



119

SENTIMENTO DO INVESTIDOR E OS INCENTIVOS DE CATERING NA POLÍTICA DE PROVENTOS

Mestre/MSc. Anderson Dias Brito [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. Márcio André Veras Machado [ORCID iD](#)

Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, Paraíba, Brazil

Mestre/MSc. Anderson Dias Brito

[0000-0003-0783-3884](tel:0000-0003-0783-3884)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Administração - PPGA/UFPB

Doutor/Ph.D. Márcio André Veras Machado

[0000-0003-2635-5240](tel:0000-0003-2635-5240)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Administração - PPGA/UFPB

Resumo/Abstract

Este artigo teve por objetivo analisar como a teoria de catering e o sentimento do investidor influenciam a política de proventos no Brasil. Para isso, foram analisadas, por meio de regressão logística e GMM-System, 144 empresas não financeiras listadas na B3, durante o período de 2010 a 2019, totalizando 3.051 observações. Os resultados obtidos evidenciam que o sentimento do investidor influencia positivamente a propensão a pagar dividendos, mas não tem relação com o volume financeiro distribuído. Pode-se concluir que a teoria de catering não suporta a decisão de pagar ou não proventos, ou até mesmo a decisão do quanto pagar, sendo essas deliberações mais bem explicadas pela teoria da sinalização e da hipótese de suavização dos dividendos. Do mesmo modo, há influência do ambiente institucional brasileiro que, independentemente se for período de pessimismo ou otimismo, as empresas devem remunerar os seus acionistas. Ademais, considerando que são obrigadas a pagar, é possível que distribuam um volume constante, para garantir o processo de suavização e não impactar nas perspectivas futuras de investimento da empresa, reforçando, ainda mais, o pressuposto de sinalização de boas condições financeiras no futuro.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance

SENTIMENTO DO INVESTIDOR E OS INCENTIVOS DE CATERING NA POLÍTICA DE PROVENTOS

RESUMO

Este artigo teve por objetivo analisar como a teoria de catering e o sentimento do investidor influenciam a política de proventos no Brasil. Para isso, foram analisadas, por meio de regressão logística e GMM-System, 144 empresas não financeiras listadas na B3, durante o período de 2010 a 2019, totalizando 3.051 observações. Os resultados obtidos evidenciam que o sentimento do investidor influencia positivamente a propensão a pagar dividendos, mas não tem relação com o volume financeiro distribuído. Pode-se concluir que a teoria de *catering* não suporta a decisão de pagar ou não proventos, ou até mesmo a decisão do quanto pagar, sendo essas deliberações mais bem explicadas pela teoria da sinalização e da hipótese de suavização dos dividendos. Do mesmo modo, há influência do ambiente institucional brasileiro que, independentemente se for período de pessimismo ou otimismo, as empresas devem remunerar os seus acionistas. Ademais, considerando que são obrigadas a pagar, é possível que distribuam um volume constante, para garantir o processo de suavização e não impactar nas perspectivas futuras de investimento da empresa, reforçando, ainda mais, o pressuposto de sinalização de boas condições financeiras no futuro.

Palavras-chave: Dividendos; Juros sob Capital Próprio; Sentimento.

1. INTRODUÇÃO

Encontra-se na literatura duas vertentes sobre a política de dividendos. A primeira vertente mostra que, em um mercado de capitais perfeito e sem atrito, onde não há impostos, custos de transação e assimetria de informação, a política de dividendos é irrelevante para o valor da empresa (Miller & Modigliani, 1961). A segunda vertente aponta que os dividendos são relevantes para a valorização de uma empresa (Lintner, 1956; Gordon, 1963; Lintner, 1962), dadas as imperfeições do mercado, como assimetria de informação (Miller & Rock, 1985) e problemas de agência (Jensen, 1986).

Além disso, evidências empíricas mostram que o comportamento dos investidores também influencia a demanda por dividendos e, conseqüentemente, impacta a política de distribuição de lucros das empresas (Labhane, 2019a; Bilel & Mondher, 2021), tornando o sentimento do investidor uma variável importante (Baker & Wurgler, 2004a). Nesse sentido, o presente artigo tem relação com a segunda vertente, ao abordar a política de dividendos por meio do sentimento do investidor e dos incentivos de *catering*.

A demanda dos investidores ocorre por razões econômicas e não econômicas, como fatores comportamentais, habituais ou culturais (Shefrin & Statman, 1984). Devido ao autocontrole, os investidores podem pagar um prêmio para as empresas que distribuem dividendos, a fim de obter uma carteira separada e evitar o sentimento de arrependimento (Thaler & Shefrin, 1981). Ademais, dada a aversão à perda, os dividendos podem oferecer a sensação de retorno positivo ou minimizar os retornos negativos, oriundos da desvalorização do ativo (Bilel & Mondher, 2021).

A partir da teoria de *catering* dos dividendos, proposta por Baker e Wurgler (2004a), o gestor da empresa, ao identificar momentos em que os preços dos ativos descolam dos seus fundamentos (*mispicing*), como, por exemplo, quando as empresas pagadoras de dividendos



são negociadas com um prêmio em relação às não pagadoras, pode tomar decisões no sentido de manter esse descolamento. Assim, na situação em que há o prêmio, as empresas iniciam ou aumentam o volume de pagamento. Por outro lado, quando não há demanda, quando as empresas pagadoras são negociadas com desconto, os gestores tendem a interromper ou a diminuir o volume de pagamento.

A diferença entre pagar e não pagar dividendos, com base no reflexo do prêmio ou desconto no valor da empresa, pode ser delineada pelo sentimento do investidor, havendo, nos períodos de pessimismo, maior demanda dos investidores por dividendos (Byun, Kim, Liao & Pan., 2021). Nesse sentido, o prêmio surge em função do sentimento referente às crenças sobre os fluxos de caixa futuros não explicadas pelas informações disponíveis (Baker & Wugler, 2007). Portanto, partindo do pressuposto de que as empresas ajustam sua política de proventos em função do sentimento do investidor, o presente estudo tem como objetivo analisar como a teoria de *catering* e o sentimento do investidor influenciam a política de proventos no Brasil, neste artigo compostos por dividendos e de juros sob capital próprio (JSCP). Espera-se que, nos períodos de pessimismo dos investidores, haja maior demanda por proventos, e, conseqüentemente, as empresas iniciem ou aumentem o volume de pagamento de proventos em dinheiro.

Desde o artigo de Baker e Wurgler (2004a), o interesse na teoria de *catering* dos dividendos tem crescido, assim como o surgimento de pesquisas analisando a relação dos incentivos de *catering* e o sentimento dos investidores com decisões das empresas em pagar dividendos, principalmente em países desenvolvidos (Pieloch-Babiarz, 2020; Byun et al., 2021). No entanto, esses mercados apresentam um conjunto de características particulares, tais como alto grau de eficiência e amplitude quanto à concorrência, à liquidez, à experiência e à disponibilidade de informações (Budagaga, 2020). Recentemente, começaram a surgir pesquisas em economias emergentes (Neves, 2018; Labhane, 2019a). Contudo, no Brasil, estudos analisando a relação do sentimento do investidor com a política de dividendos ainda são escassos.

A escolha pelo Brasil justifica-se por ter o ambiente institucional que traz elementos diferenciadores de outros países. Esses elementos estão relacionados à isenção de tributos sobre dividendos, à obrigatoriedade de um pagamento de dividendos mínimo e à remuneração dos acionistas por meio dos Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP). Além disso, o Brasil, por se tratar de um país emergente, é possível que tenha como desafios a instabilidade política, a fragilidade econômica (ELBANNAN, 2020), a baixa proteção às empresas e aos investidores (Bilel, 2020), a baixa liquidez (Andrikopoulos, El-Ansary & Hassan, 2020), a assimetria de informação, além do fato de os investidores serem mais avessos aos riscos (Bilel & Mondher, 2021). É possível que a política de dividendos corporativos em países em desenvolvimento apresente divergências em relação aos países desenvolvidos.

O sentimento do investidor é um tema recente e oferece uma nova visão para muitos fenômenos que ocorrem no âmbito das finanças corporativas. Sua inserção nos estudos sobre política de dividendos pode lançar luz para o debate sobre os proventos e a teoria de *catering*. Nesse sentido, a relevância desta pesquisa para a literatura fundamenta-se na discussão do sentimento do investidor, o qual vai em direção complementar aos preceitos de racionalidade plena defendidos pelas finanças tradicionais. Ademais, o crescente interesse pelos aspectos comportamentais dos investidores sugere a necessidade de compreender suas implicações na política de distribuição dos lucros.



