

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA  
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE  
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

INFLUÊNCIA DOS DIVIDENDOS  
NA MITIGAÇÃO DOS CUSTOS DE  
AGÊNCIA

---

Kateryna Gonçalves Alves

Lisboa, junho de 2020



INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA  
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E  
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

# INFLUÊNCIA DOS DIVIDENDOS NA MITIGAÇÃO DOS CUSTOS DE AGÊNCIA

Kateryna Gonçalves Alves

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Análise Financeira, realizada sob a orientação científica de Professor Doutor Joaquim António Martins Ferrão da área científica de Finanças.

Constituição do Júri:

Presidente - Prof. Especialista José Nuno Sacadura

Arguente - Prof. Doutor Vitor Pereira

Vogal - Prof. Doutor Joaquim Ferrão

Lisboa, junho de 2020

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas.

Mais acrescento que tenho consciência de que o plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

## **Agradecimentos**

Eternamente grata à minha família por todo o apoio e paciência ao longo da minha formação acadêmica.

Ao Professor Doutor Joaquim Ferrão, pela orientação, disponibilidade e paciência tida ao longo deste percurso.

A todos os que de alguma maneira deram o seu contributo para que esta dissertação pudesse ser realizada.

## Resumo

Os fatores que definem a política de dividendos de uma empresa têm sido tema de ampla pesquisa por parte dos investigadores ao longo dos vários anos.

Até hoje os investigadores não conseguiram chegar a um consenso, sendo que alguns autores chamam a política dos dividendos *dividend puzzle*.

Em termos gerais, as empresas de maior dimensão, mais antigas e mais rentáveis evidenciam maior propensão para a distribuição de dividendos. Talvez porque estas empresas não necessitam de investimentos de valor tão elevado, e, por conseguinte, tendem a acumular *cash flows* excedentários.

A acumulação de *cash flows* excedentários, por sua vez, pode originar problemas de agência, na medida em que os gestores, neste contexto, têm tendência de consumir benefícios pecuniários e não pecuniários em excesso ou a optar por investimentos de elevado risco.

A presente dissertação tem como objetivo igualmente, analisar a influência dos custos de agência do capital próprio e o ciclo de vida, na política de dividendos das empresas.

Procuramos assim, contribuir para discussão sobre o tema de dividendos, analisando as empresas cotadas no mercado nacional, verificando se os dividendos são um instrumento eficiente para ajudar a reduzir os problemas de agência.

A amostra deste estudo inclui as empresas portuguesas cotadas na bolsa de valores de Lisboa, sendo representada por 43 empresas não financeiras, durante um período temporal de 9 anos, entre 2010 e 2018.

As conclusões retiradas através das regressões logísticas e regressões lineares múltiplas, indicam que a decisão de distribuir dividendos é influenciada pelo ciclo de vida da empresa e também, pelos custos de agência de capital próprio. Observa-se igualmente que o ciclo de vida influencia o *payout* pago pelas empresas.

**Palavras-chave:** política de dividendos; ciclo de vida; custos de agência; *free cash flow*; *payout*.

## Abstract

The factors that define a company's dividend policy have been the subject of extensive research by researchers over several years. Until today, researchers have failed to reach consensus, and some authors call dividend policy the *dividend puzzle*.

In general terms, the largest, oldest and most profitable companies choose to distribute dividends. This is because these companies don't need the high value investments, and therefore accumulate free cash flows.

In general terms, the largest, oldest and most profitable companies show a greater propensity for the distribution of dividends. Perhaps because these companies do not need investments of such a high value, and therefore tend to accumulate free cash flows.

The accumulation of free cash flows, in turn, can lead to agency problems, as managers, in this context, tend to consume pecuniary and non-pecuniary benefits in excess or to opt for high risk investments.

This dissertation also aims to analyse the influence of agency costs of equity and the life cycle, on the dividend policy of companies.

We thus seek to contribute to the discussion on the topic of dividends, analysing companies listed on the national market, verifying whether dividends are an efficient instrument to help reduce agency problems.

The sample of this study includes Portuguese companies listed on the Lisbon stock exchange, being represented by 43 non-financial companies, over a period of 9 years, between 2010 and 2018.

The conclusions drawn through logistic regressions and multiple linear regressions, indicate that the decision to distribute dividends is influenced by the life cycle of the company and also by the costs of an equity agency. It is also observed that the life cycle influences the payout paid by companies.

**Keywords:** dividend policy; life cycle; agency costs; free cash flow; payout.

# Índice

<b>Capítulo 1 – Introdução</b> .....	1
<b>1.1. Relevância do Tema Proposto</b> .....	2
<b>1.2. Objeto da Investigação</b> .....	2
<b>1.3. Objetivo de Investigação</b> .....	2
<b>1.4. Estrutura da Investigação</b> .....	3
<b>Capítulo 2 - Revisão da Literatura</b> .....	4
<b>2.1. Teorias Explicativas</b> .....	4
<b>2.1.1. Teoria de irrelevância dos dividendos</b> .....	5
<b>2.1.2. Teoria Residual</b> .....	6
<b>2.1.3. Teoria do ciclo de vida</b> .....	6
<b>2.1.4. Bird-in-the-hand theory</b> .....	7
<b>2.1.5. Teoria Pecking Order</b> .....	8
<b>2.1.6. Teoria de preferência tributaria</b> .....	8
<b>2.1.7. Teoria da sinalização e assimetria de informação</b> .....	9
<b>2.1.8. O efeito clientela</b> .....	10
<b>2.1.9. Catering theory</b> .....	11
<b>2.1.10. Teoria da Agência</b> .....	12
<b>2.1.11. Teoria do free cash flow</b> .....	13
<b>2.2. Estudos relacionados com o tema</b> .....	13
<b>Capítulo 3 – Metodologia e dados</b> .....	15
<b>3.1. Definição da amostra e dados recolhidos</b> .....	15
<b>3.2. Metodologia</b> .....	17
<b>3.3. Análise das tendências de evolução das principais variáveis</b> .....	17
<b>3.3.1 Pagamento de dividendos</b> .....	17
<b>3.3.2 Percentagem de participação dos gestores</b> .....	18
<b>3.3.3 Percentagem de participação dos cinco maiores acionistas</b> .....	19
<b>3.3.4 Payout Ratio</b> .....	19

