Países emergentes como o Brasil são geralmente marcados por um ambiente de fraca proteção aos direitos dos acionistas. A distribuição de caixa nesse contexto é um importante mecanismo para construção e manutenção de reputação junto aos investidores, empresas nesses locais utilizam desse mecanismo para superar as limitações impostas pelo ambiente de fraca proteção e obter acesso a fontes de financiamento (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000). Considerando que a recompra de ações vem ganhando espaço em diversos países e possui um potencial de crescimento no Brasil, estudar sobre a recompra de ações no mercado brasileiro passa a ser de grande relevância.

Para a execução deste estudo foram coletados dados de 369 empresas brasileiras não financeiras com ações listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Esses dados compreenderam o período entre 2010 e 2022 e foram analisados com a utilização de estatísticas descritivas e regressões com dados em painel.

O trabalho é dividido em: (i) introdução (seção atual); (ii) revisão da literatura, onde são apontados trabalhos que discutiram as hipóteses testadas neste estudo; (iii) método de pesquisa, parte na qual são especificados a amostra, as variáveis e os modelos empregados; (iv) resultados

e discussão, contendo as evidências obtidas na pesquisa e; (v) considerações finais, seção que traz alguns elementos do trabalho de forma resumida e destaca algumas observações.

3.2 Revisão da Literatura

Diversos autores têm relatado que gradualmente as operações de recompra de ações vêm ganhando a preferência de gestores como forma de distribuir caixa para acionistas (Grullon & Michaely, 2002, Skinner, 2008, von Eije & Megginson, 2008). Grullon e Michaely (2002), em sua pesquisa no mercado dos EUA, identificaram um movimento de gestores que financiaram recompras com fundos que, em outro momento, seriam usados para pagar dividendos. Utilizando um modelo de previsão para pagamento de dividendos, os autores constataram que os erros da previsão estavam negativamente correlacionados com os montantes utilizados para recompra de ações, sendo uma evidência que as recompras estavam sendo usadas como um mecanismo substituto aos dividendos.

Skinner (2008) também relatou uma tendência das empresas dos EUA em substituir os dividendos pelas recompras, o que seria explicado principalmente pela maior flexibilidade proporcionada por esse tipo de operação. Em seu estudo, o autor apontou que a política de dividendos das empresas tem se tornado mais conservadora, e as recompras vêm apresentando uma relação cada vez mais forte com a variação dos lucros, ou seja, têm crescido a preferência dos gestores em recomprar ações para realizar a distribuição dos resultados da empresa. Também foi relatado que, enquanto as empresas que só pagam dividendos estavam decaindo em número, a quantidade de empresas que apenas recompram estava aumentando.

Outros que encontraram evidências semelhantes, dessa vez para uma amostra de empresas européias, foram Von Eije e Megginson (2008). Os autores destacaram que embora as recompras de ações tenham começado mais tarde na Europa, quando comparado aos EUA, o volume de operações cresceu de forma mais rápida na última década abordada no estudo. A probabilidade de uma empresa recomprar foi positivamente relacionada com fatores que também aumentaram a probabilidade de pagar dividendos, como tamanho, *market-to-book* e lucratividade.

Esse aumento na atividade de recompras pelo mundo despertou o interesse de pesquisadores, diversos autores têm buscado identificar as motivações que levam os gestores realizar essa operação. As principais explicações encontradas na literatura são: (i) redução de custos de agência; (ii) subvalorização da ação; (iii) melhora no desempenho operacional; (iv) flexibilidade financeira e; (v) demanda dos investidores.

Um dos primeiros trabalhos que relacionaram a recompra de ações com a queda nos custos de agência foi o de Jensen (1986). O autor enfatizou que a distribuição de caixa para acionistas leva a uma redução nos recursos sob o controle de gestores, o que torna menos provável que esses recursos sejam desperdiçados em projetos não rentáveis. Outro ponto é que quando a empresa necessita de capital para investimentos, a baixa disponibilidade de recursos internos força os gestores a buscarem dinheiro no mercado, desta forma, os gestores são monitorados pelo mercado nos momentos em que a empresa amplia seus níveis de investimento.

Também sobre os custos de agência, Grullon e Michaely (2004) identificaram que empresas recompradoras, quando comparado às não recompradoras, obtiveram reduções significativas no risco sistemático e no custo de capital, e esse efeito era mais forte entre as empresas que possuíam a tendência de investir demais. Essas empresas, em resposta a uma queda em suas oportunidades de investimento e a uma conseqüente pressão de seus acionistas, aumentavam suas recompras e com isso distribuíam caixa para reduzir os custos de agência relacionados. Para os autores, as evidências sugerem que as recompras estão associadas à transição da empresa para uma fase de baixo crescimento, fase em que a empresa é considerada madura e em que seus ativos passam a ter um papel mais importante na determinação do valor de suas ações, o que causa um declínio no risco sistemático.

Já com relação ao motivo de subvalorização da ação, Wansley et al. (1989), em uma pesquisa junto a diretores financeiros de empresas dos EUA, identificaram que os gestores, quando entendem que as ações da empresa não estão precificadas corretamente, utilizam as recompras para transmitir informações favoráveis ao mercado sobre os fluxos de caixa futuros da empresa. As afirmações que dão suporte a essa hipótese, tanto para uma amostra de empresas recompradoras quanto para uma de não recompradoras, foram as que obtiveram maior nível de concordância entre os diretores, destacando que o motivo de subvalorização era o maior impulsionador das recompras de ações.

Com a intenção de verificar se o mercado interpreta as recompras como uma boa notícia, Ikenberry et al. (1995) examinaram o desempenho das ações de empresas após anúncios de recompras nos EUA. Na hipótese de subvalorização tradicional o mercado reage imediatamente corrigindo os preços após os anúncios, porém, os autores encontraram evidências de que existe uma sub-reação as recompras, com os preços se ajustando apenas no longo prazo. Desta maneira, entendendo que os gestores estariam com excesso de otimismo, os investidores seriam céticos com relação a novas recompras, ignorando em um primeiro momento os sinais de subavaliação. Os autores destacaram também que, considerando uma estratégia *buy and hold*

(comprar e segurar), retornos anormais superiores a 12% seriam obtidos no prazo de quatro anos após a empresa anunciar a recompra de suas ações.

Também para o mercado dos EUA, D'Mello e Shroff (2000) foram outros que encontraram suporte para a hipótese de subavaliação. Com base em um modelo que conteve lucros de cinco anos subsequentes ao período analisado, os autores calcularam o valor econômico do patrimônio líquido para verificar se as ações estavam subavaliadas. A utilização de lucros futuros foi feita para estimar um valor no qual leva em conta que os gestores possuem informações privilegiadas, por isso conseguiriam determinar o preço das ações de forma mais precisa. Os resultados apontaram que 74% das empresas que recompraram ações no mercado aberto estavam subavaliadas, percentual significativamente maior quando comparado a uma amostra de não recompradores. Os resultados também foram válidos para um modelo no qual considerou erros na previsão dos gestores.

Para empresas do Canadá, Ikenberry et al. (2000) também encontraram evidências de subavaliação no momento de anúncios de ofertas de recompras. Semelhante a evidências encontradas no mercado dos EUA, os autores identificaram que os investidores tendem a subestimar as informações contidas nos programas de recompras, ocorrendo uma pequena reação inicial após os anúncios. No longo prazo essas empresas acabam experimentando uma valorização maior, sendo observado um retorno anormal de 7% ao ano quando considerado um período de três anos. Para efeito de comparação, os autores também fizeram testes com empresas que emitiram ações após as recompras, e nesses casos foi verificado um retorno anormal negativo, ou seja, a hipótese de subavaliação apenas foi válida para empresas que recompraram e não realizaram mais emissões.

Outra motivação para as recompras de ações, conforme apontado por Nohel e Tarhan (1998), é a mudança no desempenho operacional. Em um estudo com empresas dos EUA, os autores identificaram que, para empresas de baixo crescimento, a recompra de ações não é simplesmente uma transação financeira, mas faz parte de uma reestruturação destinada a reduzir ativos. Nesse processo, as empresas vendem seus ativos de baixo desempenho, e distribuem o dinheiro da venda para evitar problemas de agência com relação a esses recursos. Livre desses ativos, as empresas passam a ter uma melhora no desempenho operacional, desta forma, a recompra de ações estaria relacionada a investimentos mais eficientes, o que implicaria em uma valorização dos papéis da empresa perante os investidores.

De forma semelhante, Lie (2005) também realizou um estudo sobre a melhora no desempenho após anúncios de recompras. O autor examinou separadamente duas amostras, uma com empresas que apenas anunciaram os programas de recompras, porém não efetivaram

no mesmo trimestre, e outra com empresas que realizaram as recompras no mesmo trimestre do anúncio. Foi relatado que a mudança no desempenho operacional ocorreu apenas para as empresas que efetivaram as recompras, o que destaca que a melhora no desempenho está relacionada com as recompras reais e não com os anúncios. Também foi evidenciado que, para as empresas que efetivaram as recompras, o mercado respondeu positivamente a divulgação de lucros. Para os autores, as recompras não são efetivadas quando os gestores não acreditam que a empresa possa ter uma melhora de desempenho.

Outros que estudaram sobre mudança no desempenho operacional foram Chao e Huang (2022). Para uma amostra de empresas do Taiwan, os autores apontaram uma relação positiva entre a realização de recompras de ações e o desempenho operacional posterior, a qual ocorreu em empresas sem níveis de investimento excessivos. Os autores também observaram um papel importante da flexibilidade de financiamento, com empresas mais flexíveis superando o desempenho operacional de outras empresas após a realização de recompras.

Sobre a maior flexibilidade das recompras de ações, quando comparado com o pagamento de dividendos, Brav et al. (2005), a partir de entrevistas junto a gestores de empresas dos EUA, identificaram que apenas as empresas com aumentos estáveis nos lucros consideravam aumentar os dividendos, mas mesmo nessas empresas as recompras eram vistas de forma mais positiva. Os gestores acreditam que as recompras são mais flexíveis, e esse seria um dos principais motivos para a realização dessa operação. Um aumento no pagamento de dividendos pode gerar uma expectativa para os acionistas de que o nível de distribuição será mantido em períodos futuros, já no caso das recompras esse pensamento não ocorre, dessa maneira, a flexibilidade das recompras ajudaria os gestores a regularem a distribuição de caixa conforme mudanças nas oportunidades de investimento.

Já Rapp et al. (2014), investigaram a relação entre o valor da flexibilidade e as decisões financeiras para uma amostra de empresas dos EUA. Os autores partem do princípio que a flexibilidade financeira possui um diferente nível de importância dependendo da empresa, com isso, o valor da flexibilidade moldaria as decisões de distribuição de lucros, financiamento e liquidez. A partir do indicador de valor da flexibilidade financeira construído pelos autores, foi identificado que, para as empresas onde a flexibilidade é considerada mais valiosa, os pagamentos de dividendo são mais baixos e existe uma maior preferência pela recompra de ações, essas empresas também procuram manter um grau de endividamento mais baixo e acumulam mais dinheiro em caixa. Os resultados denotam o papel central da flexibilidade para as decisões financeiras dos gestores.