Além disso, o sentimento do investidor é uma variável difícil de ser mensurada em nível do indivíduo, devido à sua subjetividade. Baker e Wurgler (2004a) e Baker e Wurgler (2006, 2007) criaram *proxies* de sentimentos, a partir de uma abordagem *top-down* e com variáveis de mercado. Contudo, é preciso levar em consideração que, enquanto a política de proventos varia entre as empresas (*cross-section*) e no tempo, o sentimento do investidor em nível de mercado varia apenas no tempo. **Nesse sentido, o presente adaptou a medida de sentimento em nível de firma de Seok, Cho e Ruy (2019) ao contexto brasileiro, ratificando a relevância metodológica desta pesquisa.**

2. MOTIVAÇÃO E HIPÓTESES DE PESQUISA

A teoria de *catering* tem como premissa que as decisões gerenciais são respostas racionais aos erros de precificação dos investidores (Baker & Wurgler, 2004a). Inicialmente, ela recebeu contribuições de vários autores com temas não relacionados a dividendos, tais como Morck, Shleifer e Vishny (1990), os quais analisaram as decisões de financiamento, Stein (1996), a partir da observação das decisões de investimentos em mercados ineficientes, e Baker e Wurgler (2000), que analisaram a decisão de emissão de títulos como resposta ao *mispricing*. Essas decisões tiveram como objetivo atender aos interesses do mercado e maximizar o valor da ação, dada a ocorrência de erros de precificação.

A teoria de *catering* deriva da ineficiência do mercado, em que há presença de investidores irracionais, do *mispricing* e da decisão do gestor para maximizar o valor da ação, cuja raiz teórica afirma que, caso os gestores estejam interessados em maximizar o preço das ações, eles deverão atender a quaisquer percepções equivocadas dos investidores (Stein, 1996). Com isso, Baker e Wurgler (2004a) propuseram a teoria de *catering* dos dividendos, servindo como plataforma teórica para a relação do *mispricing* e as decisões dos gestores em relação à política de dividendos.

Por razões institucionais ou psicológicas, os investidores têm demandas heterogêneas por dividendos, seja no tempo, seja no volume de distribuição. Por vezes, demandam ações com alto *dividend yield* e, em outros momentos, com baixo pagamento de dividendos, mas com perspectiva de crescimento da empresa (Baker & Wurgler, 2007). Ainda assim, os limites da arbitragem fazem com que a demanda dos investidores afete o preço das ações, assim como que os preços dos ativos se afastem dos valores fundamentais (Baker & Wurgler, 2004a). Dessa forma, os gestores devem avaliar se os benefícios e os custos de curto prazo, provenientes da satisfação dos investidores, que não possuem informação completa, compensam a distribuição ou não de dividendos.

Os investidores demandam mais proventos em períodos de pessimismo do que em períodos de otimismo (Byun et al., 2021). Como resultado, nos períodos de baixa, as empresas pagadoras de dividendos são negociadas com um prêmio em relação às não pagadoras (Baker & Wurgler, 2004a). Portanto, considerando que a teoria de *catering* dos dividendos afirma que os gestores atendem a essa demanda, a fim de manter a diferença entre o valor negociado da ação e seu valor intrínseco, o incentivo do *catering* será mais forte quando o sentimento do investidor for de pessimismo (Bilel & Mondher, 2021).

Considerando a diferença dos preços das empresas que pagam e que não pagam dividendos, os gestores de empresas com oportunidades de crescimento têm que decidir se os pagam ou não, considerando o custo no longo prazo que essa distribuição pode causar. Isto é,



se é melhor distribuir proventos no curto prazo ou reter e alocar os recursos em oportunidades de crescimentos com VPL positivo. Dessa forma, os gestores pagam dividendos, se o prêmio exceder o valor dos custos de longo prazo a que estão associados.

A participação de investidores irracionais traz implicações negativas para o mercado, a partir do momento em que suas decisões influenciam nos preços das ações (Baker & Wurgler, 2013). Existe a suposição de que a presença dos investidores irracionais não impacta significativamente o mercado, em razão da presença dos arbitradores, que aproveitam o *mispricing* para obter lucro. Sendo assim, agiriam como um comportamento de correção dos preços. Por outro lado, Baker e Wurgler (2006, 2007) afirmam que existe um limite para a arbitragem, e, como consequência, o mercado seria ineficiente, ao permitir a precificação equivocada dos ativos.

Assim sendo, a teoria de *catering* dos dividendos afirma que a remuneração ao acionista é importante para a precificação dos ativos, mas em sentidos e momentos diferentes. Os gestores reconhecem as mudanças na demanda por proventos e reagem a elas, ao ponderarem o valor do prêmio e os custos de longo prazo associados à distribuição. Essa demanda surge por razões comportamentais, pois, quando estão pessimistas, os investidores demandam mais dividendos do que em momentos de otimismo.

De maneira geral, os estudos recentes convergem para o consenso de que os gestores atendem às pressões dos investidores por proventos, quando as ações das pagadoras de dividendos são negociadas com um prêmio, se comparadas às não pagadoras. Nesse sentido, a literatura documenta que existe uma relação positiva entre a propensão a distribuir proventos e o prêmio de dividendos (Takmaz, Mandaci & Durukan, 2020; Bilel & Mondher, 2021; Byun et al., 2021; Hu, Liu & Xu, 2021), o que evidencia os incentivos de *catering* na política de distribuição das firmas. Diante do exposto, surge a primeira hipótese desta pesquisa:

H1: Em momentos de pessimismo (otimismo) dos investidores, as empresas têm maior (menor) propensão a pagarem proventos.

De acordo com a literatura, a propensão a distribuir ou não proventos vem ganhando atenção. No entanto, na prática, os gestores também são confrontados com a decisão de definir o volume de dividendos a ser pago. Poucos estudos verificaram se o sentimento do investidor afeta o volume financeiro distribuído para os acionistas. Pieloch-Babiarz (2020) e Labhane (2019b) descobriram que a maior demanda dos investidores por proventos pode induzir os administradores a aumentarem o valor dos montantes pagos. Ao mesmo tempo, a maior demanda dos investidores pode desestimular os gestores a diminuir os níveis de dividendos. Nesse sentido, surge a segunda hipótese da presente pesquisa:

H2: Em momentos de pessimismo (otimismo) dos investidores, as empresas distribuem um volume financeiro maior (menor) como proventos aos acionistas.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Dados

A amostra foi composta pelas empresas de capital aberto, listadas na B3 – Brasil Bolsa Balcão, no período de 2010 a 2019, com periodicidade trimestral. No que tange às características

das firmas, foram excluídas aquelas que integram o setor financeiro, devido às suas particularidades que as diferenciam das demais, como nível de endividamento, práticas contábeis e escrutínio de autoridades. Além disso, foi selecionado o papel mais líquido das empresas. Os dados contábeis foram coletados da base da Refinitiv Eikon (Thomson Reuters) e os de mercado da Economatica.

A amostra do presente estudo foi constituída por 144 empresas e 3051 observações dispostas em um painel desbalanceado. Além disso, com o objetivo de minimizar potenciais problemas em razão da presença de *outliers*, foi realizada winsorização nos percentis 1 e 99. O número de observações de acordo com os critérios de exclusões pode ser visualizado de maneira mais detalhada na Tabela 1.

Tabela 1- Seleção das observações

	Quantidade de Observações
Quantidade inicial de observações de empresas que possuem informações sobre proventos	7.514
(-) Financeiras	1165
(-) Patrimônio Líquido Negativo	39
(-) Dados faltantes	3259
(=) Quantidade de observações final	3051

Fonte: elaboração própria.

3.2 Descrição das Variáveis

No que diz respeito à política de proventos, foram utilizadas duas *proxies*: volume financeiro distribuído (PROV) e a propensão a distribuir (PDIST). O volume financeiro considera o pagamento de proventos em dinheiro aos acionistas, por meio de dividendos e JSCP, e foram escalonados pelo ativo total da firma analisada.

Para estimar a propensão a distribuir, foi utilizado o modelo de Fama e French (2001), segundo o qual a variável dependente é binária, assumindo valor 1 se a empresa pagou proventos na data t , e 0 caso contrário. A variável PDIST também foi utilizada nas pesquisas de Chazi, Theodossiou, Zantout (2018) e Andrikopoulos et al. (2020), enquanto a variável PROV foi utilizada na pesquisa de Labhane (2019b).