<b>3.4. Hipóteses</b> .....	20
<b>3.5. Descrição das variáveis</b> .....	21
<b>Capítulo 4 – Resultados</b> .....	277
<b>4.1. Estatística descritiva dos dados</b> .....	277
<b>4.2. Análise dos Resultados</b> .....	288
<b>Capítulo 5 – Conclusão</b> .....	344
<b>Referências Bibliográficas</b> .....	366

## Índice de gráficos

<b>Gráfico 1</b> - Montante dos dividendos distribuídos pelas empresas cotadas .....	18
<b>Gráfico 2</b> - Percentagem média de participação dos administradores no capital das entidades.....	18
<b>Gráfico 3</b> - Percentagem média dos 5 maiores acionistas das entidades.....	19
<b>Gráfico 4</b> - Payout ratio médio.....	20

## Índice de tabelas

<b>Tabela 1</b> - Estatística descritiva das variáveis .....	27
<b>Tabela 2</b> - Determinantes do pagamento dividendos .....	29
<b>Tabela 3</b> - Determinantes da política de dividendos .....	322

## Índice de anexos

<b>Anexo 1</b> - Listagem das entidades da amostra.....	411
---	-----

## Capítulo 1 – Introdução

Vastos têm sido os estudos, teóricos e empíricos, sobre o tema dos dividendos. Porém, não se chegou ainda a um consenso geral, apesar de haver alguma concordância sobre diversos aspectos particulares. Sobre a influência da política de dividendos no valor da empresa, existem inclusive várias tendências de opinião.

Alguns autores como Miller e Modigliani (1961) consideram que os dividendos não têm influência na riqueza das empresas. Estes investigadores defendem que o valor da empresa apenas depende da sua capacidade para gerar *cash flows*.

Estes colocam em causa a ideia definida por Gordon (1959) que se baseava na importância da distribuição de dividendos para a criação de valor da empresa.

Para contrapor a teoria de irrelevância dos dividendos, alguns autores advogam que existem vários fatores que influenciam a política de dividendos como, por exemplo, efeito clientela, efeito de fiscalidade, assimetria de informação, entre outros.

Os autores como Jensen (1986) propõem a utilização dos dividendos como meio para a redução de problemas de agência, limitando a disponibilidade e o acesso dos gestores aos fundos financeiros da empresa. Este autor defende que os dividendos podem funcionar como mecanismo de redução ou eliminação dos conflitos de interesses entre agentes e proprietários, ou seja, ajudam a combater os problemas de agência.

Por sua vez, autores como Fama e French (2001) analisaram as recentes tendências e concluíram pela cada vez menor propensão para o pagamento de dividendos, por parte de certos segmentos ou tipos de empresas, enquanto Denis e Osobov (2008) defendem que o pagamento de dividendos é apenas uma questão de tempo para as novas empresas e que as empresas já instaladas no mercado continuam com pagamentos generosos de dividendos.

Por sua vez, La Porta *et al* (2000) consideram que o efeito fiscal influencia a distribuição de resultados em forma dos dividendos e Bhattacharya (1979) advoga que os dividendos transmitem informação para o mercado podendo influenciar assim as decisões dos investidores e por conseguinte a cotação das ações e o valor para os acionistas.

Apesar de existência de ampla pesquisa empírica relativamente à distribuição de dividendos e seus determinantes, cujas conclusões diferem, o “*dividend puzzle*” está longe de ser

resolvido, pois quanto mais analisamos, menos as peças se encaixam conforme refere Black (1976).

O presente trabalho de dissertação visa estudar se os custos de agência de capital próprio e ciclo de vida das empresas influenciam a decisão de distribuir dividendos.

### **1.1. Relevância do Tema Proposto**

Considerando que a política de dividendos é um dos temas que tem demonstrado um grande interesse por parte dos investigadores na área das finanças empresariais, e atendendo a que os estudos existentes sobre este tema nem sempre têm conseguido obter uma conclusão consensual, surgiu uma necessidade de investigar o tema dos dividendos e alguns dos seus determinantes, investigando as empresas do tecido empresarial português.

### **1.2. Objeto da Investigação**

A maior parte da literatura que relaciona o tema dos dividendos e os custos de agência baseia-se em dados de países estrangeiros, sendo que em Portugal existem poucos estudos empíricos. Deste modo, a motivação para a escolha deste objeto de estudo consiste em verificar se os estudos baseados nas empresas estrangeiras são aplicáveis às empresas portuguesas e se de facto podemos considerar os dividendos como uma boa forma de mitigar os custos de agência e se o ciclo de vida em que se encontram as empresas influencia a decisão de pagar os dividendos.

O enfoque da investigação irá incidir sobre as empresas portuguesas cotadas, em setores não financeiros, não considerando igualmente os clubes desportivos, por seguirem as regras de reporte e relato contabilístico diferentes.

### **1.3. Objetivo de Investigação**

O principal objetivo desta investigação é contribuir para o conhecimento sobre a política dos dividendos e a sua importância na mitigação dos custos com agência.