Também sobre a hipótese de flexibilidade, Iyer et al. (2017) testaram a relação dos gastos de capital com as recompras de ações e o pagamento de dividendos. Foram encontradas uma relação inversa dos dispêndios de capital com as recompras e uma relação não significativa com os dividendos. Conforme destacado pelos autores, devido à maior flexibilidade, sempre quando encontram projetos financeiramente viáveis, os gestores podem resolver cortar as recompras, isso sem temer uma reação negativa dos investidores, já quando não possuem bons projetos, distribuem caixa recomprando ações, por isso as recompras estariam negativamente associadas aos investimentos. Já para o caso dos dividendos, não seriam tratados como fluxos de caixa residuais, uma vez que as empresas, independente de suas oportunidades de investimento, precisam manter os níveis de distribuição para atender a expectativa do mercado.

Outra explicação para a escolha das recompras, é a existência de um prêmio para as ações de empresas recompradoras. Jiang et al. (2013) fizeram uma extensão da teoria de *catering*, desenvolvida por Baker e Wurgler (2004), para verificar a influência de uma demanda variável dos investidores pela recompras de ações, mensurada pelo chamado prêmio de recompra. A teoria originalmente trata apenas do pagamento dos dividendos, porém, ao aplicar para as recompras, os autores identificaram que, quando percebem que os investidores estão valorizando mais as ações de empresas recompradoras, os gestores tendem a recomprar ações. No estudo também é enfatizado o papel substituto entre recompras e dividendos, com o prêmio de dividendos afetando negativamente as recompras de ações e o prêmio de recompras afetando negativamente a distribuição de dividendos.

De forma semelhante Kulchania (2013) também aplicou a teoria de *catering* para as recompras de ações. O autor argumenta que os gestores optam por recomprar ações ou pagar dividendos conforme a mudança no desejo dos investidores. Para verificar a relação entre a demanda dos investidores e a decisão de escolha do método de distribuição de caixa, foi mensurado o prêmio de diferença, calculado pela subtração do prêmio de recompra pelo prêmio de dividendos. Os resultados apontaram que o prêmio de diferença estava positivamente relacionado com as recompras e negativamente com os dividendos, denotando que os gestores atendem racionalmente a demanda de mercado, a qual é manifestada, dependendo do momento, pela maior valorização dos papéis de empresas recompradoras ou de empresas pagadoras de dividendos.

Na mesma direção Chazi et al. (2018), em um estudo com empresas dos EUA, desenvolveram o prêmio pela forma de pagamento. Essa variável foi construída de forma similar ao prêmio de dividendos, com a diferença de que foi realizada a separação entre empresas recompradoras das que pagaram dividendos, em vez da separação original de Baker

e Wurgler (2004), que foi entre pagadoras de dividendos e não pagadoras. A medida de preferência dos investidores foi positivamente relacionada com a escolha dos gestores, sendo um indício de que os gestores estão atentos a variação nas expectativas dos investidores quanto à forma de distribuição de caixa. No estudo, assim como em trabalhos anteriores, também foi observado uma tendência de aumento das empresas que fazem recompras regularmente, evidenciando a popularização dessa forma de pagamento ao longo dos anos.

Além desses estudos que procuraram testar hipóteses específicas, na literatura também podem ser encontrados trabalhos que investigaram os determinantes das recompras de forma geral, onde as hipóteses citadas anteriormente, além de outras, foram testadas em conjunto por pesquisadores em vários países.

Nesse sentido Bonaimé, Öztekin e Warr (2014), para uma amostra de empresas dos EUA, fizeram uma pesquisa sobre estrutura de capital, precificação e recompra de ações. Os autores identificaram que, quando estão com o nível de alavancagem abaixo do ideal e quando estão subavaliadas, as empresas tendem a aumentar os anúncios de recompras. Os autores também destacaram que, quanto a mudanças de preços após os anúncios das recompras, os investidores tiveram uma reação mais positiva para empresas que estavam sub-alavancadas e subavaliadas ao mesmo tempo. Dessa maneira, dentre outros motivos, as empresas recompram ações para ajustar sua estrutura de capital e para explorar uma precificação incorreta do mercado.

Outro trabalho com empresas dos EUA foi o de Chasiotis, Georgantopoulos e Eriotis (2021), que realizaram um estudo sobre os determinantes das recompras de ações. Os principais determinantes encontrados foram fluxo de caixa livre, liquidez de caixa, oportunidades de crescimento, risco e opções de ações. Com a aplicação da regressão quantílica foi constatado que, para os grupos de empresas com maior volume de recompras, as variáveis fluxo de caixa livre e liquidez de caixa possuem coeficientes superiores, denotando que as empresas com excesso de caixa sofrem de maiores custos de agência, o que leva a um aumento ainda mais pronunciado na atividade de recompra. Esse comportamento também foi observado para as oportunidades de investimento, porém, com sinal invertido, destacando que quanto maior a escassez de oportunidades mais pressão os gestores vão ter para distribuir caixa.

Já para uma amostra de empresas da Europa, Lee, Ejara e Gleason (2010) fizeram uma pesquisa sobre os determinantes das recompras e seus efeitos nos preços das ações. No estudo foi destacado que os principais motivos que levaram os gestores a recomprarem foram a subavaliação das ações, a dissuasão de *takeover* e a falta de oportunidades de investimentos. Para excesso de capital, intangibilidade e alavancagem não foram encontradas relações

significantes com o volume de recompras. Sobre o efeito da recompra no preço das ações, foi identificada uma reação positiva no valor de empresas da Alemanha, Itália e Reino Unido, mas não para as da França. A transmissão de informações ao mercado foi apontada como a principal razão da maior valorização para as empresas recompradoras.

Também na Europa, Andriosopoulos e Hoque (2013) pesquisaram sobre as características das empresas recompradoras do Reino Unido, Alemanha e França. Foi observado que tamanho da empresa, proporção de dividendos pagos e nível concentração de propriedade são características que ajudaram a explicar os anúncios de recompra de ações nos três países estudados. O pagamento de dividendos teve uma relação positiva com as recompras, denotando um papel complementar desses dois mecanismos de remuneração. Para toda a amostra, empresas maiores e com propriedade mais dispersa apresentaram uma propensão maior em anunciar recompras. Também foram encontradas diferenças entre os países, com excesso de fluxo de caixa e oportunidades de crescimento sendo significativos apenas para o Reino Unido, e a subavaliação das ações motivando recompras apenas na Alemanha e França.

Outro estudo sobre os determinantes das recompras foi o de Lee e Suh (2011), que abordaram empresas da Austrália, Canadá, França, Alemanha, Japão, Reino Unido e EUA. Os autores relataram que apesar das empresas dos EUA realizarem operações em volume superior as demais, em todos os países da amostra as empresas apresentaram comportamentos semelhantes. O fator mais importante enfatizado no estudo foi o excesso de caixa, com as recompras sendo utilizadas para liberar caixa principalmente no intuito de reduzir conflitos de agência e distribuir fluxos de caixa temporários. O uso das recompras para entregar fluxos temporários, conforme apontado pelos autores, ocorreu pelo motivo de maior flexibilidade, já que a distribuição de dividendos poderia gerar uma expectativa nos acionistas de manutenção futura desses pagamentos.

Para empresas do Reino Unido, Dhanani (2016) realizou uma pesquisa sobre as percepções e práticas de gestores e investidores com relação às recompras de ações. Com o uso de entrevistas, a autora identificou que, na visão dos gestores, as recompras ocorreram sobretudo para devolver o dinheiro excedente aos acionistas de forma flexível, sinalizar subvalorização, ajustar o grau de endividamento e influenciar o nível de lucro por ação. Os resultados também denotaram que, para distribuir caixa, as empresas fazem uso das recompras em circunstâncias diferentes do que usariam para os dividendos, existindo grande discordância dos gestores para a afirmação de que os dois seriam substitutos. Sobre o lado dos investidores, é chamada a atenção acerca do menor nível de conhecimento dos investidores privados, os quais

teriam menor capacidade para perceber que o lucro por ação pode ser manipulado pela atividade de recompra.

A respeito da escolha entre recompras e dividendos, para o caso de dividendos especiais, Wesson, Smit, Kidd e Hamman (2018) fizeram um estudo sobre os fatores que moldam as decisões em empresas da África do Sul. Foi identificado que as recompras são principalmente requisitadas por parte de empresas menores, com menos acionistas, mais investidores públicos e quando os volumes de distribuição são menores. Já os dividendos especiais são escolhidos majoritariamente por empresas com ações sobreavaliadas, com menores níveis de propriedade de diretores, menor grau de alavancagem e maior histórico de pagamento de dividendos ordinários. Os resultados do estudo, conforme enfatizado pelos autores, não deram suporte para a preocupação de que as recompras estariam sendo usadas para manipulação de preços de curto prazo.

Já Moin, Guney e Kalak (2020), para empresas da Indonésia, investigaram o impacto de mudanças regulatórias nas recompras de ações. Com as modificações na legislação, as quais ajudaram a impulsionar a operação de recompra no país, os autores observaram mudanças nas motivações por trás desse tipo de operação. Anteriormente existia uma relação de substituição entre dividendos e recompras, porém, após as alterações foi identificada uma relação complementar. Também foi constatado que excesso de caixa passou a ser um determinante significativo para as recompras, já ajuste da estrutura de capital perdeu significância, o que denota que as empresas deixaram de recomprar ações para buscar um endividamento ótimo e passaram a usar essa operação para reduzir custos de agência relacionados à sobra de caixa.

Sobre recompras, subvalorização das ações e melhora no desempenho operacional Kim e Park (2021) investigaram possíveis comportamentos oportunistas de gestores na realização de anúncios em empresas da Coreia do Sul. Os autores identificaram que, para empresas de baixa pontualidade nos lucros e que utilizam um método de recompra de baixo custo, existe a tendência dos anúncios serem feitos de forma oportunista, com isso as recompras não seriam um real indicador de subvalorização de suas ações. Para essas empresas foram observados desempenho operacional de longo prazo e retornos anormais negativos, diferente de empresas de alta pontualidade nos lucros e que adotaram métodos de recompra direta, as quais apesar de não apresentarem mudanças de longo prazo em seus retornos anormais e desempenho operacional, alcançaram retornos anormais de curto prazo positivos.

Também na Ásia, dessa vez para o mercado da Índia, Arora (2022) realizou uma pesquisa sobre as características das empresas e a decisão de recompra. No estudo foi destacado que, durante o período abordado, apenas empresas que pagaram dividendos fizeram recompras,

sendo o retorno anterior das ações e o lucro não operacional os principais fatores que levaram as empresas indianas a recomprarem, o que denota a utilização desse tipo de operação para sinalização de subavaliação e uso de um meio flexível para distribuição de fluxos de caixa temporários. Os resultados também demonstraram que as empresas com maior tendência de recomprar ações são maiores e mais lucrativas. Já para as hipóteses de redução de custos de agência e de ajuste da estrutura de capital não foram encontrados nenhum suporte.