Quanto ao índice de sentimento em nível de firma, utilizou-se o índice proposto por Seok, Cho e Ruy (2019). O presente estudo adaptou esse índice com dados diários, mas com uma análise a partir da quantidade de dias que houve pregões no trimestre. As variáveis para o índice de sentimento em nível de firma são: índice de força relativa (*relative strength index* – RSI), o índice de linha psicológica (*psychological line index* – PLI), a taxa de rotação ajustada (*adjusted turnover rate* – ATR) e o logaritmo do volume de negócios (*logarithm of trading volume* – LTV).

A variável RSI foi desenvolvida por J. Welles Wilder Jr (1978) e mensura a força relativa da pressão crescente e decrescente do preço do ativo. Essa variável indica se a ação está sobrevenida ou sobrecomprada. Em outras palavras, a RSI indica se o ativo está passando por um momento de valorização ou desconto e se está próxima da reversão. De acordo com Chong e Ng (2008), o RSI varia de 0 a 100, e uma ação é considerada sobrecomprada quando seu RSI estiver acima de 70 e como sobrevenida quando o RSI estiver abaixo de 30.

A RSI é calculada a partir da relação entre os ganhos do período superior e as perdas do período inferior, ao longo de um período predeterminado, conforme Equação 1.

$$RSI_{i,t} = \left[\frac{RS_{i,t}}{1 + RS_{i,t}} \right] \times 100, \text{ em que } RS_{i,t} = \frac{\sum_{k_{i,t}=0}^n \max(P_{i,t-k_{i,t}} - P_{i,t-k_{i,t}-1}, 0)}{\sum_{k_{i,t}=0}^n \max(P_{i,t-k_{i,t}-1} - P_{i,t-k_{i,t}}, 0)} \quad (1)$$

Sendo:

$RSI_{i,t}$ = Índice de força relativa da pressão da empresa i no período t ;

$P_{i,t}$ = Preço da empresa i no período t ;

$P_{i,t-1}$ = Preço da empresa i no período $t-1$;

$k_{i,t}$ = Número de pregões da empresa da i no período t .

O PLI é usado como indicador das condições e do *momentum* do mercado. De acordo com Seok et al. (2019), o PLI conta o número de movimentos ascendentes durante um período predeterminado e captura reversões de preços de curto prazo e a estabilidade psicológica dos investidores. O período predeterminado (k), assim como na variável RSI, foi estimado pelo número de pregões no trimestre. A PLI foi calculada conforme Equação 2:

$$PLI_{i,t} = \left| \sum_{k_{i,t}=0}^n \left\{ \frac{\max(P_{i,t-k_{i,t}} - P_{i,t-k_{i,t}-1}, 0)}{P_{i,t-k_{i,t}} - P_{i,t-k_{i,t}-1}} \right\} / n \right| \times 100 \quad (2)$$

Sendo:

$PLI_{i,t}$ = Índice de linha psicológica da empresa i no período t ;

$P_{i,t}$ = Preço da empresa i no período t ;

$P_{i,t-1}$ = Preço da empresa i no período t anterior;

$k_{i,t}$ = Número de pregões da empresa da i no período t .

A metodologia de Seok et al. (2019) utiliza duas variáveis de liquidez como *proxies* para o sentimento: a taxa de rotatividade ajustada (ATR) e o logaritmo natural do volume de negócios (LTV). Em momentos de otimismo, espera-se que haja maior número de investidores irracionais participando do mercado e maior número de negociações na bolsa de valores (Baker & Wurgler, 2006). As variáveis ATR e LTV foram mensuradas conforme Equações 3 e 4, respectivamente:

$$ATR_{i,t} = \frac{n_{i,t}}{N_{i,t}} \times \frac{\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) - 1}{\left| \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right) - 1 \right|} \quad (3)$$

Sendo:

$ATR_{i,t}$ = Taxa de rotatividade ajustada da empresa i no período t ;

$n_{i,t}$ = Total de títulos negociados da empresa i no período t ;

$N_{i,t}$ = Total de ações em circulação da empresa i no período t ;

$P_{i,t}$ = Preço da empresa i no período t ;
 $P_{i,t-1}$ = Preço da empresa i no período t anterior.

$$LTV_{i,t} = \ln(ATR_{i,t}) \quad (4)$$

Sendo:

$LTV_{i,t}$ = Logaritmo do volume de negócios da empresa i no período t ;

$ATR_{i,t}$ = Taxa de rotatividade ajustada da empresa i , no período t .

Com o intuito de mitigar os efeitos comuns de cada variável que não estejam relacionados ao sentimento, e sim ao mercado de ações ou às características das empresas, foram criadas *proxies* ortogonalizadas, no intuito de remover a variação geral do mercado e as características das empresas de cada uma das *proxies* iniciais. Para isso, utilizou-se o retorno em excesso de mercado, enquanto as variáveis que representam as características das empresas seguiram o mesmo modelo de Seok et al. (2019), com adição do retorno sob o ativo e da alavancagem. O Quadro 1 apresenta a operacionalização de cada variável utilizada no processo de ortogonalização.

Quadro 1 - Variáveis em nível de firma e econômicas

Variável	Código	Cálculo
Retorno em excesso de mercado	MKT	Retorno de mercado – taxa livre de risco (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – SELIC)
Tamanho	TAM	Logaritmo natural do ativo total
Índice <i>market-to-book</i>	MB	Valor de mercado da ação / Valor contábil da ação
Relação preço/lucro	PL	Preço da ação / Lucro líquido
Alavancagem	ALA	Passivo oneroso / Ativo total
Retorno sob Ativo	RSA	Lucro operacional / Ativo total

Fonte: elaboração própria.

Nesse sentido, as *proxies* foram regredidas com variáveis de mercado (retorno em excesso de mercado) e das firmas (tamanho, índice *market to book*, índice preço/lucro, retorno sob ativo total e alavancagem), sendo os resíduos da Equação 5 utilizados para compor o índice de sentimento.

$$P = \lambda_0 + \lambda_1 MKT_t + \lambda_1 TAM_{i,t} + \lambda_1 MB_{i,t} + \lambda_1 PL_{i,t} + ALA_{i,t} + RSA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Sendo:

P = *Proxies* relacionadas às variáveis que irão compor o índice de sentimento;

MKT_t = Retorno em excesso de mercado no período t ;

$TAM_{i,t}$ = Tamanho da empresa i no período t ;

$MB_{i,t}$ = Índice *market to book* da empresa i no período t ;

$PL_{i,t}$ = Relação preço/lucro da empresa i no período t ;
 $ALA_{i,t}$ = Alavancagem da empresa i no período t ;
 $RSA_{i,t}$ = Retorno sob ativo total da empresa i no período t ;
 $\varepsilon_{i,t}$ = Termo do erro.

Por fim, o índice de sentimento foi constituído por meio da primeira componente da Análise dos Componentes Principais (ACP) formada pelas *proxies* ortogonalizadas. A escolha do componente que reproduz o sentimento do investidor se deu por meio da regra de Kaiser (1960), segundo a qual um componente principal terá seu valor robusto, quando o autovalor for superior a 1 (um). Após a definição do primeiro componente principal, foram gerados os respectivos coeficientes que compuseram o sentimento do investidor em nível de firma (SentFirm).

Como variáveis de controle foram utilizadas as seguintes variáveis: dividendos anteriores, Liquidez corrente, Oportunidades de crescimento, Concentração de propriedade, Alavancagem, Lucratividade e Ciclo de Vida. Espera-se uma relação negativa entre os dividendos anteriores e a política de proventos, uma vez que dependem mais dos fluxos de caixa, que refletem a capacidade da empresa de distribuir recursos, do que dos ganhos atuais, menos influenciados pelas práticas contábeis (Alli, Khan & Ramirez, 1993). A relação positiva entre liquidez e distribuição de dividendos pode ocorrer, quando a empresa possui capacidade de cumprir suas obrigações de curto prazo e ainda consegue distribuir recursos como dividendos.

As empresas com potencial de crescimento podem reter seus ganhos, a fim de reduzir a dependência do financiamento externo para a realização de investimentos. Nesse sentido, as oportunidades de crescimento possuem relação negativa com a distribuição de dividendos (Lotto, 2020). Por sua vez, espera-se que a concentração de propriedade apresente relação negativa com a distribuição de dividendos (Arora & Srivastava, 2019), pois os dividendos podem não ser mecanismos de controle prioritários, uma vez que a existência de concentração de propriedade também mitiga os conflitos de agência (Jensen & Meckling, 1976).