Com este trabalho, procura-se dar resposta à seguinte questão: Será que os custos de agência de capital próprio e o ciclo de vida influenciam a decisão de distribuir os dividendos?

Deste modo, a metodologia utilizada na recolha de dados incidirá sobre a análise de Relatórios e Contas das empresas portuguesas e a recolha de informação financeira que consta na base de dados do “Sistema de Análise de Balanços Ibéricos” (SABI), para poder

tirar as conclusões relativamente à evolução das empresas portuguesas que optam por pagar os dividendos e das empresas que optam por não os pagar.

#### **1.4. Estrutura da Investigação**

A presente investigação encontra-se dividida em cinco capítulos e terá a seguinte estrutura:

No primeiro capítulo iremos proceder à determinação do objeto, objetivo e estrutura da dissertação.

Posteriormente, no segundo capítulo, será apresentada uma breve revisão da literatura do tema em questão, como instrumento de fundamentação teórica da investigação. Nele serão abordados os principais aspetos teóricos.

No capítulo três será apresentada a metodologia de investigação utilizada, onde será explicada a recolha de dados e procedimentos utilizados na análise dos mesmos, definição e descrição das variáveis e análise das tendências de evolução das principais variáveis.

De seguida, o capítulo quatro centra-se no tratamento e análise dos dados, consistindo na estimação do modelo de regressão logística, estatística descritiva dos dados e análise de resultados.

E por fim, o capítulo cinco refere-se à conclusão onde são apresentadas as principais conclusões deste estudo.

## Capítulo 2 - Revisão da Literatura

### 2.1. Teorias Explicativas

O tema da política de dividendos tem levantado o interesse por parte dos investidores e tem sido objeto de uma vasta investigação empírica e teórica ao longo dos últimos anos. No entanto, nenhum dos modelos analisados pelos diversos autores, como refere Barra (2015), consegue explicar por completo o fenómeno dos dividendos.

Consideramos particularmente elucidativa desta avaliação a expressão de Rozeff (1982) que passamos a citar:

*“Dividend policy continues to be an area of some mystery among financial economists with many questions unanswered, some questions answered in conflicting ways, and some questions remaining to be asked.”* (Rozeff, 1982 p 258)

Desde o surgimento da teoria da irrelevância dos dividendos de Miller e Modigliani (1961) que contrariavam o pensamento conservador existente dos investidores Lintner (1956) e Gordon (1959), que predominava naquela altura, levantou-se uma onda de investigações sobre esse tema, sem que até à presente data se tenha chegado a um consenso sobre a política de dividendos.

De acordo com Freire *et al.* (2005), apesar da relevância dos dividendos parecer ser inquestionável, visto que influencia as decisões estratégicas das empresas, a decisão sobre o montante de resultados a distribuir aos acionistas gera bastante controvérsia.

A decisão sobre o pagamento de dividendos e o seu montante, é muito importante, pois determina qual o valor dos resultados a serem distribuídos em forma de dividendos, e o valor dos fundos retidos, que irão aumentar os capitais próprios e que poderão vir a ser usados para financiar os investimentos futuros.

A existência de muita literatura diversificada e controversa sobre a temática de dividendos levam-nos a pensar que a política de dividendos é como se fosse um *“dividend puzzle”*, pois à medida que se tenta solucionar esta questão, mais ela se torna num puzzle sem solução (Almeida *et al.*, 2014). Embora a política de dividendos tenha servido como base uma ampla investigação empírica e teórica, nenhum trabalho de investigação nesta área consegue sobressair e estabelecer determinantes comuns às empresas na definição da sua política de dividendos.

Diferentes teorias, como a da irrelevância dos dividendos, teoria do pássaro na mão, sinalização, efeito clientela e teoria do *catering*, entre muitas outras, foram propostas na tentativa de resolução deste enigma, contudo, até agora não houve uma posição unânime, continuando assim a surgir novas investigações. (Almeida *et al.*, 2014).

### **2.1.1. Teoria de irrelevância dos dividendos**

Os primeiros estudos relacionados com a política de dividendos transmitiam a convicção de que a distribuição de dividendos determina o valor das empresas. A visão que foi transmitida por Gordon (1959) é que quanto maior fosse a distribuição de dividendo, maior seria a riqueza do acionista por via de aumento do valor da empresa. O autor defendia que existe uma relação positiva entre dividendos não distribuídos e a taxa de atualização. Acumulação de *free cash flow* na empresa, por sua vez, provocaria um aumento de taxa de retorno visto que os ganhos de capital no futuro são incertos.

Baseando-se em pressupostos simplificadores da atividade económica, Miller e Modigliani (1961) contrariaram a visão do Gordon. A ideia fundamental apresentada por estes autores é que a gestão das empresas não consegue influenciar o valor de mercado das ações só pelo facto de distribuir maiores quantias de dividendos, ou seja, a política de dividendos de uma empresa é irrelevante. Este estudo baseia-se nas condições ideais do mercado, ou seja, investidores com expectativas homogêneas; mercado de capitais perfeito; inexistência de impostos; ausência de problemas de agência e assimetria de informação e inexistência de custos de transação e insolvência.

Os autores demonstraram que a empresa não depende da política de dividendos, dependendo apenas de capacidade de geração de fluxos de caixa operacionais futuros.

Por sua vez, Pawan e Quentin (2014) no seu trabalho *Dividend clients: a global investigation* referiram que quando a política de investimento das empresas se mantém constante, num mundo perfeito, a política de dividendos é irrelevante para a riqueza dos acionistas. O pagamento de elevado valor de dividendos diminui lucros retidos da empresa, diminuindo assim o valor da empresa, mantendo a riqueza total dos acionistas inalterada. A sua riqueza passa a estar distribuída por dois ativos, as ações da empresa e o disponível.