No Brasil também são encontrados trabalhos que investigaram as motivações que influenciaram as empresas a recomprarem ações. Um deles foi o de Nascimento et al. (2011), que testaram as hipóteses de ajuste da estrutura do capital, redução do fluxo de caixa livre, substituição de dividendos e subavaliação. O estudo contou com uma amostra de empresas com ações negociadas na B3, abordando o período entre 1995 e 2008. Os resultados apontaram que o principal fator determinante das recompras foi a redução do fluxo de caixa livre, com as empresas de maior disponibilidade de recursos de curto prazo recomprando mais, o que contribuiria para a redução de custos de agência. Também foi encontrado suporte parcial para a hipótese de subavaliação e para uma relação complementar entre dividendos e recompras.

Outro trabalho onde as mesmas hipóteses foram testadas foi o de Garcia e Lucena (2017). No estudo, para o período entre 2000 e 2014, foram consideradas amostras de empresas não financeiras do Brasil e dos EUA. Novamente foi identificada a distribuição do fluxo de caixa livre como motivação para a recompra de ações no mercado brasileiro, enquanto que para as outras hipóteses não houve suporte. Para as empresas dos EUA, além da distribuição de fluxo de caixa livre, os resultados também apontaram a substituição de dividendos como uma explicação para a decisão de recompras. Os autores destacaram a diferença tributária como a principal razão dos resultados encontrados, uma vez que nos EUA as empresas teriam incentivos para optar pelas recompras em detrimento aos dividendos, o que não ocorreria no Brasil devido a não existência de tributos no pagamento de dividendos.

Já Castro e Yoshinaga (2019) realizaram uma pesquisa sobre recompras e subavaliação das ações no mercado brasileiro, a qual abordou o período entre 2003 e 2014. Semelhante a evidências obtidas por estudos feitos em outros países, foi identificada uma subvalorização das ações de empresas que anunciaram programas de recompras no Brasil, onde carteiras teóricas formadas por essas empresas alcançaram retornos anormais entre 5,4% a 7,9% ao ano. Os resultados ficaram ainda mais notórios com a formação de dois grupos distintos de carteiras de empresas recompradoras, as quais foram compostas de acordo com os índices *market-to-book* dessas empresas. A carteira com ações de empresas de baixo *market-to-book* apresentou

desempenho superior, ou seja, empresas com tendência de recomprar pelo motivo de subavaliação atingiram maiores retornos anormais.

Também no Brasil, Amorim et al. (2021) pesquisaram sobre os determinantes das recompras. Com dados do período entre 2011 e 2018, o estudo contou com uma amostra de empresas com ações negociadas na B3, as quais fizeram anúncios de recompras no mercado aberto. Diferente de estudos anteriores realizados no Brasil, não foi encontrado suporte para as hipóteses de subavaliação e distribuição de fluxo de caixa livre. Os resultados destacaram que, para as empresas da amostra, o volume de recompras teve uma relação positiva com rentabilidade e dividendos pagos e uma relação negativa com nível de endividamento. A relação positiva da recompra de ações com o pagamento de dividendos enfatizou um papel complementar entre essas duas formas de distribuição de caixa.

Nesses estudos com empresas brasileiras, de forma geral, foram abordadas algumas das principais explicações sobre a decisão de recompra de ações. Os resultados desses trabalhos confirmaram alguns padrões semelhantes aos encontrados em estudos de outros países, como a distribuição de fluxo de caixa livre e a subvalorização das ações sendo motivadores para o uso das recompras de ações. Também foi encontrada uma diferença, com as recompra de ações complementando os dividendos das empresas brasileiras, em vez de substituí-los, conforme o que seria esperado de acordo com a hipótese de flexibilidade, o que pode ser explicado pelas particularidades legais do Brasil, as quais não trazem incentivos para uma substituição de dividendos por recompra de ações.

Apesar desses estudos trazerem importantes *insights* sobre a recompra de ações no Brasil, não foram encontrados estudos que investigaram as hipóteses de melhoria no desempenho operacional e atendimento da demanda dos investidores. Dessa maneira, este estudo buscou trazer uma abordagem mais ampla, contemplando as principais explicações sobre a decisão de recompras encontradas na literatura, e com dados mais atuais.

Com base nos padrões dos resultados de estudos anteriores podem ser formuladas algumas hipóteses, as quais sintetizam o comportamento esperado da decisão de recompra nas empresas pertencentes à amostra. Este estudo procurou testar as seguintes hipóteses:

H_1 : Maior volume de caixa disponível aumenta a probabilidade de uma empresa recomprar suas ações.

H_2 : As empresas tendem a recomprar mais suas ações quando elas estão subavaliadas.

H_3 : As empresas recompram ações para distribuir dinheiro para seus acionistas como complemento ao pagamento de dividendos e JSCP.

H_4 : Empresas que recompram ações tendem a ter uma melhora em seu desempenho operacional ao longo dos anos.

H_5 : O volume de ações recompradas é maior em momentos em que a demanda dos investidores por dividendos é alta.

Para as três primeiras são esperados resultados semelhantes aos encontrados por outros autores no Brasil. Na quarta hipótese será testado se, assim como o apontado por autores em estudos internacionais, as empresas brasileiras recompram ações como parte de um pacote de reestruturação, do qual é composto por venda de ativos e acompanhado por uma consequente melhora no desempenho operacional. Já para a quinta hipótese, levando em conta que as recompras podem ser utilizadas como complemento ao pagamento de dividendos no Brasil, é esperada uma relação inversa ao observado em estudos de fora do país, com as empresas recomprando mais em momentos de maior procura de investidores por dividendos.

Na próxima seção são detalhados a amostra de empresas escolhidas e os métodos de pesquisa aplicados.

3.3 Método de Pesquisa

A pesquisa foi realizada com o levantamento de dados de 369 empresas brasileiras não financeiras com ações listadas na B3. A coleta abordou dados do período entre 2010 e 2022 e teve apenas empresas com informações financeiras em pelo menos 5 anos desse período. O intervalo foi escolhido pelo motivo de 2010 ser o primeiro ano em que o Economatica®, base de coleta de dados utilizada, disponibiliza as informações sobre a redução de capital das empresas, a qual é a conta onde as recompras de ações são contabilizadas. No Quadro 3.1 é apresentada a relação de empresas por setor.

Quadro 3.1: Setores e quantidade de empresas na amostra

Setor	Quantidade	Setor	Quantidade
Bens industriais	52	Outros	78
Comunicações	6	Petróleo gás e biocombustíveis	13
Consumo cíclico	87	Saúde	22
Consumo não cíclico	21	Tecnologia da informação	11
Materiais básicos	29	Utilidade pública	50
		Total geral	369

Fonte: Elaborado pelo autor

Para a realização dos testes foi necessária a construção de diferentes modelos de regressão. No primeiro grupo de modelos foram testadas as hipóteses de redução de custos de agência, subvalorização da ação e demanda dos investidores. Para essas regressões, as variáveis dependentes foram ou Recompra de Ações (Rec), que corresponde ao valor total desembolsado pela empresa com recompras de ações no período dividido pelo ativo total, ou então, para o caso da regressão logística, Comprador (Rec *Dummy*), que é uma variável *dummy* que assume o valor 1 para o período em que a empresa efetuou recompra de ações ou 0 em caso contrário.

Essas variáveis também foram adotadas por diversos autores. Enquanto que a variável Recompra de Ações (com os valores divididos pelo ativo total) foi utilizada nos trabalhos de Lee e Suh (2011), Chasiotis et al. (2021), Nascimento et al. (2011), Amorim et al. (2021) e Arora (2022), a variável *dummy* Comprador foi adotada por von Eije e Megginson (2008), Jiang et al. (2013), Kulchania (2013), Garcia e Lucena (2017), Wesson et al. (2018), Chazi et al. (2018), Moin et al. (2020) e Amorim (2021).

Já sobre as variáveis independentes, para testar a hipótese de redução de custos de agência foram escolhidas as variáveis Fluxo de Caixa Livre (FCL), a qual também foi empregada nos estudos de Jiang et al. (2013), Kulchania (2013), Bonaimé et al. (2014), Garcia e Lucena (2017), Chasiotis et al. (2021) e Amorim et al. (2021), e Caixa, que também foi utilizada por Lee e Suh (2011), Jiang et al. (2013), Kulchania (2013), Bonaimé (2014), Rapp et al. (2014), Moinet et al. (2020), Chasiotis et al. (2021) e Arora (2022). As duas variáveis tiveram seus valores escalonados pelo ativo total da empresa. Espera-se que as empresas com mais caixa disponível possuam uma maior probabilidade de realizar recompras e que recomprem ações em maior volume, uma vez que, tudo o mais constante, tendem a precisar distribuir seu caixa para evitar custos de agência relacionados.

Para testar a hipótese de subvalorização foram adotadas as variáveis *Market-to-book* (MB) e Retorno das ações (RA), ambas considerando o período anterior das recompras. Entre os trabalhos citados na seção de revisão da literatura, *Market-to-book* foi utilizado por von Eije

e Megginson (2008), Choi et al. (2009), Lee e Suh (2011), Nascimento et al. (2011), Andriosopoulos e Hoque (2013), Jiang et al. (2013), Kulchania (2013), Garcia e Lucena (2017), Wesson et al. (2018) Chazi et al. (2018), Moin et al. (2020), Amorim et al. (2021) e Arora (2022), já o Retorno das Ações por Lee et al. (2010), Lee e Suh (2011), Jiang et al. (2013), Kulchania (2013) e Wesson et al. (2018). Considerando que os gestores tendem a fazer anúncios de recompras quando entendem que as ações das empresas estão subvalorizadas, é esperada uma relação negativa entre as duas variáveis com a recompra de ações.

Sobre a hipótese de atendimento da demanda dos investidores, von Eije e Megginson (2008), Jiang et al. (2013) e Kulchania (2013) fizeram uso da variável prêmio de dividendos, originalmente desenvolvida por Baker e Wurgler (2004), para mensurar a demanda dos investidores por dividendos. Essa, que é uma variável a nível de mercado, é calculada pela diferença entre o logaritmo natural do índice market-to-book médio de empresas pagadoras e não pagadoras. Porém para este trabalho foram realizadas algumas adaptações.

Essas adaptações foram necessárias por causa do regulamento de dividendos obrigatórios, já que podem existir empresas no Brasil que pagam dividendos apenas para cumprir o regulamento, tornando o cálculo original da variável não indicado para esse contexto. Desta maneira, foram adotadas duas alternativas para mensurar o prêmio de dividendos.

A primeira trata-se de uma variável *dummy* (Prêmio de dividendos - PIDIV), a qual recebe o valor 1 nos períodos em que o Índice Dividendos (IDIV) teve desempenho superior ao Ibovespa e 0 para os casos contrários. Enquanto o IDIV é uma carteira teórica que contém os ativos dos grandes pagadores de dividendos, o Ibovespa é o principal índice de ações do Brasil e representa o desempenho do mercado em geral. Dessa forma, a variável PIDIV foi construída visando identificar os períodos em que existe uma maior demanda dos investidores pelos ativos das empresas que pagam mais dividendos.