À medida que as firmas se tornam mais alavancadas, as empresas tendem a pagar mais juros e a impor maiores restrições ao destino do lucro e, como consequência, as restrições diminuem a quantia que poderia ser destinada ao pagamento de dividendos e, portanto, a posição de alavancagem afeta negativamente o pagamento de dividendos (Budagaga, 2020; Lotto, 2020). Para a lucratividade, há um consenso na literatura de que apresenta um efeito positivo no pagamento de dividendos, pois empresas altamente lucrativas terão maior capacidade de pagar dividendos (Kilincarslan & Demiralay, 2021).

Ao se mencionar o ciclo de vida da empresa como uma das variáveis que podem estar associadas à distribuição de dividendos, sugere-se que empresas em estágios iniciais precisem de mais recursos para garantir o crescimento e minimizar os riscos financeiros (Neves; Cunha & Vilas, 2020). Nesse sentido, espera-se uma relação negativa entre o ciclo de vida e a política de dividendos das firmas em estágios iniciais. O Quadro 2 sintetiza a operacionalização das variáveis de controle utilizadas, bem como as relações esperadas com a política de distribuição de dividendos.

Quadro 2 - Variáveis de controle

Variável	Código	Operacionalização	Relação Esperada
Proventos Anteriores	PROV _{t-1}	Valor dos proventos no período t-1.	-
Liquidez corrente	LIQ	Ativo circulante / Passivo circulante	+
Oportunidades de crescimento	EA	Preço da ação / Lucro por ação.	-
Concentração de propriedade	CP	Somatório do percentual das ações dos três maiores acionistas.	-
Alavancagem	LEV	Dívida onerosa / Ativo total	-
Lucratividade	ROE	Lucro Operacional / Patrimônio Líquido.	+
Ciclo de Vida*	CICLO	Variável categórica: 1 se empresa estiver no estágio de nascimento ou crescimento. Caso contrário, 0.	-

Nota*: Para o ciclo de vida, foi utilizado o método proposto por Dickinson (2011), que analisa, de maneira integrada, o comportamento dos fluxos de caixa quanto às atividades operacionais, de investimento e de financiamento.

Fonte: elaboração própria.

3.3 Modelos Econométricos

Para testar a hipótese 1, de que em momentos de pessimismo (otimismo) dos investidores as empresas têm maior (menor) propensão a pagar proventos, foi utilizada a Equação 6:

$$PDIST_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{SentFirm}_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Sendo:

$PDIST_{i,t}$ = Propensão a distribuir proventos;

$\text{SentFirm}_{i,t}$ = Sentimento do investidor em nível da firma i , no período t ;

$\text{Controles}_{i,t}$ = Variáveis referentes às características da firma i , no período t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro do modelo econométrico.

Para testar a hipótese 2, de que em momentos de pessimismo (otimismo) dos investidores as empresas distribuem um volume financeiro maior (menor) como proventos aos acionistas, foi utilizada a Equação 7:

$$\text{PROV}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{SentFirm}_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Sendo:

$\text{PROV}_{i,t}$ = Volume financeiro de proventos da empresa i , no período t ;

$\text{SentFirm}_{i,t}$ = Sentimento do investidor em nível da firma i , no período t

$\text{Controles}_{i,t}$ = Variáveis referentes às características da firma i , no período t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro do modelo econométrico.

A Equação 6 foi estimada por regressão logística, a qual permite estimar a probabilidade de ocorrência de um evento, por meio do método da máxima verossimilhança, enquanto a Equação 7 foi estimada por GMM-System, uma vez que esse método possui estimações mais eficientes, se comparado com outros métodos de estimação. O GMM-System, além de permitir controlar a heterogeneidade do modelo, controla os efeitos macroeconômicos na variável dependente, por meio do uso de *dummies* de tempo, e elimina o problema de endogeneidade, a partir da primeira diferença dos regressores.

4. Análise dos Resultados

4.1. Operacionalização do Sentimento em Nível de Firma

As *proxies* para a construção do índice de sentimento em nível de firma ($SentFirm_{i,t}$) foram mensuradas trimestralmente, de janeiro de 2010 a dezembro de 2019, totalizando 3051 observações. As estatísticas descritivas estão disponíveis na Tabela 2.

Tabela 2 - Estatísticas descritivas das proxies para o sentimento em nível de firma.

Variáveis	Mínimo	1º Quartil	Média	Mediana	3º Quartil	Máximo	Desvio Padrão
$RSI_{i,t}$	11,0200	45,8200	50,9000	50,4000	55,8000	100,0000	8,5500
$PLI_{i,t}$	13,3300	42,1900	47,0000	46,8800	52,3800	100,000	7,8400
$ATR_{i,t}$	-551,8503	-0,1120	0,0978	0,0028	0,2074	253,2277	11, 8832
$LVT_{i,t}$	6,9080	14,9560	16,6110	17,2720	18,8390	24,9830	2,9679

Notas: $RSI_{i,t}$: Índice de força relativa para uma ação i no período t ; $PLI_{i,t}$: Índice da linha psicológica para uma ação i no período t ; $ATR_{i,t}$: Índice de turnover ajustado uma ação i no período t ; $LVT_{i,t}$: Logaritmo do volume de ações transacionadas uma ação i no período t .

Fonte: elaboração própria.

De acordo com a Tabela 2, a variável RSI apresentou média e mediana próximas à faixa central do índice que varia de 0 a 100. Esse resultado sugere que a maioria das empresas estava sendo negociadas com equilíbrio, com base no número de reversões. No que tange à variável PLI, a média e a mediana estão próximas ao número 50, indicando que as empresas possuem alta volatilidade. Em outras palavras, os papéis possuem o número de movimentos de alta semelhante aos movimentos de baixa, mas o número de baixas ainda se sobressai.

Para as variáveis ATR e LVT, as estatísticas descritivas mostram alta variabilidade dos dados, evidenciando que há diferenças significativas em termos de negociação dos papéis das firmas. No que tange à variável ATR, é válido ressaltar que é uma medida de liquidez ajustada pelo retorno, o que justifica os valores negativos no mínimo e primeiro quartil. Os valores extremos demonstram que, na amostra, há empresas com altos e baixos níveis de liquidez, o que garante variabilidade dos dados, tornando a amostra mais representativa.

A próxima etapa foi a ortogonalização das variáveis, retirando os efeitos macroeconômicos e das características das firmas. Nesse sentido, as *proxies* foram regredidas pelo retorno em excesso da taxa livre de risco e pelos indicadores em nível de empresa. A versão ortogonalizada das variáveis foi utilizada para a criação do índice de sentimento do investidor em nível de firma, por meio de uma ACP

O objetivo desse método é extrair o componente comum das quatro *proxies* utilizadas. O primeiro componente principal possui autovalor superior a 1, sendo selecionado conforme regra de Kaiser (1960). Além disso, esse componente explica 40,98% da variância dos dados. O resultado da ACP pode ser visualizado na Equação 8:

$$\text{SentFirm}_{i,t} = 0,6984 \text{RSI}_{i,t}^{\dagger} + 0,7018 \text{PLI}_{i,t}^{\dagger} + 0,1130 \text{ATR}_{i,t}^{\dagger} + 0,0823 \text{LVT}_{i,t}^{\dagger} \quad (8)$$

Sendo:

$\text{RSI}_{i,t}^{\dagger}$ = Índice de força relativa ortogonalizado para uma ação i no período t ;

$\text{PLI}_{i,t}^{\dagger}$ = Índice da linha psicológica ortogonalizado para uma ação i no período t ;

$\text{ATR}_{i,t}^{\dagger}$ = Índice de *turnover* ajustado e ortogonalizado para uma ação i no período t ;

$\text{LVT}_{i,t}^{\dagger}$ = Logaritmo do volume de ações transacionadas e ortogonalizadas para uma ação i no período t .

Com o índice de sentimento calculado, parte-se para a análise das demais variáveis que compõem o estudo. Ao analisar as variáveis *dummies* para a propensão a distribuir dividendos e ciclo de vida, foi constatado que 63,85% da amostra pagaram proventos. Ademais, 32,65% das empresas analisadas estavam na fase de nascimento e crescimento e 63,85% estavam na fase de maturidade, turbulência e declínio. Para as variáveis quantitativas, as estatísticas descritivas estão dispostas na Tabela 3.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis winsorizadas para analisar o impacto do sentimento do investidor na política de proventos corporativos.