Após a teoria de Miller e Modigliani (1961) surgiram várias investigações a recusar esta teoria, usando como justificação o facto de no mercado existir um conjunto de fatores que influenciam o valor da empresa e a sua política de dividendos. Algumas destas perspetivas serão analisados de seguida.

### **2.1.2. Teoria Residual**

Esta teoria baseia-se no pressuposto de que existe um valor monetário residual que as empresas podem distribuir em forma de dividendos, sem lhes causar nenhuma perturbação, depois de esgotarem todas as possibilidades de investimento (Baker *et al.*, 2018).

Segundo esta teoria, enquanto as necessidades de capital superarem o valor do lucro gerado pela empresa, nenhum dividendo deverá ser pago (Barreto, 2011).

Em termos gerais, na perspectiva destes autores, apenas as empresas de grande dimensão, mais rentáveis e mais antigas é que optam pela distribuição de dividendos, pois as oportunidades de investimentos das mesmas são inferiores, por comparação com aquelas empresas em fase de crescimento. Assim, as primeiras conseguem acumular fluxos de caixa livres que podem ser distribuídos. Esta teoria acaba também por estar em linha com a teoria do ciclo de vida.

### **2.1.3. Teoria do ciclo de vida**

Os autores Fama e French (2001) defendem que os dividendos tendem a ser pagos por empresas bastante estáveis, e já na sua fase de maturidade. Na mesma linha, os autores De Angelo *et al.* (2006) chegaram à conclusão de que quando existe acumulação de lucros retidos, a propensão para pagar dividendos é elevada.

Nesta perspectiva, as empresas que estão em fase de crescimento, com elevadas oportunidades de investimento e recursos financeiros limitados, optam por distribuir valores reduzidos ou, na maioria dos casos, não pagar dividendos.

Isto explica também o facto de observarmos com relativa frequência que as empresas jovens, com elevadas oportunidades de investimento possuem poucos recursos, recorrendo com frequência a capital externo sob a forma de empréstimos.

Por sua vez, as empresas tendem pagar dividendos na sua fase de maturidade, já estabelecidas e com elevados *cash flows*. Pois as empresas na sua fase de maturidade não têm grandes oportunidades de investimento, acumulando assim os excessos dos fluxos de caixa.

Os aspetos atrás referidos impedem a distribuição de dividendos no início de ciclo de vida, ao mesmo tempo que influenciam a distribuição de lucros em forma de dividendos na maturidade, pois nesta fase as empresas têm menores oportunidades de crescimento e maior rentabilidade (Shin *et al.*, (2010) In Barra (2015 p 14))

Outros autores como Brockman e Unlu (2011), depois de analisarem a hipótese do ciclo de vida nos dividendos e a sua relação com a teoria de agência, chegaram à conclusão de que são os custos de agência que conduzem a uma procura de dividendos por parte dos investidores. Este efeito está diretamente relacionado com a transparência informativa do ambiente institucional das empresas.

De modo geral, o conceito “ciclo de vida” permite perspetivar alguns comportamentos das empresas na sua política de financiamento, incluindo a política de dividendos e a sua evolução, à medida que as mesmas se aproximam da maturidade.

#### ***2.1.4. Bird-in-the-hand theory***

A teoria *Bird-in-the-hand* (teoria do pássaro na mão) foi desenvolvida por Gordon e Lintner (1956) que argumentaram que os acionistas preferem dividendos aos ganhos de capital.

Os autores acreditavam que os dividendos reduzem a incerteza dos investidores (Ozuomba *et al.*, 2016).

De acordo com esta teoria, para os investidores os dividendos pagos em *cash* são certos, são seguros, garantidos, funcionando e concordando com a imagem de “um pássaro na mão” diferente do pássaro a voar, associado este último à ideia de potencial, futuro, indeterminado.

Segundo esta corrente, os investidores encaram a distribuição de dividendos como o recebimento seguro de uma remuneração, e pelo contrário, os ganhos de capital que poderão advir dos resultados reinvestidos, como uma componente de remuneração incerta. Assim, segundo os autores Gordon (1962) e Lintner (1962), o dinheiro recebido via dividendos tem menos risco do que os ganhos de capital.

Por esta via, a taxa de desconto, a remuneração exigida pelos investidores, depende da taxa de retenção de resultados, aumentando assim o valor da ação. Atendendo a esta teoria, o valor da empresa seria tanto maior, quanto maior distribuição dos dividendos.

Os mesmos autores também defendiam que, para manter a estabilidade na sua política de dividendos, as empresas poderão mesmo recorrer a capitais alheios, em vez de diminuir a cadência de distribuição de dividendos. A teoria em referência considera que os investidores são racionais e, por isso, preferem receber dividendos ao invés de esperar possíveis ganhos de capital no futuro. Os dividendos são considerados “dinheiro na mão” e as mais valias são meramente potenciais.

### **2.1.5. Teoria *Pecking Order***

Esta teoria foi criada pelos autores Myers e Majluf (1984) e defende que as empresas seguem uma hierarquia, uma ordem, nas decisões de financiamento de modo a minimizar os custos originados pela assimetria de informação.

Assim, os autores demonstraram que primeiramente, as empresas devem optar por financiar as suas necessidades de fundos com recursos próprios, gerados internamente. Apenas quando estes não são suficientes para cobrir as suas necessidades, os gestores devem recorrer a dívida financeira, para mitigar os efeitos negativos associados à assimetria de informação. Somente em último caso, as empresas devem recorrer à emissão de ações, ou seja, aumentos de capital. Considerando os efeitos indiretos das previsões desta teoria, as empresas com muitas necessidades de capital, com muitas oportunidades de crescimento, numa fase inicial do seu ciclo de vida, tenderão a distribuir poucos dividendos ou mesmo, a abster-se de os distribuir.