A segunda forma para mensurar o prêmio de dividendos foi pela adaptação do cálculo original, substituindo a separação entre empresas pagadoras e não pagadoras, pela separação entre as que pagam acima do obrigatório e as que pagam um percentual igual ou inferior. Considerou-se o percentual de 25% de *payout* como um padrão de dividendos obrigatórios, já que esse é um percentual adotado pela grande maioria das empresas (aproximadamente 86%).

Nos trabalhos de von Eije e Megginson (2008), Jiang et al. (2013) e Kulchania (2013) foram encontradas relações negativas entre o prêmio de dividendos e a recompra de ações, ou seja, em média as empresas optaram por pagar dividendos em momentos de alta demanda e recomprar ações nos períodos de baixa demanda por dividendos, denotando um efeito de substituição entre as duas formas de pagamento. Como no Brasil têm sido observado uma

relação complementar entre dividendos e recompra de ações (Nascimento et al., 2011; Amorim et al., 2021), espera-se que o prêmio de dividendos tenha um impacto positivo na recompra de ações das empresas da amostra.

Como variáveis independentes de controle foram escolhidas as variáveis Endividamento (Endiv), Tamanho (Tam), Rentabilidade (ROA), Oportunidades de Investimento (OP), Ciclo de Vida (RETE) e Dividendos pagos no ano anterior (DP). A escolha dessas variáveis foi feita pelo fato de terem sido as principais utilizadas nos trabalhos revisados.

Referente cada uma das variáveis, as quais fizeram parte dos modelos que testaram as hipóteses de redução de custos de agência, subvalorização da ação e demanda dos investidores, no Quadro 3.2 são detalhados os trabalhos que foram utilizados como base para a escolha.

Quadro 3.2: Variáveis escolhidas e trabalhos utilizados como base

Conjunto de variáveis →	Dependentes		Independentes Principais					Independentes de Controle					
	Rec	Rec Dummy	FCL	Caixa	MB	RA	Prêmio de dividendos	Endiv	Tam	ROA	OP	RETE	DP
Trabalhos revisados:													
von Eije e Megginson (2008)		x			x		x	x	x	x	x	x	
Choi et al. (2009)					x			x	x	x			
Lee et al. (2010)						x		x	x				x
Lee e Suh (2011)	X			x	x	x		x	x	x		x	x
Nascimento et al. (2011)	X				x			x		x			x
Andriosopoulos e Hoque (2013)					x			x	x	x			x
Jiang et al. (2013)		x	x	x	x	x	x	x	x				x
Kulchania (2013)		x	x	x	x	x	x	x	x	x			x
Bonaimé et al. (2014)			x	x					x		x		
Rapp et al. (2014)				x					x	x	x	x	
Garcia e Lucena (2017)		x	x		x			x					x
Wesson et al. (2018)		x			x	x		x	x				x
Chazi et al. (2018)		x			x				x	x	x	x	
Moin et al. (2020)		x		x	x			x	x	x	x		x
Chasiotis et al. (2021)	X		x	x				x					x
Amorim et al. (2021)	X	x	x		x			x		x			x
Arora (2022)	X			x	x			x	x	x			

Fonte: Elaborado pelo autor

Já com relação a forma como essas variáveis foram calculadas, no Quadro 3.3 temos em detalhe cada uma das fórmulas ou representação. Vale destacar que, sobre os trabalhos utilizados como base, nem todos representaram as variáveis com a mesma *proxy* ou tiveram a mesma fórmula de cálculo.

Quadro 3.3: Variáveis dos modelos de recompra de ações

Tipo	Variável	Fórmula/Representação	
Dependentes	Recompra de Ações (Rec)	$\frac{\text{Recompra de Ações}}{\text{Ativo Total}}$	
	Recomprador (Rec Dummy)	Variável <i>Dummy</i> que assume o valor 1 no período em que a empresa realizou recompra de ações	
Independentes Principais	Fluxo de Caixa Livre (FCL)	$\frac{\text{Fluxo de caixa livre}}{\text{Ativo Total}}$	
	Caixa	$\frac{\text{Caixa e Equivalentes a Caixa}}{\text{Ativo Total}}$	
	Market-to-book (MB)	$\frac{\text{Valor de mercado da ação}}{\text{Valor patrimonial da ação}}$	
	Retorno das ações (RA)	$\Delta \text{ Preço da ação}$	
	Prêmio de dividendos	PIDIV	Variável <i>Dummy</i> que assume o valor 1 quando o retorno do IDIV for superior ao do IBOVESPA
		PD	$\frac{\text{Ln market to book médio grandes pagados}}{\text{Ln market to book médio demais empresas}}$
Independentes de Controle	Endividamento (Endiv)	$\frac{\text{Dívidas}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	
	Tamanho (Tam)	$\text{Ln Valor de mercado}$	
	Rentabilidade (ROA)	$\frac{\text{Lucro Operacional Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	
	Oportunidades de Investimento (OP)	$\Delta \text{ Receita}$	
	Ciclo de Vida (RETE)	$\frac{\text{Lucros Retidos Acumulados}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	
	Dividendos pagos no ano anterior (DP)	$\frac{\text{Dividendos+JSCP pagos}}{\text{Lucro Líquido}}$	

Fonte: Elaborado pelo autor

A partir desse conjunto de variáveis foram construídos três diferentes modelos visando testar as mesmas hipóteses (redução de custos de agência, subvalorização e atendimento da demanda dos investidores), conforme representado nas seguintes equações:

$$\begin{aligned} Rec_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * FCL_{it} + \beta_2 * MB_{it-1} + \beta_3 * PIDIV_{t-1} + \beta_4 * Endiv_{it} + \beta_5 * Tam_{it} \\ & + \beta_6 * ROA_{it} + \beta_7 * OP_{it} + \beta_8 * RETE_{it} + \beta_9 * DP_{it-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3.1)$$

$$\begin{aligned} Rec_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * Caixa_{it} + \beta_2 * RA_{it-1} + \beta_3 * PIDIV_{t-1} + \beta_4 * Endiv_{it} + \beta_5 * Tam_{it} \\ & + \beta_6 * ROA_{it} + \beta_7 * OP_{it} + \beta_8 * RETE_{it} + \beta_9 * DP_{it-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3.2)$$

$$\begin{aligned} Rec\ Dummy_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * FCL_{it} + \beta_2 * MB_{it-1} + \beta_3 * PIDIV_{t-1} + \beta_4 * Endiv_{it} + \beta_5 * Tam_{it} \\ & + \beta_6 * ROA_{it} + \beta_7 * OP_{it} + \beta_8 * RETE_{it} + \beta_9 * DP_{it-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3.3)$$

Foi adotada a regressão com efeitos fixos para os três modelos, sendo utilizado o controle de efeitos fixos no ano e setor. Enquanto para os dois primeiros modelos a estimação foi feita pelo método de regressão por mínimos quadrados ordinários, para o terceiro modelo, que possui uma variável dependente categórica, foi empregada a técnica de regressão logística.

Já para testar a hipótese de flexibilidade das recompras de ações foi necessária a aplicação de outro modelo, o qual foi construído com base no trabalho de Iyer et al. (2017). Nesse modelo o Capex, que representa as despesas de capital, é a variável dependente e Recompra de Ações e *Payout* (P) são as variáveis independentes principais. Também tomando como base o modelo proposto por Iyer et al. (2017), foram selecionadas as seguintes variáveis de controle: Tamanho, Endividamento, *Market-to-book*, Caixa, Ciclo de Vida e Tangibilidade (Tang). No Quadro 3.4 são apresentados os cálculos para cada uma das variáveis presentes no modelo.

Quadro 3.4: Variáveis do modelo de flexibilidade

Tipo	Variável	Fórmula/Representação
Dependente	Capex	$\frac{\text{Imobilizado Atual} - \text{Anterior} + \text{Depreciação}}{\text{Ativo Total}}$
Independentes Principais	Recompra de Ações (Rec)	$\frac{\text{Recompra de Ações}}{\text{Ativo Total}}$
	<i>Payout</i> (P)	$\frac{\text{Dividendos} + \text{JSCP pagos}}{\text{Lucro Líquido}}$
Independentes de Controle	Tamanho (Tam)	$\text{Ln Valor de mercado}$
	Endividamento (Endiv)	$\frac{\text{Dívidas}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
	<i>Market-to-book</i> (MB)	$\frac{\text{Valor de mercado da ação}}{\text{Valor patrimonial da ação}}$
	Caixa	$\frac{\text{Caixa e Equivalentes a Caixa}}{\text{Ativo Total}}$
	Ciclo de Vida (RETE)	$\frac{\text{Lucros Retidos Acumulados}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
	Tangibilidade (Tang)	$\frac{\text{Ativo Imobilizado}}{\text{Ativo Total}}$

Fonte: Elaborado pelo autor

Dessa forma, o modelo utilizado para testar a hipótese de flexibilidade das recompras é representado pela seguinte equação:

$$\begin{aligned} \text{Capex}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * \text{Rec}_{it} + \beta_2 * \text{P}_{it} + \beta_3 * \text{Tam}_{it} + \beta_4 * \text{Endiv}_{it} + \beta_5 * \text{MB}_{it} \\ & + \beta_6 * \text{Caixa}_{it} + \beta_7 * \text{RETE}_{it} + \beta_8 * \text{Tang}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3.4)$$

O modelo foi estimado com o uso do método de regressão por mínimos quadrados ordinários, contando também com os controles de efeitos fixos no ano e setor. No trabalho de Iyer et al. (2017) foi identificado que apenas a Recompra de Ações teve relação significativa com o Capex das empresas, ou seja, devido a flexibilidade dessa forma de pagamento, os gestores optaram por utilizá-lo para, conforme a variação na necessidade de recursos para investimentos, ajustar a distribuição de caixa nas empresas. Considerando que, de acordo com o relatado por trabalhos anteriores, as empresas brasileiras têm utilizado dividendos e recompra

de ações de forma complementar, não é esperado encontrar o mesmo comportamento neste estudo.

Por fim, para testar a hipótese de melhora no desempenho operacional, foram desenvolvidos três modelos, os quais têm o propósito de avaliar se o desempenho da empresa é afetado pela realização de recompra de ações em diferentes momentos. A escolha do modelo e das variáveis foi feita com base nos trabalhos de Kim e Park (2021) e Chao e Huang (2022), sendo o ROA a variável dependente, representando o desempenho operacional, Recompra de Ações a variável independente principal e Tamanho, Endividamento, *Market-to-book*, FCL, Ciclo de Vida, Oportunidades de Investimento e Capex as variáveis independentes de controle. O Quadro 3.5 detalha cada uma dessas variáveis e suas respectivas formas de cálculo.