Variáveis	Mínimo	1º Quartil	Média	Mediana	3º Quartil	Máximo	Desvio Padrão
$\text{PROV}_{i,t}$	0,0000	0,0002	0,0105	0,0042	0,0141	0,0839	0,0156
$\text{PROV}_{i,t-1}$	0,0000	0,0002	0,0105	0,0041	0,0141	0,0440	0,0839
$\text{SentFirm}_{i,t}$	-2,9959	-0,7983	-0,0013	-0,0258	0,8045	3,0781	1,2152
$\text{LIQ}_{i,t}$	0,4766	1,2345	1,9989	1,7358	2,3760	7,2778	1,1726
$\text{EA}_{i,t}$	-699,5790	9,4260	66,7990	40,2590	82,0580	1430,0020	217,0041
$\text{CP}_{i,t}$	15,3600	36,3500	52,5500	52,0000	67,4100	98,0900	19,8123
$\text{LEV}_{i,t}$	0,0000	0,1692	0,2927	0,2972	0,3964	0,6918	0,1637
$\text{ROE}_{i,t}$	-0,6360	0,0018	0,01012	0,0218	0,0446	0,2493	0,1001

Notas: $\text{SentFirm}_{i,t}$: Sentimento do investidor em nível de firma para a empresa i , no período t . $\text{PROV}_{i,t}$: Volume financeiro dos proventos escalonados pelo ativo total para a empresa i , no período t . $\text{LIQ}_{i,t}$: Liquidez contábil para a empresa i , no período t . $\text{ROE}_{i,t}$: Retorno sob patrimônio líquido para a empresa i , no período t . $\text{EA}_{i,t}$: Relação do preço sob o lucro para a empresa i , no período t . $\text{CP}_{i,t}$: Concentração de propriedade da empresa i , no período t . $\text{LEV}_{i,t}$ = Alavancagem financeira da empresa i , no período t .

Fonte: elaboração própria.

O sentimento em nível de firma apresenta medidas de tendência central próximas de zero, sinalizando que a maior parte da amostra é composta por períodos de relativa estabilidade do sentimento. No que tange à liquidez contábil, a média e a mediana demonstram que a maioria das empresas analisadas possui liquidez suficiente para honrar os seus compromissos de curto prazo.

A relação preço/lucro apresenta média e mediana próximas e positivas, demonstrando que o preço dos papéis está sendo negociado com o valor acima do lucro por ação relatado.

Esse resultado indica que a maior parte das ações tem perspectiva de crescimento, na visão dos investidores. A concentração de propriedade, estabelecida por meio do percentual de ações detidas pelos três maiores acionistas, demonstra que, em média, esses acionistas detêm mais de 50% das ações das empresas analisadas. O referido percentual evidencia que a maioria das empresas possui capital concentrado em posse de poucos investidores.

A alavancagem apresentou média e mediana próximas a 30%, indicando que a maioria das empresas apresenta baixa alavancagem. A lucratividade das empresas apresenta média e mediana com valores positivos, indicando que a maioria das empresas obteve lucro no período analisado. Contudo, algumas empresas não tiveram lucro, dado o sinal negativo do valor mínimo da estatística descritiva.

4.2. Análise das Hipóteses de Pesquisa

Para analisar a primeira hipótese desta pesquisa, de que em momentos de pessimismo (otimismo) dos investidores as empresas tem maior (menor) propensão a pagarem proventos, foram realizadas análises empíricas por meio de estimações logit. A Tabela 4 apresenta os resultados estimados. A significância da estatística do teste de Wald demonstra que os coeficientes utilizados são diferentes de zero ao nível de 1% de significância. O FIV inferior a 2 sugere que, no modelo, não há indícios de multicolinearidade entre as variáveis. Por fim, o nível de acurácia mostra que 64,3% das previsões foram realizadas corretamente pelos modelos estimados.

Tabela 2 - Estimções logit para propensão da firma a pagar proventos em função do sentimento em nível de firma.

$$PDIS_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{SentFirm}_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variáveis	Coefficientes	Erro Padrão
SentFirm _{i,t}	0,1027***	0,0323
LIQ _{i,t}	0,0386	0,0365
EA _{i,t}	0,0002	0,0001
CP _{i,t}	0,0005	0,0019
LEV _{i,t}	-0,7672***	0,2591
ROE _{i,t}	5,1141***	0,5643
CICLO _{i,t}	-0,3241***	0,0828
Intercepto	0,73475***	0,1696
FIV Médio	1,0480	
Número de Observações	3051	
Estat. Wald	23,5***	
R ² Cox & Snell	0,0636	
R ² Nagelkerke	0,0872	
Log likelihood	-1895,8505	
Acurácia	0,6752	
Sensitividade	0,1568	
Especificidade	0,9687	
Área sob a curva ROC	63,89%	

Ajuste - GOF (Hosmer e
Lemeshow)

22,501***

Notas: $PDIST_{i,t}$: Volume financeiro dos proventos escalonados pelo ativo total para a empresa i , no período t . $SentFirm_{i,t}$: Sentimento do investidor em nível de firma para a empresa i , no período t . $LIQ_{i,t}$: liquidez contábil para a empresa i , no período t . $EA_{i,t}$: relação do preço sob o lucro para a empresa i , no período t . $CP_{i,t}$: Concentração de propriedade da empresa i , no período t . $LEV_{i,t}$: alavancagem financeira da empresa i , no período t . $ROE_{i,t}$: Retorno sob patrimônio líquido para a empresa i , no período t . $CICLO_{i,t}$: estágio do ciclo de vida em que é uma *dummy*, assumindo valor 1 se a empresa i estiver no estágio de nascimento ou crescimento e 0, caso contrário, para o período t . Significância estatística a ***1%, **5% e *10%
Fonte: elaboração própria.

O coeficiente do índice de sentimento é positivo e significativo, sugerindo que há uma relação positiva entre o sentimento do investidor e a propensão a pagar proventos. Em períodos de otimismo, as empresas têm maior propensão a remunerar seus acionistas por meio de proventos, assim como, em períodos de pessimismo, as empresas têm uma menor propensão a distribuir recursos aos seus acionistas.

Esse resultado é oposto ao encontrado na literatura (Bilel & Mondher, 2021; Gyimah & Gyapong, 2021; Hu et al., 2021), uma vez que era esperado que os investidores pessimistas oferecessem um prêmio para as pagadoras de proventos, e os gestores das não pagantes seriam incentivados a pagar, a fim de usufruir desse prêmio. Do mesmo modo, em períodos de otimismo, quando as pagadoras seriam negociadas com desconto, os gestores interromperiam a remuneração aos acionistas. Com isso, o resultado do presente estudo vai em direção oposta à teoria de *catering*.

O resultado divergente em relação às pesquisas anteriores possui algumas explicações. No Brasil, a legislação determina que empresas que auferem lucros devem pagar um valor mínimo de proventos. Essa característica do ambiente institucional brasileiro pode ter influenciado os resultados, à medida que, independentemente de períodos de otimismo ou pessimismo dos investidores, as empresas são obrigadas a distribuir recursos.

A hipótese de suavização dos dividendos também pode ser utilizada como justificativa, uma vez que as empresas podem buscar remunerar seus acionistas de maneira constante e de modo que seja sustentável para a organização (Litner, 1956). De acordo com essa hipótese, espera-se que a variação dos proventos seja menor do que o resultado do período, independentemente se for obtido lucro ou prejuízo (Jeong, 2013).

Partindo da premissa de que, em períodos de otimismo, os investidores preferem papéis de empresas em crescimento (Baker & Wurgler, 2007) e com base na teoria da sinalização, é possível que as firmas distribuam recursos aos seus acionistas, a fim de sinalizar ao mercado que possuem condições financeiras e econômicas de equilibrar as decisões de proventos e de investimento. Isto é, as empresas sinalizam ao mercado que têm recursos para crescer e ainda distribuir proventos, demonstrando uma boa perspectiva em relação à saúde financeira.

Nesse sentido, o pagamento de proventos é interpretado como um sinal otimista acerca da perspectiva da empresa em relação à sua rentabilidade futura e, conseqüentemente, o preço da ação deve reagir positivamente (Miller & Rock, 1985). Logo, quanto mais os investidores estão otimistas, maior a propensão das empresas em pagar proventos, para sinalizar uma boa saúde financeira e usufruírem da valorização, dada a perspectiva de crescimento pelos investidores.

No que tange às variáveis de controle, a liquidez não apresentou relação com a propensão a pagar proventos. As oportunidades de crescimento não apresentaram significância e isto ratifica a hipótese de suavização dos dividendos, a teoria da sinalização e contribui para



a justificativa da relação entre sentimento e a propensão dos proventos encontrados no presente estudo.