### **2.1.6. Teoria de preferência tributaria**

Os autores Elton e Gruber (1970) conseguiram comprovar a existência de uma relação entre os dividendos e os efeitos fiscais. Os autores comprovaram, através de um modelo que ficou conhecido como efeito de clientela, que os investidores direcionam as suas preferências aos ganhos que se lhes apresentem mais vantajosos a nível fiscal (Fernandes & Ribeiro, 2019).

A distribuição da riqueza gerada por empresas pode ser distribuída de duas formas: via distribuição de dividendos e incorporação dos ganhos em ações da empresa.

Num mundo sem impostos, os investidores não têm preferência na forma de distribuição de lucro, mas considerando os impostos, os investidores tendem a preferir a forma de distribuição dos lucros que lhes permite um retorno líquido superior. Comparando dois cenários, em que os investidores necessitam de obter liquidez, via dividendos ou via venda de ações, põe-se a questão de saber onde vai haver mais incidência de impostos.

Normalmente, dividendos possuem taxas de tributação superiores aos ganhos de capital, e também tratamento diferente. Além disso, existe um pagamento diferido resultante das mais valias de capital, pois as mesmas apenas são tributadas a partir do ato de venda das ações.

Abrutyn e Turner (1990) alegam que a “visão antiga” da tributação dos dividendos afeta negativamente o valor ótimo para o rácio *payout*, uma vez que o pagamento de dividendos tem a tributação fiscal imediata, enquanto que se os fundos fossem retidos pelas empresas,

resultavam num aumento de ganhos de capital com tratamento mais vantajoso em termos de impostos.

Com base no tratamento fiscal, muitos autores chegaram à conclusão de que as empresas devem evitar a distribuição de dividendos. A conclusão de Farrar e Selwyn (1967) é que os investidores preferem ser remunerados por meios menos tributados e que a distribuição de dividendos destrói o valor da empresa. Isto numa economia onde haja diferenças de tributação em desfavor dos dividendos.

Brennan (1970) chegou à conclusão de que, sendo o tratamento fiscal entre ganhos de capital e dividendos assimétrico, quanto maior for o dividendo distribuído, maior será o peso fiscal suportado, e por isso, os investidores exigirão o prémio maior para deter ações com maior *dividend yield*. Desta forma a penalização fiscal será compensada. Em Portugal as taxas liberatórias para os dois tipos de rendimentos são iguais, pelo que os argumentos desta teoria não colhem da mesma forma.

### **2.1.7. Teoria da sinalização e assimetria de informação**

Existem duas óticas na teoria da sinalização: presença de assimetria de informação no mercado e presença do conteúdo informacional implícito.

Segundo Lintner (1956) os gestores têm propensão para elevar os níveis de dividendos apenas quando se sentem confortáveis relativamente ao resultado futuro da empresa, por isso, os dividendos contêm informações importantes sobre as perspetivas da evolução futura da empresa.

Por sua vez, Bhattacharya (1979) demonstra que as empresas que distribuem dividendos, mesmo considerando a desvantagem fiscal associada, assumem um compromisso para com investidores, criando expectativas na base de uma determinada cadência de remuneração do seu investimento.

Os autores Farinha e Soro (2012) defendem que o dividendo é um meio eficaz quando os gestores pretendem emitir sinais credíveis ao mercado. Os custos de transação que as empresas têm que suportar para promover a manutenção do dividendo e a desvantagem fiscal associada a esta transação, faz com que as empresas com a visão mais conservadora relativamente à evolução futura não tenham capacidade para acompanhar as empresas que pagam dividendos. Ao invés, as que pagam emitem assim uma mensagem positiva para o mercado.

Em termos gerais, a gestão das empresas tem acesso a informação privilegiada sobre a evolução da empresa. Existe maior conhecimento por parte dos gestores da empresa, sobre os riscos inerentes a negócio, sobre a situação atual e perspectivas de evolução futuras, entre outros.

Conforme Vieito e Maquieira (2010) o modelo de sinalização dos dividendos apenas funciona quando são cumpridas as condições como: credibilidade de sinalização que está associada a um custo, este custo não deve ser superior ao benefício. No caso das empresas de pior qualidade, ao imitarem o sinal positivo, distribuindo dividendos superiores ao do ano anterior, o custo incorrido não deve ser superior aos benefícios obtidos com referida imitação.

Miller e Rock (1985) e John e Williams (1985) são alguns dos autores que defendem que alterações nos pagamentos dos dividendos contêm informação sobre os *cash flows* futuros. Neste sentido, o anúncio de início de distribuição de dividendos ou divulgação de aumento de dividendos, face ao ano anterior, tem efeitos positivos sobre o preço das ações da empresa. Considerando que os gestores procuram evitar decisões que tenham de ser revertidas no futuro próximo, o aumento dos dividendos é encarado como revelando uma melhoria das expectativas futuras e, por sua vez, a diminuição dos dividendos é sinal de que terão surgido expectativas menos boas, constituindo uma má notícia.