Quadro 3.5: Variáveis do modelo de desempenho operacional

Tipo	Variável	Fórmula/Representação
Dependente	Desempenho operacional (ROA)	$\frac{\text{Lucro Operacional Líquido}}{\text{Ativo Total}}$
Independente Principal	Recompra de Ações (Rec)	$\frac{\text{Recompra de Ações}}{\text{Ativo Total}}$
Independentes de Controle	Tamanho (Tam)	$\text{Ln Valor de mercado}$
	Endividamento (Endiv)	$\frac{\text{Dividas}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
	<i>Market-to-book</i> (MB)	$\frac{\text{Valor de mercado da ação}}{\text{Valor patrimonial da ação}}$
	Fluxo de Caixa Livre (FCL)	$\frac{\text{Fluxo de caixa livre}}{\text{Ativo Total}}$
	Ciclo de Vida (RETE)	$\frac{\text{Lucros Retidos Acumulados}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
	Oportunidades de Investimento (OP)	$\Delta \text{ Receita}$
	Capex	$\frac{\text{Imobilizado Atual} - \text{Anterior} + \text{Depreciação}}{\text{Ativo Total}}$

Fonte: Elaborado pelo autor

Os modelos construídos para verificar se existe relação entre a recompra de ações e o desempenho operacional das empresas da amostra são apresentados a seguir:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Rec_{it} + \beta_2 * Tam_{it} + \beta_3 * Endiv_{it} + \beta_4 * MB_{it} + \beta_5 * FCL_{it} + \beta_6 * RETE_{it} + \beta_7 * OP_{it} + \beta_8 * Capex_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.5)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Rec_{it-1} + \beta_2 * Tam_{it} + \beta_3 * Endiv_{it} + \beta_4 * MB_{it} + \beta_5 * FCL_{it} + \beta_6 * RETE_{it} + \beta_7 * OP_{it} + \beta_8 * Capex_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.6)$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * Rec_{it-2} + \beta_2 * Tam_{it} + \beta_3 * Endiv_{it} + \beta_4 * MB_{it} + \beta_5 * FCL_{it} + \beta_6 * RETE_{it} + \beta_7 * OP_{it} + \beta_8 * Capex_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.7)$$

Cada um desses modelos foi estimado pelo método de regressão por mínimos quadrados ordinários e todos contam com controles de efeitos fixos no ano e setor. Os modelos possuem as mesmas variáveis, a única diferença entre eles é que a hipótese de melhora no desempenho operacional é testada levando em conta as recompras de ações, respectivamente, no período atual, no ano anterior e com dois anos de antecedência.

Em trabalhos anteriores, Kim e Park (2021) encontraram relação entre o desempenho operacional e a recompra de ações de dois anos anteriores para empresas da Coreia do Sul, já Chao e Huang (2022) identificaram uma melhora após um trimestre da realização de recompras em empresas de Taiwan. Para o Brasil, conforme relatado anteriormente, não foram encontrados trabalhos que abordaram esse tema. Na próxima seção são apresentados os resultados deste trabalho.

3.4 Resultados e Discussão

Na seção atual são destacados e discutidos os resultados dos testes referentes às cinco hipóteses abordadas neste estudo, também são apresentadas algumas estatísticas descritivas sobre o conjunto de dados utilizados. Primeiramente, conforme destacado na Figura 3.1, temos algumas informações financeiras acumuladas das empresas da amostra, sendo possível comparar a representatividade dos lucros, total de dividendos pagos, dividendos obrigatórios (projeção levando em conta 25% do lucro das empresas) e valores desembolsados como recompra de ações no período.

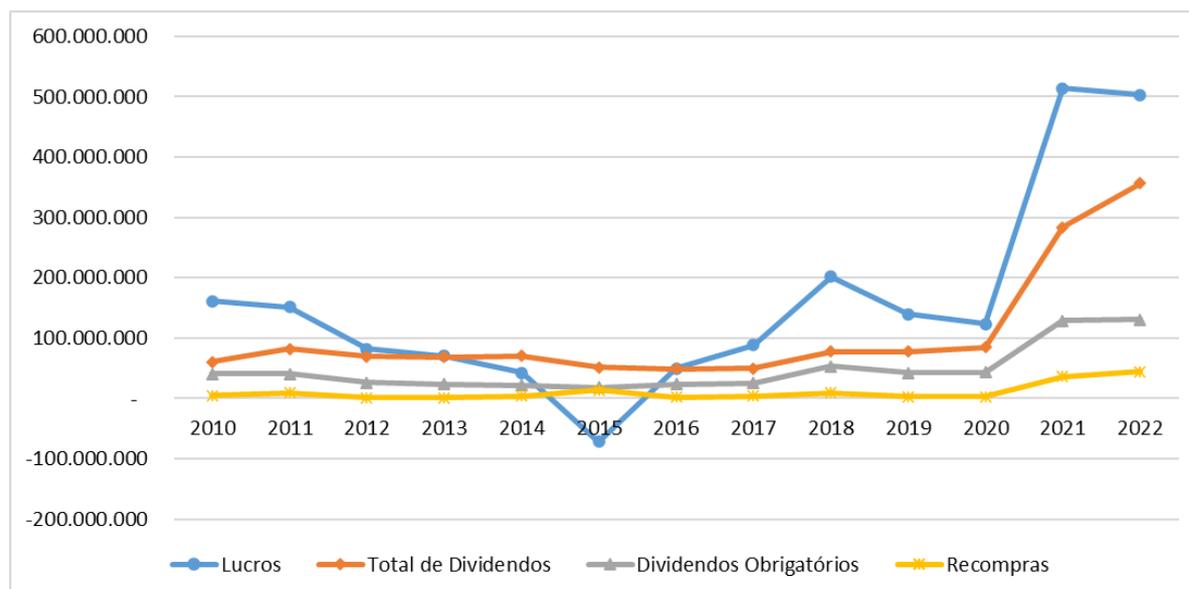


Figura 3.1: Lucros, dividendos e recompra de ações das empresas da amostra

Fonte: Elaborado pelo autor

Com a Figura 3.1 pode ser percebido que, comparado ao total de dividendos, a recompra de ações possui uma baixa representatividade, sendo inclusive inferior aos dividendos obrigatórios projetados. O pagamento de dividendo é o mecanismo preferido das empresas para distribuir caixa aos acionistas, enquanto o total de dividendos pagos representou 67% dos lucros no período, o valor desembolsado como recompra de ações apenas 7%.

Sobre as variáveis presentes neste estudo, na Tabela 3.1 são destacadas algumas estatísticas descritivas que ajudam a sintetizar os dados.

Tabela 3.1: Estatísticas descritivas

Variável	Obs.	Média	Desv. Padrão	Coef. Variação	Mínimo	Máximo
Recompra de ações	3.432	0,0017	0,0072	4,2869	-	0,0583
Fluxo de Caixa Livre	3.400	0,0319	0,3130	9,8111	- 2,4427	0,3468
Caixa	3.421	0,1083	0,1686	1,5562	0,0000	0,9677
Market-to-book	2.540	2,3087	2,7686	1,1992	- 0,1174	18,8633
Retorno das ações (%)	2.456	20,9892	59,7186	2,8452	- 71,0678	277,5531
Endividamento (%)	3.430	114,1779	172,9020	1,5143	-	1.179,4660
Tamanho	2.575	14,5306	1,9336	0,1331	8,0064	19,9217
Rentabilidade (%)	3.427	0,5825	29,7933	51,1489	- 226,6016	29,3359
Oportunidades de Investimento	3.094	0,0900	0,3199	3,5562	- 1,3314	1,2086
Ciclo de vida	3.431	0,8536	5,9317	6,9487	- 47,5258	0,9813
Capex	3.400	0,1736	7,9457	45,7632	- 103,5861	445,3542
Payout	3.041	0,4443	0,6946	1,5634	-	4,5468
Tangibilidade	3.430	0,2188	0,2217	1,0131	-	0,9546

Fonte: Elaborado pelo autor

De forma geral, com as estatísticas descritivas da Tabela 3.1, podem ser vistas algumas características com relação ao perfil das empresas. Essas empresas tiveram, na média, rentabilidade e fluxo de caixa livre negativos durante o período abordado, porém, obtiveram retornos anuais positivos no valor de suas ações. Também na média, as empresas apresentaram uma estrutura de capital com maior participação de dívidas em relação ao capital próprio. Vale ressaltar que esses são apenas valores médios, e que a alta variabilidade dos dados demonstra que as empresas são bastante distintas entre si, com rentabilidade, capex, fluxo de caixa livre, ciclo de vida e recompra de ações, em números absolutos, as variáveis de maior coeficiente de variação.

Enquanto o caixa das empresas representou na média 10,83% de seus ativos, os valores desembolsados com recompra de ações apenas 0,17%, porém, quando considerado apenas empresas em períodos que fizeram recompras, o valor sobe para 1,02%, ou seja, apesar da recompra de ações representar um valor baixo perante a amostra total, os valores são significativos para as empresas que usam esse mecanismo.

Também para ajudar a descrever os dados, foi construída uma matriz de correlação entre as variáveis. A Tabela 3.2 traz os índices de correlação, acompanhados do nível de significância, de cada par de variáveis (com exceção das variáveis binárias).

Tabela 3.2: Matriz de correlação *spearman*

	Rec	FCL	MB	Endiv	Tam	ROA	OP	RETE	Payout
Rec	1								
FCL	0,028 (0,1839)	1							
MB	0,048 (0,0224)**	0,1824 (0)***	1						
Endiv	-0,0201 (0,3402)	-0,1866 (0)***	0,0613 (0,0036)***	1					
Tam	0,1315 (0)***	0,1551 (0)***	0,4483 (0)***	0,0775 (0,0002)***	1				
ROA	0,0578 (0,006)***	0,3867 (0)***	0,3844 (0)***	-0,3819 (0)***	0,262 (0)***	1			
OP	0,0483 (0,0218)**	-0,1519 (0)***	0,1919 (0)***	0,0098 (0,6414)	0,1445 (0)***	0,2037 (0)***	1		
RETE	0,0175 (0,4051)	0,2077 (0)***	0,1777 (0)***	-0,2303 (0)***	0,3073 (0)***	0,5124 (0)***	0,0249 (0,236)	1	
Payout	0,057 (0,0068)***	0,2365 (0)***	0,1842 (0)***	-0,0624 (0,003)***	0,3435 (0)***	0,2931 (0)***	-0,0739 (0,0004)***	0,3754 (0)***	1

Fonte: Elaborado pelo autor

Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Com a matriz de correlação pode ser percebido que, considerando índices absolutos acima de 0,3, a variável ROA foi a que teve o maior número de correlações relevantes, sendo positivamente correlacionada com RETE, FCL e MB, e negativamente com o Endiv, ou seja, as empresas de melhor rentabilidade da amostra são mais maduras, possuem forte geração de fluxo de caixa livre, maior relação *market-to-book* e possuem menor nível de endividamento.

Outra com índices destacados foi a variável Tam, com empresas maiores exibindo maior relação *market-to-book*, maior grau de amadurecimento e proporção mais alta de dividendos distribuídos. Dividendos pagos e ciclo de vida também tiveram um índice de correlação relevante, denotando que as empresas mais maduras da amostra foram as que pagaram mais dividendos. Já a variável recompra de ações não apresentou correlação relevante com nenhuma outra variável.

Dessa forma, apesar de útil para sintetizar as características das empresas, a matriz de correlação não permitiu identificar nenhuma tendência sobre a decisão de recompra de ações. Sobre os modelos construídos para testar as hipóteses deste estudo, na Tabela 3.3 são apresentados os resultados para o primeiro modelo, o qual buscou testar as hipóteses de fluxo de caixa livre, subvalorização das ações e atendimento da demanda dos investidores.