A concentração de propriedade não apresentou significância, podendo ser mais bem explicada pela teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976), a qual afirma que os proventos não são os mecanismos de controle prioritário, uma vez que a existência de concentração de propriedade também mitiga os conflitos de agência. A alavancagem apresentou sinal negativo e significativo, evidenciando que as firmas mais alavancadas tendem a pagar mais juros e restringir o lucro destinado à distribuição de proventos. (Kilincarslan & Demiralay, 2021).

A lucratividade apresentou sinal positivo e significativo, sugerindo que empresas mais lucrativas possuem mais recursos à disposição para remunerar seus acionistas. O efeito positivo da lucratividade na política de proventos é sustentado pela teoria *pecking order* de Myers e Majluf (1984). O ciclo de vida apresentou sinal esperado e significativo, uma vez que empresas em fase de nascimento ou crescimento pagam menos proventos, em virtude de que precisam de mais recursos para alocar nas atividades de investimento e financiamento (Neves et al., 2020).

Além das decisões de pagar ou não proventos, os gestores são confrontados com a decisão de definir o volume de proventos a ser pago. De acordo com a segunda hipótese da presente pesquisa, espera-se que, em momentos de pessimismo (otimismo) dos investidores, as empresas distribuam um volume financeiro maior (menor) como proventos aos acionistas.

A análise foi realizada por meio do GMM-System, dado que a literatura aponta indícios de que o sentimento do investidor é endógeno (Miranda, 2018). As estimações foram realizadas em Two-Step, no intuito de minimizar o viés dos erros para amostras pequenas e correção de erros-padrão para amostra finita, a fim de tornar a estimação *Two-Step* do GMM-System mais robusta.

O teste de Sargan evidencia que os instrumentos não estão sobreidentificados, visto que não rejeitou a hipótese nula. A estatística de Wald para a significância conjunta dos regressores foi significativo ao nível de 1%, ou seja, os modelos foram corretamente especificados. Os testes de autocorrelação de primeira e segunda ordem de Arellano e Bond (AR) sugerem a não rejeição das hipóteses de exogeneidade dos instrumentos utilizados e a ausência de autocorrelação entre os resíduos. Logo, os pressupostos dos modelos são atendidos e os resultados dos modelos são consistentes estatisticamente.

De acordo com a Tabela 5, o sentimento em nível de firma não apresentou significância estatística com o valor dos proventos pagos, sugerindo que, independentemente de períodos de otimismo ou pessimismo, as empresas não alteram o volume financeiro pago aos seus acionistas, isto é, não atendem à demanda dos investidores por proventos.

Tabela 53 - Estimções System-GMM para volume financeiro distribuído como proventos, em função do sentimento do investidor em nível de firma.

$$PROV_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 SentFirm_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_j Controles_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variáveis	Coefficientes	Erro Padrão
SentFirm _{i,t}	0,1041	0,0954
PROV _{i,t-1}	-0,1119	0,0795
LIQ _{i,t}	-0,6499**	0,3102
EA _{i,t}	0,0004	0,0005

$CP_{i,t}$	-0,0668***	0,0120
$LEV_{i,t}$	-8,7156***	1,9463
$ROE_{i,t}$	4,7689	3,7219
$CICLO_{i,t}$	-0,8746***	0,3230
Número de Instrumentos	89	
Sargan	57,9418	
Número de Observações	2557	
Estat. Wald	469,5339***	
AR1	-3,0242***	
AR2	0,8229	

Notas: $PROV_{i,t}$: Volume financeiro dos proventos escalonados pelo ativo total para a empresa i , no período t . $SentFirm_{i,t}$: Sentimento do investidor em nível de firma para a empresa i , no período t . $PROV_{i,t-1}$: Volume financeiro dos proventos escalonados pelo ativo total para a empresa i , no período $t-1$. $LIQ_{i,t}$: Liquidez contábil corrente para a empresa i , no período t . $EA_{i,t}$: Relação do preço sob o lucro para a empresa i , no período t . $CP_{i,t}$: Concentração de propriedade da empresa i , no período t . $LEV_{i,t}$: alavancagem financeira da empresa i , no período t . $ROE_{i,t}$: Retorno sob patrimônio líquido a empresa i , no período t . $CICLO_{i,t}$: Estágio do ciclo de vida em que é uma *dummy*, assumindo valor 1 se a empresa i estiver no estágio de nascimento ou crescimento e 0, caso contrário, para o período t . Significância estatística a ***1%, **5% e *10%

Fonte: elaboração própria.

Os resultados apontam que o sentimento do investidor não tem influência na decisão dos gestores em relação ao volume financeiro a ser pago. Esse achado é contrário à literatura (Labhane, 2019B; Pieloch-Babiarz, 2020), pois as pesquisas anteriores evidenciam que a maior demanda dos investidores por dividendos induz os administradores a aumentarem o valor dos montantes pagos e desestimulam os gestores a diminuírem os níveis de dividendos. Logo, os resultados também vão em direção oposta à teoria de *catering*, pois os gestores não atendem às pressões do mercado, por meio do incentivo de *catering*, e não usufruem do *mispricing*, nos períodos de baixo sentimento.

Por outro lado, os achados estão alinhados à hipótese de suavização, que as empresas pagam menos dividendos, mas de maneira constante e de modo que seja sustentável para a organização. Assim sendo, a remuneração ao acionista pode ser importante para a precificação dos ativos, mas independe de sentidos e momentos diferentes do humor do mercado. Os gestores não reconhecem ou não reagem às mudanças na demanda por proventos, ao ponderarem o valor do prêmio e os custos de longo prazo associados à distribuição.

Uma das justificativas é que, por terem a obrigatoriedade de pagar proventos, as empresas mantêm os recursos a serem distribuídos em níveis constantes, de modo que seja sustentável para a firma, independente de períodos de otimismo ou pessimismo, e, conseqüentemente, retêm caixa para investimentos futuros. De acordo com teoria da sinalização, é possível que as empresas paguem proventos, com intuito de sinalizar que possuem condições financeiras promissoras em relação à sua rentabilidade futura. Contudo, o volume do pagamento vai ser de maneira sustentável ao ponto de minimizar os custos de longo prazo associados à distribuição e destinar os recursos disponíveis para reinvestimentos com VPL positivo.

A inclusão de controles fornece explicações adicionais para a magnitude e a importância da falta de relação entre o sentimento do investidor e o volume de proventos pago pelas firmas. A variável proventos anteriores não apresentou significância com o valor dos proventos contemporâneos. É possível que, como a empresa mantém dividendos constantes, reserve recursos para a próxima distribuição.



A liquidez contábil apresentou sinal contrário ao esperado, tendo uma relação negativa com o volume de proventos. Esse resultado pode ser justificado pela presença de empresas na amostra que, mesmo não tendo lucro ou condições financeiras, ainda pagaram proventos. Diferentemente da análise da propensão a pagar proventos, as oportunidades de crescimento não apresentaram significância com o valor dos proventos pagos aos acionistas. As pressões dos investidores por proventos fazem com que as organizações tenham que decidir ora em atender às oportunidades de investimento, ora às pressões por distribuição de proventos, o que pode justificar o resultado observado.

A concentração de propriedade apresentou relação negativa e significativa com o valor dos proventos. Empresas com capital menos concentrado distribuem mais proventos, a fim de diminuir o volume de recursos à disposição dos gestores e evitar expropriação ou minimizar o risco da ineficiência de alocação de recursos por parte do gestor (Jensen & Meckling, 1976). A alavancagem apresentou relação negativa com o valor dos proventos pagos, pois empresas mais alavancadas são mais restritivas em relação ao destino do lucro, em razão da necessidade honrar os custos de financiamento fixo comprometido (Kilincarslan & Demiralay, 2021), como consequência, há menos recursos disponíveis para serem distribuídos como proventos.

Quanto à *proxy* para lucratividade, o retorno sobre o patrimônio líquido não apresentou significância. Embora a maior parte da amostra seja lucrativa e distribua proventos, é possível que esses proventos precisem ser reduzidos em um nível estável, alcançável no longo prazo, levando a um efeito de correção pela necessidade de reter recursos para investimentos futuros. O ciclo de vida apresentou relação negativa e significativa com o valor de proventos pagos aos acionistas, pois empresas em fase de nascimento ou crescimento distribuem o volume financeiro menor aos seus acionistas, pois utilizam os recursos não distribuídos para alocar nas atividades de investimento e financiamento (Neves et al., 2020).