Os modelos apresentados pelos autores apresentam uma relação positiva entre alterações nos pagamentos de dividendos e os preços das ações. Os anúncios de início de pagamento ou aumento de dividendos não têm o impacto na mesma proporção que o anúncio de cancelamento de distribuição ou omissão de dividendos. Depois de anunciar a boa notícia, os preços das ações aumentam, mas não de forma tão acentuada comparando com a diminuição do preço depois de saída de má notícia. (Miller & Rock, 1985)

### **2.1.8. O efeito clientela**

Os autores Miller e Modigliani, ainda em 1961, argumentaram que com base nas características dos investidores, pode ser formada uma clientela, com preferência no pagamento de dividendos. De acordo com esta teoria, as empresas que pagam dividendos baixos, atraem os investidores que não gostam de ser remunerados com pagamentos de dividendos, e vice-versa, as empresas com elevada distribuição de dividendos atraem os investidores que preferem ser remunerados com os dividendos.

Com isto, cria-se uma combinação ótima entre a política de dividendos de uma empresa e as preferências dos investidores relativamente aos dividendos.

Conforme já foi falado anteriormente, em alguns países, existe um tratamento fiscal diferenciado entre os dividendos e ganhos de capital, este facto pode fazer com que os dividendos criem uma desvantagem fiscal para os investidores, pois os mesmos poderão ser tributados a uma taxa mais elevada do que os ganhos de capital, reduzindo assim a taxa de retorno líquida (Almeida, *et al.*, 2015). Apesar disto, há segmentos de investidores que por motivos vários, preferem as ações que pagam dividendos elevados. Esta preferência, apesar da clara desvantagem fiscal, é considerada como efeito clientela.

### **2.1.9. *Catering theory***

Esta teoria é relativamente mais recente. Ela defende que as decisões sobre os dividendos são influenciadas pela procura dos investidores, que por sua vez são influenciados pelos sentimentos.

Procurando responder à procura dos investidores, as empresas praticam a política de dividendos que está de acordo com desejos sentimentais deles. Quando os investidores estão dispostos a pagar um prémio maior pelas ações que pagam mais dividendos, os gestores ajustam a política da empresa, aumentando o *payout*.

Conforme Baker e Wurgler, (2004) a teoria de *catering* tem três elementos básicos. Primeiro elemento: procura pelos investidores das empresas que distribuem os dividendos. Segundo elemento: os preços correntes são influenciados pelo limite de arbitragem influenciada pela procura do ativo. Terceiro componente: os gestores avaliam os benefícios associados à *catering theory* a curto prazo e os custos associados a longo prazo e tomam a decisão de pagamento de dividendos mais adequada.

Os autores apresentam como ideia principal da teoria de *catering* que os gestores dão aos investidores aquilo que eles realmente querem.

No entanto, os autores como Hober e Prabhala (2009) não encontraram as evidências diretas entre diminuição de pagamento dos dividendos e a vontade das empresas em atender às preferências dos investidores em relação ao pagamento dos dividendos. Deste modo, o chamado “*dividend puzzle*” continua sem resposta. É muito difícil estabelecer uma ligação em termos teóricos aos motivos que fazem o mercado premiar nalguns momentos e não premiar noutros as empresas pagadoras de dividendos. Também os autores Denis e Osobov

(2008) lançaram dúvidas relativamente à *catering theory*, mas observaram que a mesma oferece um suporte às teorias dos custos de agência ligadas em parte ao ciclo de vida das empresas.

### **2.1.10. Teoria da Agência**

Um dos pressupostos da teoria de irrelevância dos dividendos é a existência de uma sintonia de interesses entre todos os agentes no seio de uma empresa.

No entanto, quando os interesses do proprietário ou acionista que é quem delega o poder e o agente ou quem tem capacidade de decisão divergem, surgem os problemas de agência.

Os referidos problemas de agência, por sua vez, afetam o valor da empresa, pois as decisões do agente têm como objetivo maximizar a sua utilidade, podendo em determinadas circunstâncias colidir com os interesses dos acionistas ou proprietários.

Jensen e Meckling (1976) no seu trabalho *Theory of firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure* definiram a relação de agência como sendo um contrato sob o qual o proprietário contrata um agente para atuar em seu nome, delegando assim alguma autoridade na tomada de decisão.

O agente, ao ter autonomia na tomada de decisões, nem sempre atuará no interesse do principal, podendo utilizar o excesso de *cash flows* (*cash-flows* livres) para investir em projetos de rentabilidade duvidosa, por uma questão de gosto ou convencimento pessoal. Na linha de Jensen (1986), Guizani (2017) chegou a conclusão de que uma empresa com *free cash flow* excessivo está sujeita a conflitos de agência entre gestores e acionistas. O mesmo autor defende que pagando dividendos, as empresas reduzem os *free cash flows* que estão sob controlo dos gestores e que de outro modo, poderiam ser usados de forma inadequada e eventualmente em benefício pessoal direto ou indireto. O principal, para tentar mitigar esta possibilidade associada a decisões pouco racionais por parte do agente, pode estabelecer incentivos pecuniários em forma de remuneração dos agentes, vinculados ao aumento de riqueza dos acionistas, ou então, incorrer em custos de monitorização. Além disso, poderá haver mecanismos de compensação por parte do agente ao principal, caso se prove que o agente tomou determinadas decisões em prejuízo do principal.

Farinha e Soro (2012) advogam que enquanto na relação entre gestores e acionistas o acréscimo de pagamento de dividendos é um mecanismo que pode reduzir os custos de agência, na relação entre os acionistas e credores, o mesmo mecanismo pode contribuir para

aumentar os custos de agência do passivo. Neste caso, o acréscimo de dividendo provoca uma deslocação de riqueza do obrigacionista para o acionista, que gera deste modo os chamados custos de agência da dívida.