Tabela 3.3: Resultados do primeiro modelo

Variável dependente: Recompra de ações	Coeficientes (estatística z)					
Variáveis independentes:	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5	Regressão 6
Fluxo de Caixa Livre	0,007866 (3,1)***	0,008342 (3,21)***	0,007521 (2,6)***	0,007589 (2,94)***	0,008489 (3,17)***	0,007939 (2,59)***
Market-to-book	0,000005 (0,06)	-0,000049 (-0,44)	-0,000186 (-1,89)*	0,000001 (0,01)	-0,000038 (-0,33)	-0,000141 (-1,77)*
Prêmio de dividendos (PIDIV)	0,000671 (0,8)	0,000664 (0,79)	0,000785 (1,02)			
Prêmio de dividendos (PD)				0,019787 (1,66)*	0,019243 (1,66)*	0,022040 (2)**
Endividamento		0,000000 (0,13)	0,000001 (0,8)		0,000000 (0)	0,000001 (0,52)
Tamanho		0,000189 (1,55)	0,000270 (1,96)**		0,000133 (1,15)	0,000195 (1,58)
Rentabilidade		0,000036 (1,32)	0,000061 (2,27)**		0,000026 (0,96)	0,000055 (2,33)**
Oportunidades de Investimento		-0,000215 (-0,33)	-0,000566 (-0,64)		0,000003 (0)	-0,000130 (-0,13)
Ciclo de vida		0,000005 (0,13)	0,000021 (0,57)		0,000007 (0,2)	0,000010 (0,28)
Payout Anterior			-0,000216 (-1,5)			-0,000134 (-0,92)
Constante	0,001404 (1,43)	-0,001403 (-0,62)	-0,002505 (-1,05)	-0,003276 (-0,96)	-0,005109 (-1,3)	-0,006610 (-1,69)*
Efeitos fixos: Ano e Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Número de Observações	2.521	2.393	2.176	2.320	2.197	1.985
Significância modelo (Prob > chi2)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
R ²	0,1144	0,1177	0,0746	0,1459	0,1513	0,1414
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Modelo robusto	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,01	1,25	1,23	1,01	1,26	1,24
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,5581	0,3906	0,9321	0,7842	0,5341	0,6971
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Elaborado pelo autor

Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Com base no primeiro modelo, foram construídas seis regressões, as regressões 1 e 4 contaram apenas com as variáveis independentes principais, as variáveis de controle foram adicionadas nas demais. Todas as regressões tiveram controles de efeitos fixos no ano e setor e todas obtiveram significância estatística. Devido à existência de heterocedasticidade dos resíduos, conforme identificado pelo teste de Breusch-Pagan, foi necessária a correção pelo modelo robusto para todas as regressões. As seis regressões apresentaram uma

multicolinearidade aceitável (VIF menor que 10, tanto na média quanto para cada variável) e atenderam o pressuposto de ausência de autocorrelação dos resíduos, porém, conforme identificado pelo teste de Shapiro-Francia, os resíduos não possuem uma distribuição normal, o que faz com que as considerações sobre os resultados sejam limitadas apenas as empresas da amostra.

Nas seis regressões são destacadas relações estatisticamente significativas e positivas da recompra de ações com o fluxo de caixa livre. Esses resultados suportam H1, ou seja, as empresas brasileiras da amostra mostraram uma tendência de recomprar mais ações quando estavam com maior volume de fluxo de caixa livre disponível. Para a hipótese de subvalorização das ações (H2), houve fraco suporte, uma vez que a variável *market-to-book* foi estatisticamente significativa apenas nas regressões 3 e 6, as quais contaram com todas as variáveis de controle do primeiro modelo, sendo significativa somente quando considerado 10% de significância.

Para hipótese de atendimento da demanda dos investidores (H5), também foi encontrado suporte considerando algumas das configurações do modelo. Nas regressões 4, 5 e 6 foi identificado que a variável Prêmio de dividendos (PD) apresentou uma relação estatisticamente significativa e positiva com a recompra de ações. A mesma relação não foi identificada para as regressões 1, 2 e 3, as quais utilizaram a variável *dummy* PIDIV como *proxy* para o prêmio de dividendos. Sobre as variáveis de controle, apenas tamanho e rentabilidade foram estatisticamente significantes em pelo menos uma regressão.

Também para testar as hipóteses de fluxo de caixa livre, subvalorização das ações e atendimento da demanda dos investidores, foi construído o segundo modelo, o qual contou com a substituição de algumas variáveis em comparação ao primeiro modelo. Na Tabela 3.4 são destacados os resultados desse modelo.

Tabela 3.4: Resultados do segundo modelo

Variável dependente: Recompra de ações	Coeficientes (estatística z)					
	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5	Regressão 6
Variáveis independentes:						
Caixa	0,000501	0,000120	0,000699	0,000261	-0,000125	0,000219
	(0,28)	(0,05)	(0,34)	(0,15)	(-0,06)	(0,11)
Retorno das ações anterior	-0,000001	-0,000002	-0,000003	0,000000	-0,000001	-0,000002
	(-0,33)	(-0,98)	(-1,3)	(-0,19)	(-0,57)	(-0,78)
Prêmio de dividendos (IDIV)	0,000433	0,000373	0,000609			
	(0,53)	(0,47)	(0,83)			
Prêmio de dividendos				0,015483	0,014716	0,017249
				(1,31)	(1,29)	(1,61)
Endividamento		0,000000	0,000001		0,000000	0,000001
		(0,19)	(0,62)		(0,05)	(0,41)
Tamanho		0,000242	0,000250		0,000158	0,000176
		(2,06)**	(1,81)*		(1,37)	(1,4)
Rentabilidade		0,000062	0,000082		0,000053	0,000076
		(2,24)**	(2,96)***		(1,93)*	(2,94)***
Oportunidades de Investimento		-0,001064	-0,001284		-0,000775	-0,000919
		(-1,87)*	(-1,57)		(-1,28)	(-1,05)
Ciclo de vida		0,000018	0,000031		0,000021	0,000028
		(0,46)	(0,77)		(0,55)	(0,7)
Payout Anterior			-0,000226			-0,000152
			(-1,52)			(-1,01)
Constante	0,001438		-0,002347	-0,002046	-0,004061	-0,005191
	(1,63)		(-0,99)	(-0,61)	(-0,99)	(-1,31)
Efeitos fixos: Ano e Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Número de Observações	2.446	2.279	2.067	2.256	2.096	1.889
Significância modelo (Prob > chi2)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
R ²	0,0675	0,0726	0,0716	0,1482	0,1473	0,1402
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Modelo robusto	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,00	1,17	1,15	1,07	1,19	1,17
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,7161	0,5453	0,6332	0,9997	0,7618	0,3949
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Elaborado pelo autor

Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Semelhante ao modelo anterior, o segundo modelo também teve uma divisão de seis regressões. As considerações feitas para o primeiro modelo, sobre controles de efeitos fixos, significância estatística do modelo e pressupostos das regressões, valem também para o segundo. As diferenças entre os dois foram a substituição de fluxo de caixa livre por caixa e *market-to-book* por retorno das ações anterior.

Essas duas variáveis não foram estatisticamente significativas em nenhuma regressão, dessa forma, os resultados do segundo modelo não trazem suporte para H1 e H2. O mesmo ocorreu para a variável prêmio de dividendos, que não apresentou significância estatística em nenhuma das regressões. Sobre as variáveis de controle, tamanho, rentabilidade e oportunidades de investimento foram estatisticamente significantes em pelo menos uma das regressões em que estiveram presentes.

Para as mesmas três hipóteses testadas no primeiro e segundo modelo (fluxo de caixa livre, subvalorização das ações e atendimento da demanda dos investidores), foi construído um modelo de regressão logística. Os resultados desse terceiro modelo são demonstrados na Tabela 3.5.

Tabela 3.5: Resultados do terceiro modelo (regressão logística)

Variável dependente: Recomprador (dummy)	Coeficientes (estatística z)					
Variáveis independentes:	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5	Regressão 6
Fluxo de Caixa Livre	1,055769 (2,06)**	0,130189 (0,18)	0,004054 (0,01)	0,873807 (1,62)	-0,182270 (-0,24)	-0,383093 (-0,47)
Market-to-book	0,008254 (0,49)	-0,061832 (-2,39)**	-0,076259 (-2,78)***	0,012902 (0,76)	-0,048701 (-1,92)*	-0,061790 (-2,31)**
Prêmio de dividendos (PIDIV)	0,708025 (2,69)***	0,685990 (2,5)**	0,715320 (2,52)**			
Prêmio de dividendos (PD)				7,512175 (2,25)**	7,388507 (2,08)**	8,442565 (2,27)**
Endividamento		0,000349 (0,73)	0,000601 (1,17)		0,000264 (0,53)	0,000507 (0,95)
Tamanho		0,246329 (7,43)***	0,272060 (7,62)***		0,238141 (6,97)***	0,264239 (7,17)***
Rentabilidade		0,010371 (1,14)	0,014638 (1,46)		0,009395 (0,98)	0,013962 (1,31)
Oportunidades de Investimento		-0,062944 (-0,27)	-0,073655 (-0,29)		-0,191663 (-0,78)	-0,225865 (-0,83)
Ciclo de vida		0,206414 (1,61)	0,223420 (1,49)		0,190588 (1,52)	0,201973 (1,39)
Payout Anterior			-0,068465 (-0,75)			-0,034098 (-0,38)
Constante	-1,793847 (-5,46)***	-5,352821 (-8,73)***	-5,700810 (-8,81)***	-3,588885 (-3,61)***	-7,005526 (-5,83)***	-7,627291 (-6,02)***
Sensitividade	0,38%	7,50%	9,19%	0,22%	6,00%	7,77%
Especificidade	100,00%	98,46%	98,19%	99,95%	98,86%	98,60%
Corretamente classificados	79,41%	79,19%	79,04%	80,04%	79,84%	79,75%
Efeitos fixos: Ano e Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Número de Observações	2.521	2.393	2.176	2.320	2.197	1.985
Significância modelo (Prob > chi2)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pseudo R ²	0,0955	0,1354	0,1407	0,0951	0,1322	0,1366
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,01	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
Modelo robusto	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,01	1,25	1,23	1,01	1,26	1,24
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,0001	0,0001	0,0046	0,0000	0,0000	0,0013

Fonte: Elaborado pelo autor

Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Com o uso da regressão logística, conforme a Tabela 3.5, pode ser visto que a probabilidade de uma empresa da amostra recomprar suas ações está positivamente relacionada com seu fluxo de caixa livre e com o prêmio de dividendos, e negativamente com seu índice *market-to-book*. Prêmio de dividendos foi a variável com resultado mais estável, já que entre as três foi a única estatisticamente significativa em todas as configurações do modelo, considerando tanto PIDIV quanto PD como forma de mensuração. Os números desse modelo de regressão logística indicam que as empresas tendem a recomprar suas ações quando precisam distribuir fluxo de caixa livre disponível, quando os gestores entendem que as ações estão subavaliadas e nos momentos de maior demanda por dividendos (manifestada pelo maior prêmio de dividendos), suportando as três hipóteses testadas (H1, H2 e H5). Tamanho foi única variável de controle com significância estatística em pelo menos uma regressão.