4.3. Análise de Sensibilidade

Nesta seção, buscou-se verificar se os resultados obtidos são consistentes. Para isso, foram realizadas duas análises adicionais. Primeiro, foram utilizadas duas *proxies* alternativas para o sentimento do investidor, dessa vez, em nível de mercado. Segundo, dada a característica do mercado brasileiro, para a análise do valor dos proventos, a amostra foi particionada em duas: empresas que pagaram acima e empresas que pagam abaixo do mínimo obrigatório.

Para as *proxies* alternativas de sentimento do investidor, foram utilizados o índice de sentimento agregado em nível de mercado, seguindo a metodologia de Baker e Wurgler (2006), e uma adaptação do prêmio de proventos de Baker e Wurgler (2004a). Para a construção do sentimento do investidor, utilizou-se como *proxy* a primeira componente de uma ACP formada por quatro variáveis: i) Média móvel dos últimos 12 meses do somatório de IPO e Follow-on no mês t ; Proporção de ações em alta em relação às ações em baixa no mês t ; Prêmio de dividendos no mês t ; Participação de investidores individuais no volume financeiro de negociação da B3 no mês t .

Considerando que cada *proxy*, provavelmente, incluirá algum componente de sentimento, assim como aspectos próprios e não relacionados a sentimentos (Baker & Wurgler, 2006) e que pode haver atraso na captura do sentimento por algumas *proxies* (Baker & Wurgler, 2006; Brown & Cliff, 2004), criou-se uma variável para cada *proxy* com sua defasagem em 12 meses. Dessa forma, para cada par de variável (contemporânea e defasada), escolheu-se aquela com maior correlação com a primeira componente da ACP criada.

Por fim, com o objetivo de retirar das variáveis originais outros efeitos macroeconômicos capazes de gerar ruídos no índice de sentimento do investidor, todas as variáveis foram ortogonalizadas por fatores macroeconômicos. Para isso, fez-se uso das seguintes variáveis: crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), o crescimento no consumo de bens duráveis, não duráveis e serviços, o crescimento do emprego e o indicador de recessão do *National Bureau of Economic Research* – NBER. De acordo com esse método, a ACP foi gerada com os resíduos decorrentes da regressão de cada variável contra as variáveis macroeconômicas.

Em virtude do ambiente institucional brasileiro, para calcular o prêmio de proventos, as firmas que distribuíram o percentual acima do mínimo obrigatório, previsto em seu estatuto, foram classificadas como pagadoras, e aquelas que distribuíram o percentual obrigatório, abaixo ou que não distribuíram proventos foram classificadas como não pagadoras. Após a separação, os parâmetros da Equação 7 foram reestimados, para analisar o impacto do sentimento no valor dos proventos distribuídos em ambas as amostras. A operacionalização do prêmio pode ser visualizada na Equação 9.

$$PPROV_t = \ln \left(\frac{AT_{PD,t} - PL_{PD,t} + VM_{PD,t}}{AT_{PD,t}} \right) - \ln \left(\frac{AT_{NPD,t} - PL_{NPD,t} + VM_{NPD,t}}{AT_{NPD,t}} \right) \quad (9)$$

$PPROV_t$ = Prêmio de proventos no trimestre t ;

PD_t e NDP_t : Pagadoras e não pagadoras de proventos no trimestre t ;

AT_t = Ativo total no trimestre t ;

PL_t = Patrimônio líquido no trimestre t ;

VM_t = Valor de mercado do patrimônio líquido no trimestre t .

Ao substituir o índice de sentimento em nível de firma para o índice em nível de mercado, não houve mudanças significativas nos resultados, conforme Tabela 6. Do mesmo modo, o prêmio de proventos também foi utilizado como *proxy* do humor de mercado e, por ter uma relação inversa com o sentimento, ou seja, quanto maior o prêmio de proventos, menor é o sentimento dos investidores, o prêmio apresentou sinal negativo. Como consequência, também não houve alterações nos resultados encontrados.

Tabela 6 - Estimações logit para propensão da firma a pagar proventos com base na proxy de sentimento em nível de mercado e prêmio de proventos.

$$PDIST_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{SentMerc}_t + \sum_{j=2}^n \beta_j \text{Controles}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variáveis	SentMerc _t	PRÊMIO _t
SENT _t	0,0498* (0,0256)	-0,5113** (0,2456)
LIQ _{i,t}	0,0443 (0,0365)	0,0436 (0,0365)
EA _{i,t}	0,0002 (0,0001)	0,0002 (0,0001)
CP _{i,t}	0,0004	0,0004

	(0,0019)	(0,0019)
LEV _{i,t}	-0,7143*** (0,2599)	-0,7377*** (0,2592)
ROE _{i,t}	5,1218*** (0,5646)	5,1346*** (0,5638)
CICLO _{i,t}	-0,3280*** (0,0827)	-0,3376*** (0,0830)
Intercepto	0,7194*** (0,1697)	0,6110*** (0,1789)
FIV Médio	1.0514	1,0514
Número de Observações	3051	3051
Estat. Wald	17,3000***	17,8000***
R ² Cox & Snell	0,0617	0,0619
R ² Nagelkerke	0,0846	0,0848
Log likelihood	-1898,9965	-1898,833
Acurária	0,6699	0,6663
Sensitividade	0,1432	0,1414
Especificidade	0,9681	0,9635
Área sob a curva ROC	63,99%	64,22%
Ajuste - GOF (Hosmer e Lemeshow)	22,034***	29,682***

Notas: SENT_{i,t}: Sentimento do investidor em nível de mercado. PDIST_{i,t}: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa *i* pagou proventos e 0, caso contrário, para o período *t*. SentMerc: Sentimento do investidor em nível de mercado, no período *t*. PRÊMIO_{i,t}: Prêmio de proventos, no período *t*. CICLO_{i,t}: Estágio do ciclo de vida em que é uma *dummy*, assumindo valor 1 se a empresa *i* estiver no estágio de nascimento ou crescimento e 0, caso contrário, para o período *t*. EA_{i,t}: Relação do preço sob o lucro para a empresa *i*, no período *t*. CP_{i,t}: Concentração de propriedade da empresa *i*, no período *t*. LEV_{i,t}: alavancagem financeira da empresa *i*, no período *t*. ROE_{i,t}: Retorno sob patrimônio líquido para a empresa *i*, no período *t*. LIQ_{i,t}: Liquidez contábil para a empresa *i*, no período *t*. Significância estatística a ***1%, **5% e *10%

Diante dos resultados obtidos, a hipótese 1, que estabelecia que, em momentos de pessimismo (otimismo) dos investidores, as empresas tem maior (menor) propensão a pagar proventos, pode ser rejeitada, evidenciando que as empresas têm maior probabilidade de distribuir lucros aos seus acionistas em períodos de otimismo.

Ao particionar a amostras em empresas que pagaram acima do mínimo obrigatório e empresas que pagaram apenas o mínimo obrigatório ou abaixo, os resultados ratificam que o sentimento do investidor não influencia o valor dos proventos pagos, independente da obrigatoriedade de distribuição prevista na lei das S.A, não havendo alterações nos resultados, conforme Tabela 7.

Tabela 7 - Estimacões System-GMM para o volume financeiro distribuído de acordo com a classificação de pagamento abaixo ou acima do obrigatório e sentimento em nível de mercado.

$$PROV_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 SENT_{i,t} + \sum_{j=2}^n \beta_j Controles_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variáveis	SentMerc	PRÊMIO	PAGADORAS ACIMA DO OBRIGATÓRIO (SentFirm)	PAGADORAS DO OBRIGATÓRIO OU ABAIXO (SentFirm)
SENT _{i,t}	0,073 (0,067)	1,826 (1,123)	-0,030 (0,109)	0,130 (0,166)

PROV _{i,t-1}	-0,125** (0,074)	-0,122 (0,079)	-0,215*** (0,091)	-0,076 (0,091)
LIQ _{i,t}	-0,649** (0,310)	-0,551** (0,272)	-0,868*** (0,307)	-0,392 (0,278)
EA _{i,t}	0,0003 (0,001)	0,0003 (0,001)	-0,0001 (0,001)	0,001 (0,001)
CP _{i,t}	-0,069*** (0,012)	-0,064*** (0,011)	-0,061*** (0,014)	-0,088*** (0,015)
LEV _{i,t}	-8,289*** (1,936)	-8,772*** (1,874)	-6,310*** (2,330)	-10,743*** (2,059)
ROE _{i,t}	4,772 (3,596)	5,705 (4,031)	-0,098 (7,395)	0,976 (2,824)
CICLO _{i,t}	-0,873*** (0,315)	-0,926*** (0,327)	-1,356*** (0,407)	0,138 (0,454)
Número de Instrumentos	89	89	89	89
Hansen	61,1664	58,5205	47,6927	40,0340
Número de Observações	2557	2557	1631	714
Estat. Wald	507,1879***	680,4112***	439,7650***	-1,6521*
AR1	-2,9465***	-3,0741***	-2,2702**	0,5591
AR2	0,7467	0,8194	0,2806	0,5591