### **2.1.11. Teoria do *free cash flow***

De acordo com a hipótese do *free cash flow*, os gestores podem usar melhor ou pior os fluxos de caixa livre que têm sob o seu controlo. Isto pode levar ao excesso de investimentos em projetos com valor atual negativo, segundo Jensen (1986) e Jensen & Meckling, (1976). Estes investimentos podem reduzir a lucratividade e o valor da empresa, ajudando os gestores a controlar maior quantidade de lucros e a alargar a sua influência. Os gestores neste contexto evitam o escrutínio do mercado, dado que não existe necessidade de fundos externos para as despesas ou investimento.

Quanto fundos são fornecidos pelo mercado de capitais, existe maior partilha de informação, informação mais detalhada que tem de ser dada aos investidores no mercado de capitais. Por isso, os gestores preferem usar os *free cash flows* para investimentos em projetos de baixo retorno ou despender fundos ou fazer gastos desnecessários que estão mais alinhados com os próprios interesses pessoais, em vez de distribuir os *free cash flows* em forma de dividendos.

O pagamento dos dividendos é uma das ferramentas que permite reduzir os *free cash flows* e ajudar a combater os custos de agência. Os dividendos criam um mecanismo de disciplina sem intervenção direta dos acionistas. Da mesma forma, a obtenção de capital externo ajuda a controlar o problema de excesso de investimento. O pagamento de juros sobre dívidas também reduz o *free cash flow*, criando pressão e exigindo dos gestores critério disciplina das suas decisões.

A teoria de *free cash flow* argumenta que o financiamento externo e o pagamento de dividendos são ferramentas cruciais para manter o *free cash flow* sobre o controlo.

## **2.2. Estudos relacionados com o tema**

Ao longo dos últimos anos o número de estudos que relacionam a relevância de política de dividendos para combater os custos de agência nas empresas tem vindo a aumentar.

Sukkaew (2015) no seu trabalho *Agency Costs and Free Cash Flow Hypothesis of Dividend Payout Policy in Thailand* considera que a política de dividendos é uma boa solução para

resolver os problemas entre o principal e o agente, usando os *free cash flows* para distribuição de dividendos, reduzindo deste modo os custos de agência.

Para Easterbrook (1984), o problema de agência, na maioria dos casos, é resolvido pela política de dividendos, pois a tendência dos gestores é acumulação de lucro para utilidade pessoal em vez da compensação aos acionistas ou benefício do negócio. A política de dividendos é capaz de reduzir os problemas de agência, reduzindo o poder de decisão executiva e diminuindo assim os custos de agência.

Segundo Sukkaew (2015), existem duas abordagens capazes de reduzir os custos de agência. A primeira das abordagens chamada “*bonding*” consiste em criação de obrigações para o órgão executivo. Relativamente à segunda abordagem chamada “*monitoring*”, a mesma consiste na monitorização dos diretores executivos, de acordo com Morck *et al.* (1988).

Os autores Kadioglu e Yilmaz (2017), no seu trabalho *Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey?* seguindo a mesma lógica, consideram que os gestores são capazes de manipular *free cash flows* sobre seu controlo. O excesso de *free cash flow* pode levar os gestores ao excesso de investimentos com valor atual negativo.

Utilizando uma amostra de 227 empresas negociadas na Borsa Istanbul durante o período de 2008 e 2014 e aplicando o estudo em painel, os autores encontraram uma correlação negativa entre dividendos por ação e *free cash flows*. Para testar a hipóteses de *free cash flows* foram testadas as variáveis FCF - *free cash flow/total assets* como a variável dependente, LEV - *total debt/total assets*, LTLEV - *long-term debt/total debt* e DPS - *dividends per share* como as variáveis independentes e SIZE - *total asset logarithm* como a variável de controlo.

Conforme os autores, a hipótese de *free cash flow* defende que o pagamento de dividendos e financiamento da dívida são necessários para manter o *free cash flow* sob controlo e assim, alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas.

## **Capítulo 3 – Metodologia e dados**

Neste capítulo, através de uma análise estatística, procuramos responder ao objetivo da dissertação, ou seja, responder à questão de investigação: será que os custos de agência do capital próprio e o ciclo de vida em que se encontram as empresas influenciam a decisão de distribuir os dividendos? Para atingir o objetivo, o capítulo encontra-se estruturado com os seguintes pontos: identificação de amostra e dados recolhidos; explicação de metodologia de investigação utilizada, com a descrição das fontes de informação utilizadas e o processo de tratamento; estatística descritiva da amostra; descrição das hipóteses de investigação e análise e explicação das variáveis dependentes e independentes do estudo.

Assim, apresenta-se uma descrição do estudo empírico em questão, relativamente à metodologia, à amostra, às variáveis selecionadas e às hipóteses a testar para poder responder à questão acima referida.

### **3.1. Definição da amostra e dados recolhidos**

Para primeira análise, foram extraídos os dados do “Sistema de Análise de Balanços Ibéricos” (SABI). A amostra incidiu sobre o mercado bolsista nacional. Na amostra inicial recolhida constavam 56 empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa.

Posteriormente, foram eliminadas as empresas do setor financeiro, seguradoras e clubes desportivos, dado que as mesmas seguem regras de reporte e relato contabilístico diferentes das restantes, ficando com uma amostra de 50 entidades.

Adiante, devido a falta de informação crucial para o trabalho de investigação, foram eliminadas mais 7 empresas: Farminveste SGPS, S.A., Patris Investimentos, SGPS, S.A., Sociedade das Águas da Curia, S.A., Raize - Serviços de Gestão, S.A., Azorean - Aquatic Technologies, S.A., Fenalu - Gestão de Investimentos e Participações, S.A. e Gentlemen's Equity, S.A. Assim, a amostra ficou com um total de 43 entidades. Os dados retirados têm espaçamento temporal de 9 anos, são referentes ao período compreendido entre 2010 e 2018, sendo que nem todas as empresas apresentam os valores relativos a totalidade dos anos em análise.