Também sobre os resultados desse modelo, vale destacar algumas limitações. Apesar do modelo ter demonstrado uma alta capacidade de classificar corretamente as observações (entre 79,04% e 80,04%), foi observada uma baixa sensibilidade (entre 0,38% e 9,19%), ou seja, o modelo funcionou bem para classificar as empresas em períodos em que não houve recompra de ações (alta especificidade), porém, o mesmo não ocorreu na classificação de empresas em períodos onde houveram as operações de recompra.

Nos modelos já apresentados foram testadas as mesmas hipóteses (fluxo de caixa livre, subvalorização das ações e atendimento da demanda dos investidores), para testar as outras duas foi necessária a construção de outros dois modelos. Na Tabela 3.6 são apresentados os resultados do quarto modelo, o qual foi utilizado para testar a hipótese de flexibilidade da recompra de ações.

Tabela 3.6: Resultados do modelo de flexibilidade

Variável dependente: CAPEX	Coeficientes (estatística z)				
	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5
Variáveis independentes:					
Recompra de ações	-0,016081 (-0,08)	-0,266460 (-1,74)*	-0,268004 (-1,75)*	-0,262472 (-1,71)*	-0,243635 (-1,63)
Payout	-0,000941 (-0,86)	-0,002277 (-2,02)**	-0,002280 (-2,02)**	-0,002153 (-1,91)*	-0,002541 (-2,27)**
Tamanho		0,007658 (5,48)***	0,007518 (4,68)***	0,007685 (4,8)***	0,006411 (4,68)***
Endividamento		-0,000002 (-0,32)	-0,000004 (-0,38)	-0,000004 (-0,42)	0,000000 (0,04)
Market-to-book			0,000208 (0,26)	0,000226 (0,28)	0,001063 (1,83)*
Caixa				-0,018817 (-1,04)	-0,009674 (-0,54)
Ciclo de vida					0,000924 (1,42)
Tangibilidade					0,067572 (4,54)***
Constante	0,045566 (5,81)***	-1,186478 (-3,87)***	-0,044140 (-1,75)*	-0,044780 (-1,76)*	-0,045783 (-2,01)**
Efeitos fixos: Ano e Setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Número de Observações	3.107	2.317	2.317	2.311	2.311
Significância modelo (Prob > F)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
R ²	0,1005	0,1410	0,1405	0,1410	0,2143
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,70	0,26	0,27	0,42	0,00
Modelo robusto	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,00	1,02	1,09	1,08	1,18
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,0003	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Elaborado pelo autor
Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Diferente dos modelos anteriores, o quarto modelo contou com o CAPEX como variável dependente. Tanto a recompra de ações quanto o pagamento de dividendos foram estatisticamente significantes em pelo menos três das cinco regressões e apresentaram relação negativa com o CAPEX. Dessa maneira, esses resultados evidenciam que, quando as empresas precisaram modificar seus níveis de investimento, elas tendem a usar as duas formas de distribuição de caixa. Essas relações contrastam com os resultados apontados por Iyer et al. (2017), que identificaram que, pelo motivo de flexibilidade, apenas as recompras de ações eram ajustadas para atender as variações na necessidade com gastos de capital.

Com isso, os resultados do quarto modelo denotam que os gestores das empresas brasileiras, diferente de outros países, utilizam a recompra de ações e o pagamento de dividendos de forma complementar (suporte para H3), ou seja, semelhante ao identificado por Nascimento et al. (2011), Garcia e Lucena (2017) e Amorim et al. (2021), a recompra de ações não é vista como um meio flexível para substituir os dividendos no Brasil.

O fato de existir aumento nas recompras em momentos de maior prêmio de dividendos, conforme apontado anteriormente, também reforça a hipótese de que as recompras são utilizadas de forma complementar aos dividendos para as empresas da amostra.

Já sobre a hipótese de melhora no desempenho operacional, foi construído um modelo que contou com o ROA como variável dependente. Na Tabela 3.7 são apresentados os resultados desse quinto modelo.

Tabela 3.7: Resultados do modelo de desempenho operacional

Variável dependente: ROA	Coeficientes (estatística z)		
Variáveis independentes:	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3
Recompra de ações	27,320210		
	(1,05)		
Recompra de ações t-1		-7,892384	
		(-0,34)	
Recompra de ações t-2			-0,892512
			(-0,05)
Tamanho	1,067569	1,122261	1,095896
	(4,24)***	(4,34)***	(4,65)***
Endividamento	-0,012754	-0,012779	-0,012756
	(-5,54)***	(-5,44)***	(-5,43)***
Market-to-book	0,681127	0,670104	0,650576
	(5,45)***	(5,33)***	(5,09)***
Fluxo de Caixa Livre	25,426040	26,625240	27,146270
	(8,49)***	(7,85)***	(7,18)***
Ciclo de vida	0,180519	0,162609	0,163058
	(1,27)	(1,12)	(1,09)
Oportunidades de Investimento	4,674214	4,580758	4,634365
	(5,57)***	(5,19)***	(5,31)***
Capex	17,174880	20,027280	19,654470
	(2,69)***	(3,91)***	(3,79)***
Constante	-12,918220	-13,887610	-13,432600
	(-3,67)***	(-3,72)***	(-3,87)***
Efeitos fixos: Ano e Setor	Sim	Sim	Sim
Número de Observações	2.490	2.438	2.387
Significância modelo (Prob > F)	0,00	0,00	0,00
R ²	0,4494	0,4415	0,4325
Homoscedasticidade dos resíduos (Breusch-Pagan)	0,00	0,00	0,00
Modelo robusto	Sim	Sim	Sim
Ausência de multicolinearidade (VIF Médio)	1,32	1,33	1,33
Ausência de autocorrelação (Wooldridge test)	0,00	0,00	0,00
Normalidade dos resíduos (Shapiro-Francia)	0,00	0,00	0,00

Fonte: Elaborado pelo autor

Significante ao nível de 10%*; 5%** e 1%***

Esse modelo contou com três regressões, onde foram testadas as relações do desempenho operacional (ROA) com as recompras de ações realizadas em três momentos distintos (ano atual, ano anterior e dois anos antes). Diferente dos resultados reportados por Nohel e Tarhan (1998), Lie (2005) e Chao e Huang (2022), não foi encontrada uma melhora no desempenho operacional das empresas após a realização de recompras de ações. Esses resultados não trazem suporte para H4, ou seja, não foi identificada uma possível utilização de

recompras de ações como parte de uma reestruturação das empresas, a qual teria o intuito de se desfazer de ativos de baixo desempenho.

De forma geral, os resultados dos testes realizados nesta seção apontam que, considerando as empresas brasileiras não financeiras da amostra, as recompras de ações são motivadas pela necessidade de distribuir fluxo de caixa livre disponível, para informar o mercado que os preços das ações da empresa estão subavaliados, para complementar o pagamento de dividendos e para atender a necessidade de caixa dos investidores. Também pode ser visto que empresas maiores, mais rentáveis e com menos oportunidades de investimento possuem uma maior tendência de recomprar ações. Diferente do observado em pesquisas com empresas de outros países, possivelmente devido às diferenças legais, no Brasil as recompras de ações não são utilizadas como um meio flexível para substituir dividendos.

Das cinco hipóteses testadas, apenas H4 não recebeu nenhum suporte pelos resultados desta pesquisa, não sendo observada relação estatisticamente significativa entre a recompra de ações com uma possível melhora no desempenho operacional das empresas.

3.5 Considerações Finais

A decisão de distribuir caixa, principalmente em ambientes marcados pela fraca proteção aos direitos dos acionistas, é um importante elemento que afeta a reputação da empresa junto ao mercado. No Brasil, têm se optado majoritariamente por utilizar o pagamento de dividendos e os JSCP para entregar dinheiro aos acionistas, porém, discussões sobre mudanças legais vêm ganhando espaço. Nesse contexto, a recompra de ações, que já é um dos principais mecanismos de pagamento corporativo em diversos países, passa a demonstrar um maior potencial de crescimento.

Este trabalho teve o objetivo de investigar as principais motivações que levam as empresas brasileiras a recomprarem suas ações. Para isso, a partir de uma amostra de empresas não financeiras, foram empregadas as técnicas de regressão por mínimos quadrados ordinários e de regressão logística.

Os resultados obtidos nesta pesquisa evidenciaram que, considerando as empresas abordadas no estudo, a recompra de ações tem sido realizada como forma de evitar custos de agência com a distribuição do fluxo de caixa livre, para sinalizar ao mercado que as ações das empresas estão subavaliadas, para complementar o pagamento de dividendos e JSCP e para atender a demanda de caixa dos investidores. Dessa maneira, quatro das cinco hipóteses testadas foram suportadas pelos resultados deste trabalho. A única hipótese, para a qual não foi

encontrado suporte, foi a de melhoria no desempenho operacional, mesmo considerando três momentos distintos (ações recompradas no período atual, com um e com dois anos de antecedência).

Esses resultados foram ao encontro de estudos anteriores realizados no Brasil, os quais já apontavam a distribuição de fluxo de caixa livre, a subavaliação das ações e a complementação de dividendos como principais determinantes das recompras, e adicionalmente traz evidências do motivo de atendimento da demanda dos investidores para o contexto brasileiro, com as empresas recomprando em maior volume para complementar os dividendos em períodos de maior demanda, manifestada pelo prêmio que, em determinados momentos, os acionistas colocam nos preços das ações de grades pagadores de dividendos.

Assim como nos outros estudos com empresas brasileiras, este trabalho também destacou uma diferença na utilização da recompra de ações, com esse mecanismo servindo para complementar o pagamento de dividendos e não para substituí-lo, qual é o comportamento observado em trabalhos de diversos países, já que em outros locais a recompra de ações é vista como uma forma mais flexível de distribuir caixa.

Como limitação desta pesquisa, pode ser citado que devido ao foco ter sido nos determinantes em geral, algumas abordagens mais específicas não foram realizadas. Como por exemplo, Grullon e Michaely (2004) que, sobre a hipótese de fluxo de caixa livre, avaliaram a resposta do mercado para verificar se houve queda nos riscos e custo de capital das empresas após as recompras, ou o exemplo de Ikenberry et al. (1995) que, para testar a hipótese de subvalorização, examinaram a variação de curto e longo prazo nos preços das ações. Desta forma, fica a sugestão de trabalhos futuros que pesquisem de forma específica alguma das hipóteses tratadas neste estudo.

Também para estudos futuros, no caso de se confirmar uma mudança no ambiente legal que traga menor incentivo para o uso de dividendos, fica a indicação da realização de pesquisas que analisem possíveis alterações com relação aos determinantes das recompras de ações no mercado brasileiro. Como por exemplo, algumas perguntas que podem ser feitas são se as empresas começaram a enxergar a recompra de ações como um meio mais flexível de distribuir caixa, e se os anúncios de recompras foram utilizados como parte de uma reestruturação de ativos, levando a uma melhora no desempenho operacional da empresa.