Notas: SENT_t: Sentimento do investidor em nível de mercado. PDIST_{i,t}: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa *i* pagou proventos e 0, caso contrário, para o período *t*. SentMerc_t: Sentimento do investidor em nível de mercado, no período *t*. PRÊMIO_t: Prêmio de proventos, no período *t*. CICLO_{i,t}: Estágio do ciclo de vida em que é uma *dummy*, assumindo valor 1 se a empresa *i* estiver no estágio de nascimento ou crescimento e 0, caso contrário, para o período *t*. EA_{i,t}: Relação do preço sob o lucro para a empresa *i*, no período *t*. CP_{i,t}: Concentração de propriedade da empresa *i*, no período *t*. LEV_{i,t}: alavancagem financeira da empresa *i*, no período *t*. ROE_{i,t}: Retorno sob patrimônio líquido para a empresa *i*, no período *t*. LIQ_{i,t}: Liquidez contábil para a empresa *i*, no período *t*. Significância estatística a ***1%, **5% e *10%

Diante dos resultados obtidos, a hipótese 2 de pesquisa, que estabelecia que, em momentos de pessimismo (otimismo) dos investidores, as empresas distribuem um volume financeiro maior (menor) como proventos aos acionistas, pode ser rejeitada. Portanto, não foi encontrada uma associação entre o sentimento e o volume financeiro distribuído como proventos, evidenciando que as empresas não atendem à demanda dos investidores por maiores proventos em períodos de pessimismo.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo analisou como o sentimento do investidor e os incentivos de *catering* explicam a política de proventos no mercado brasileiro. No Brasil, a teoria de *catering* não suporta a decisão de pagar ou não proventos, ou até mesmo a decisão do quanto pagar, sendo essas deliberações mais bem explicadas pela teoria da sinalização e da hipótese de suavização dos dividendos. Do mesmo modo, há influência do ambiente institucional brasileiro que, independentemente se for período de pessimismo ou otimismo, as empresas devem remunerar

os seus acionistas. Ademais, considerando que são obrigadas a pagar, é possível que distribuam um volume constante, para garantir o processo de suavização e não impactar nas perspectivas futuras de investimento da empresa, reforçando, ainda mais, o pressuposto de sinalização de boas condições financeiras no futuro.

A presente pesquisa teve como ênfase o sentimento do investidor na política de proventos, uma vez que é uma variável alternativa e ainda pouco explorada como suporte às discussões, quando se tenta explicar as políticas de proventos. Essa ênfase fornece aos investidores informações adicionais, na medida em que pode demonstrar melhores oportunidades de investimento. Em mercados onde o efeito da sensibilidade ao humor é observado, essas informações podem gerar aos investidores retornos acima do mercado.

Esta pesquisa contribui para a literatura, a partir de uma perspectiva comportamental sobre proventos, a qual complementa os pressupostos das finanças tradicionais. Além disso, contribui para os estudos sobre sentimento do investidor e política de proventos, a partir de uma perspectiva de mercado emergente. A análise do sentimento do investidor e da política de proventos também dá uma ideia sobre a eficiência dos mercados na precificação de ativos, a começar pelo anúncio de distribuição.

Em relação aos gestores, contribui para a compreensão do impacto do sentimento dos investidores, quando (não) estão dispostos a desembolsar maiores quantias de recursos para adquirir ações de empresas que (não) são boas pagadoras de proventos. Considerando que o valor da firma também é baseado na expectativa de proventos a serem recebidos no futuro, a distribuição ou não de proventos sinalizam ao mercado que a empresa possui oportunidades de investimentos ou está com problemas financeiros. Nesse sentido, os gestores devem considerar, além das características da firma, o sentimento do investidor, ao formular a política de proventos adequada para empresa.

REFERÊNCIAS

- Alli, K. L.; Khan, A. Q & Ramirez, G. G. (1993). Determinants of corporate dividend policy: A factorial analysis. *The Financial Review*, 28(3) 523–547.
- Andrikopoulos, P.; Ansary, O. E. & Hassan, W. I. (2020). The propensity to pay dividends: empirical evidence from the Mena region. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 11(1).
- Arora, R. K. & Srivastava, A. (2019). Ownership concentration and dividend payout in emerging markets: evidence from India. *Global Business Review*, 1(1), 1-13.
- Baker M. & Wurgler J. (2004b). Appearing and disappearing dividends: the link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 73, 271–288.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2004a) A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2013) Behavioural corporate finance: an updated survey. *Handbook of the Economics of Finance*, 357-424.



- Baker, M. & Wurgler, J. (2006) Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2007) Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129-152.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2000) The equity share in new issues and aggregate stock returns. *The Journal of Finance*, 55(5), 2219-2257.
- Bilel, H. (2020). Does entrenchment of managers affect entrepreneurial dividend decision and investor sentiment? *Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 14(3), 275-288.
- Bilel, H & Mondher, K. (2021). What can explain catering of dividend? Environment information and investor sentiment. *Journal of Economics and Finance*, 45(1).
- Budagaga, A. R. (2020). Determinants of banks' dividend payment decisions: evidence from mena countries. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(5), 847-871.
- 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, Institutions and Money*, 71, 101285.
- Chazi, A.; Theodossiou, A. & Zantout, Z. (2018). Corporate payout-form: investors preference and catering theory. *Managerial Finance*, 44(12), 1418-1433
- Chong, T. T. L. & Ng, W. K. (2008). Technical analysis and the London stock exchange: testing the MACD and RSI rules using the FT30. *Applied Economics Letters*, 15(14), 1111-1114.
- Fama, E. F. & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *The Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal Finance*, 18(2), 264-272.
- GYIMAH, D. & GYAPONG, E. (2021). Managerial entrenchment and payout policy: a catering effect. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101600.
- 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, 163-179.



- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kaiser, H. F. (1960). The application of electronic computers to factor analysis. *Educational and Psychological Measurement*, 20(1), 141-151.
- Kilincarslan, E. & Demiralay, S. (2021). Dividend policies of travel and leisure firms in the UK. *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(2), 324-344.
- Labhane, B. (2019a). A test of the catering theory of dividends: empirical evidence from an emerging economy India. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 15(2), 29-52.
- Labhane, B. (2019b). Impact of catering incentives on dividend payment decisions: evidence from Indian firms. *Asian Journal of Business and Accounting*, 12(2), 93-120.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lotto, J. (2020). Towards extending dividend puzzle debate: what motivates distribution of corporate earnings in Tanzania? *International Journal of Financial Studies*, 8(1), 18.
- Miller, M. H. & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miranda, K. F. (2018). Sentimento do investidor e a influência do horizonte de investimento em decisões corporativas: evidências baseadas na Teoria de Catering. *Tese de doutorado: Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba*.
- Morck, R.; Shleifer, A. & Vishny, R. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1), 31-48.
- Myers, S. C. & Majluf, S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Neves, M. E. D. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*, 14(1), 2-22.



Neves, M.; Cunha, M. & Vilas, J. (2020). Determinants of dividends in the telecommunications sector. *Review of Business Management*, 22(3).

Pieloch-Babiarz, A. (2020). Managerial ownership and catering to investor sentiment for dividends: evidence from the electromechanical industry sector on the Warsaw stock exchange. *Oeconomia Copernicana*, 11(3), 467-483.

Seok, S. I.; Cho, H. & Ruy, D. (2019). Firm-specific investor sentiment and daily stock returns. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50, 100857.

Stein, J. C. (1996). Rational capital budgeting in an irrational world. *The Journal of Business*, 69(4), 429-45.

Takmaz, S.; Mandaci, P. E. & Durukan, M. B. (2020). The impact of catering incentives on the dividend policy: evidence from Turkish firms. *Managerial Finance*, 47 (7), 897-914.

Thaler, R. H. & Shefrin, H. M. (1981). An economic theory of self-control. *Journal of Political Economy*, 89(2).