3.6 Referências

- Amorim, D. P., Camargos, M. A., & Medrado, I. A. (2021). Determinantes das Recompras de Ações: Evidências no Mercado Brasileiro entre 2011 e 2018. *Enfoque Reflexão Contábil*, 40(1), pp. 155-169.
- Andriosopoulos, D., & Hoque, H. (2013). The determinants of share repurchases in Europe. *International Review of Financial Analysis*, 27, pp. 65-76.
- Arora, R. K. (2022). Why Do Indian Companies Repurchase Their Shares? *Global Business Review*, 23(1), pp. 205-217.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59(3), pp. 1125-1165.
- Bonaimé, A. A., O., Ö., & Warr, R. S. (2014). Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 26, pp. 182-200.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), pp. 483-527.
- Castro, H., & Yoshinaga, C. (2019). A Sub-Reação a Recompras de Ações no Mercado Aberto. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 30(80), pp. 172-185.
- Chao, C., & Huang, C. (2022). Firm performance following actual share repurchases: Effects of investment crowding out and financial flexibility. *Pacific Basin Finance Journal*, 73, pp. 1-15. doi:10.1016/j.pacfin.2022.101738
- Chasiotis, I., Georgantopoulos, A. G., & Eriotis, N. (2021). Determinants of share repurchases: A quantile regression approach. *Economics and Business Letters*, 10(1), pp. 27-36.
- Chazi, A., Theodossiou, A., & Zantout, Z. (2018). Corporate payout-form: investors' preference and catering theory. *Managerial Finance*, 44(12), pp. 1418-1433.
- Ching-Hsiang, C., & Chih-Jen, H. (2022). Firm performance following actual share repurchases: Effects of investment crowding out and financial flexibility. *Pacific Basin Finance Journal*, 73, pp. 1-15.
- Dhanani, A. (2016). Corporate share repurchases in the UK Perceptions and practices of corporate managers and investors. *Journal of Applied Accounting Research*, 17(3), pp. 331-355.
- D'Mello, R., & Shroff, P. K. (2000). Equity undervaluation and decisions related to repurchase tender offers: An empirical investigation. *Journal of Finance*, 55(5), pp. 2399-2424.
- Garcia, I. A., & Lucena, W. G. (2017). Motivos para Recompra de Ações: Uma Análise com as Empresas da BM&FBovespa e da NYSE. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 10(1), pp. 21-38.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance*, 57(4), pp. 1649-1684.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Programs. *Journal of Finance*, 59(2), pp. 651-680.

- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39(2-3), pp. 181-208.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (2000). Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading. *Journal of Finance*, 55(5), pp. 2373-2397.
- Iyer, S. R., Feng, H., & Rao, R. (2017). Payout flexibility and capital expenditure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49(3), pp. 633-659.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(1), pp. 323-329.
- Jiang, Z., Kim, K. A., Lie, E., & Yang, S. (2013). Share repurchases, catering, and dividend substitution. *Journal of Corporate Finance*, 21(1), pp. 36-50.
- Kim, K. S., & Park, Y. W. (2021). Long-term performance following share repurchase, signaling costs and accounting transparency: Korean evidence. *Review of Accounting and Finance*, 20(2), pp. 143-166. doi:10.1108/RAF-07-2020-0191
- Kulchania, M. (2013). Catering driven substitution in corporate payouts. *Journal of Corporate Finance*, 21(1), pp. 180-195.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1), pp. 1-33.
- Lee, B. S., & Suh, J. (2011). Cash holdings and share repurchases: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), pp. 1306-1329.
- Lee, C. I., Ejara, D. D., & Gleason, K. C. (2010). An empirical analysis of European stock repurchases. *Journal of Multinational Financial Management*, 20(2-3), pp. 114-125.
- Lie, E. (2005). Operating performance following open market share repurchase announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), pp. 411-436.
- Moin, A., Guney, Y., & Kalak, I. E. (2020). In search of stock repurchases determinants in listed Indonesian firms during regulatory changes. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 76, pp. 145-165.
- Nascimento, S. F., Galdi, F. C., & Nossa, S. N. (2011). Motivações Determinantes para a Recompra de Ações: Um Estudo Empírico no Mercado de Ações Brasileiro no Período de 1995 a 2008. *Revista de Administração Mackenzie*, 12(5), pp. 98-121.
- Nohel, T., & Tarhan, V. (1998). Share repurchases and firm performance: New evidence on the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Economics*, 49(2), pp. 187-222.
- Rapp, M. S., & Schmid, T. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, pp. 288-302.
- Skinner, D. J. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 87(3), pp. 582-609.
- Vancin, D., & Kirch, G. (2020). Mandatory dividend and corporate investment: a multi-country analysis. *RAUSP Management Journal*, 55(4), pp. 531-545.

- von Eije, H., & Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89(2), pp. 347-374.
- Wansley, J. W., Lane, W. R., & Sarkar, S. (1989). Managements' View on Share Repurchase and Tender Offer Premiums. *Financial Management*, 18(3), pp. 97-110.
- Wesson, N., Smit, E. V., Kidd, M., & Hamman, W. D. (2018). Determinants of the choice between share repurchases and dividend payments. *Research in International Business and Finance*, 45, pp. 180-196.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho foi investigada a distribuição de caixa nas empresas brasileiras. O pagamento de dividendos segue sendo a principal forma como as empresas entregam dinheiro para seus acionistas. Os resultados apontaram que o nível de distribuição de dividendos é impactado por diversas características das empresas, como tamanho, rentabilidade, oportunidades de investimento, ciclo de vida, fluxo de caixa livre, endividamento, liquidez corrente e padrões de governança corporativa. Os pagamentos tendem ser estáveis sendo influenciados pelo volume pago no período anterior. Além desses elementos internos, os gestores também tomam a decisão de distribuição levando em conta um fator externo, que é o desejo dos investidores pelo recebimento de dividendos.

Neste trabalho foi destacado que os gestores estão atentos as variações na demanda dos investidores, e tendem a pagar mais dividendos quando percebem que os investidores estão valorizando os ativos de grandes pagadores de dividendos. Este estudo foi o primeiro a evidenciar a presença desses incentivos, chamados de incentivos de *catering* (Baker & Wurgler, 2004), para o mercado brasileiro. O fato de os gestores responderem as mudanças de demanda demonstra um importante mecanismo de mercado, o qual permite que os investidores possam obter os dividendos de forma independente do regulamento de dividendos obrigatórios.

Vale lembrar que esse tipo de regulamento pode agravar problemas de forte dependência de recursos internos e afetar negativamente a capacidade de investimentos das empresas (Vancin & Kirch, 2020), dessa forma, apontar um meio que possibilite aos acionistas receberem os dividendos contribui para a discussão de possíveis mudanças no regulamento.

A principal função desse regulamento é a de remediar fraquezas do ambiente de direitos dos acionistas, protegendo principalmente os acionistas minoritários. Além do pagamento regular de dividendos, outra maneira das empresas compensarem essas limitações do ambiente, e acessar mais facilmente fontes de financiamento externo, é com a adoção de padrões de governança corporativa. Neste trabalho foi evidenciado que os dividendos e a governança seguem uma relação de substituição, ou seja, as empresas brasileiras de melhor governança conseguem reter uma maior proporção de seus lucros. Outro resultado relatado sobre esse assunto foi que em períodos de alta demanda por dividendos os efeitos de substituição ficam reduzidos, dessa forma, as empresas de boa governança continuam mantendo níveis de *payout* inferiores aos das demais, porém, a diferença de pagamento nesses momentos é menor.

O fato de os investidores parecerem exigir menos dividendos das empresas que apresentam padrões de governança mais consistentes também pode contribuir para a discussão

de um fim para o regulamento de dividendos obrigatórios, com isso, além de procurar fortalecer o conjunto de proteções legais disponíveis aos acionistas minoritários, a criação de incentivos adicionais para a adoção de práticas de governança corporativa também pode ser um interessante caminho. Vale destacar que iniciativas nessa direção já vêm sendo tomadas no mercado brasileiro, como por exemplo a criação de seguimentos de listagem para empresas com níveis diferenciados de governança.

Além do pagamento de dividendos, este trabalho abordou a distribuição de caixa com o uso de recompra de ações. Em diversos locais pelo mundo têm sido relatado um crescimento do volume de ações recompradas, inclusive com valores que ultrapassam os dividendos. Esse movimento que começou entre o fim do século passado e início do século atual, tendo ocorrido principalmente em países da América do Norte e Europa, não apareceu com a mesma força no Brasil, onde as recompras de ações ainda representam uma pequena parcela comparada aos dividendos.

Alguns fatores que podem explicar essa menor utilização das recompras no Brasil são a isenção tributária do pagamento de dividendos, a existência dos JSCP e o regulamento de dividendos obrigatórios. Como já existem debates relevantes no meio político para um fim dos JSCP e da isenção tributária dos dividendos, e levando em conta possíveis discussões que possam surgir para uma mudança no regulamento de dividendos obrigatórios, é possível visualizar um quadro futuro em que as recompras de ações possam disputar com mais força a preferência de gestores. Dessa forma, este trabalho também teve o objetivo de identificar os determinantes que têm levado empresas a recomprarem ações no Brasil.

Os resultados apontaram que as recompras são motivadas principalmente pela necessidade de distribuir fluxo de caixa livre, sinalizar subvalorização das ações, complementar o pagamento de dividendos e atender a demanda dos investidores, sendo este trabalho o primeiro a identificar o último fator no mercado brasileiro. Uma diferença para o encontrado por outros autores foi que, enquanto as recompras de ações são utilizadas para substituir os dividendos em outros países, para as empresas brasileiras da amostra foi apontado uma relação positiva entre essas duas formas de remuneração. Vale destacar a necessidade de pesquisas futuras visando verificar se os mesmos padrões vistos neste estudo persistirão para as recompras de ações, sobretudo considerando o caso de ocorrer modificações na legislação.

De forma geral, os resultados obtidos por este trabalho contribuem para a ampliação de discussões sobre mudanças no ambiente legal, as quais podem ocorrer na direção de permitir decisões de distribuição de caixa mais eficientes, o que pode trazer impactos positivos para a

capacidade de investimentos das empresas, isso sem deixar de proteger os direitos dos acionistas minoritários.

REFERÊNCIAS¹

- Arora, R. K. (2022). Why Do Indian Companies Repurchase Their Shares? *Global Business Review*, 23(1), pp. 205-217.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59(3), pp. 1125-1165.
- Crisóstomo, V. L., Iturriaga, F. J., & González, E. V. (2014). Financial constraints for investment in Brazil. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), pp. 73-92.
- Galvão, K. S., Santos, J. F., & Araújo, J. M. (2018). Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: Um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(36), pp. 3-30. doi:DOI: <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n36p3>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), pp. 1113 - 1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1), pp. 1-33.
- 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
- 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.
- Mitton, T. (2004). Emerging Markets Review. *Corporate governance and dividend policy in emerging markets*, 5(4), pp. 409-426.
- Vancin, D., & Kirch, G. (2020). Mandatory dividend and corporate investment: a multi-country analysis. *RAUSP Management Journal*, 55(4), pp. 531-545.

¹ De acordo com o estilo APA (American Psychological Association).