Este espaçamento temporal foi escolhido devido ao facto de 2010 ser o primeiro ano em que as empresas passaram a seguir o SNC (Sistema Nacional Contabilístico), coincidindo igualmente com o facto de ser a partir desse ano que a base de dados SABI disponibiliza a

informação mais completa, numa base de comparação temporal mais fidedigna 2018, é à data, o último ano publicado de prestação de contas das empresas.

Relativamente a duas das variáveis definidas por nós, como evidenciando ou refletindo aspetos relacionados com os custos de agência, foram consultados os relatórios e contas das empresas da amostra.

O objetivo foi a recolha da informação sobre a percentagem de participação dos gestores no capital das empresas e da percentagem de participação dos cinco principais acionistas das empresas. Do mesmo modo, foi recolhida informação sobre a distribuição dos dividendos durante o período em análise.

Como a informação na base de dados SABI, não está completa, para recolha de informação sobre pagamentos de dividendos, variável fundamental neste estudo, foram consultados os relatórios de gestão no capítulo “Aplicação de Resultados” e confirmados nos demais mapas informativos do relatório e contas das empresas.

A seguir, quando não foi possível encontrar informação sobre distribuição de dividendos no capítulo “Aplicação de Resultados”, foram seguidamente consultados os mapas de fluxos de caixa das empresas em análise, sendo que as rubricas de dividendos distribuídos apresentados no mapa de fluxo de caixa no ano corrente dizem respeito à distribuição de dividendos relativos aos resultados do ano anterior.

Além da informação acima referida, foram extraídos do balanço e da demonstração dos resultados os seguintes dados: volume de negócios, total dos ativos, número de ações, cotação, amortização e resultado líquido do período das contas consolidadas registados no SABI.

Os dados que não foi possível extrair do SABI foram retirados dos relatórios e contas consolidados das referidas empresas. Esta foi a forma encontrada para poder complementar a base dados e para poder preencher as lacunas encontradas.

Com base nesses dados construímos outras variáveis tais como o *payout*, *Tobin Q*, nível de endividamento, tamanho e rendibilidade.

Da *Euronext Lisbon* foram recolhidos dados relativos à cotação das empresas no final de cada ano em análise, utilizando a última cotação disponível do ano.

## **3.2. Metodologia**

Depois de análise da literatura existente sobre o tema da investigação, que foi feita através da pesquisa em revistas de natureza científica, e livros, foi necessário recorrer à análise de dados com o propósito de fundamentar e testar as hipóteses subjacentes neste trabalho. Para lidar com a questão de saber quais os determinantes da decisão de distribuir dividendos usamos o modelo econométrico baseado em regressões *Logit* em dados de painel. Para analisar os determinantes do *payout*, usamos regressões múltiplas em dados de painel. Da mesma forma, foi necessário recorrer à análise descritiva das variáveis escolhidas, para poder perceber melhor a evolução das mesmas ao longo dos anos em análise.

## **3.3. Análise das tendências de evolução das principais variáveis**

No presente subcapítulo apresenta-se a análise das tendências de evolução das seguintes variáveis:

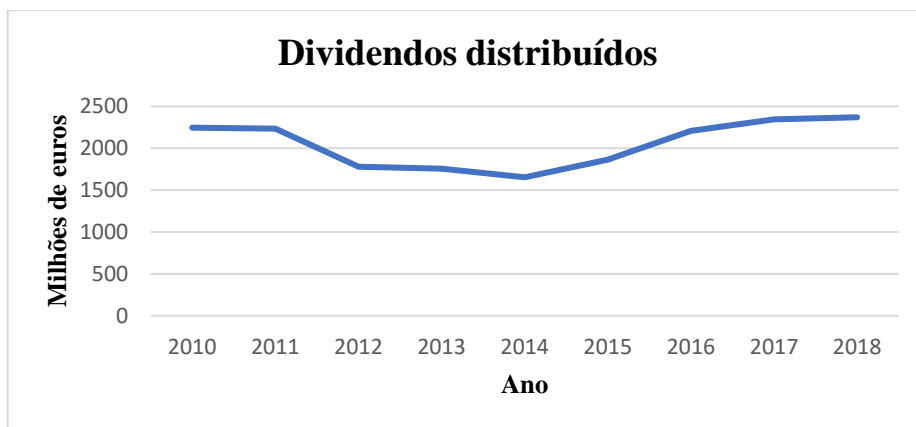
### **3.3.1 Pagamento de dividendos**

Tendo em conta a crise financeira que se acentuou no período compreendido entre 2011 e 2014 e considerando o gráfico 1, podemos concluir que a referida crise teve um impacto significativo no pagamento de dividendos.

As empresas da amostra, entre 2010 e 2011, distribuíram mais do que dois mil milhões de euros, diminuindo drasticamente o pagamento dos dividendos no período entre 2011 a 2014, chegando ao seu ponto mais baixo em 2014, ficando ligeiramente acima de um mil e quinhentos milhões de euros. A partir de 2014 a tendência das empresas foi aumentar a distribuição de dividendos, atingindo em 2018 valores muito perto de dois mil e quinhentos milhões de euros.

Considerando uma das conclusões do estudo de Lintner (1956), os gestores têm propensão para elevar os níveis de dividendos, apenas quando se sentem confortáveis relativamente futuro das empresas. Olhando para os valores de forma agregada, os últimos anos parecem ter criado expectativas mais positivas para os gestores, sobre o futuro das empresas

Com base no gráfico 1 podemos de alguma forma concluir que, em conformidade com a teoria de sinalização, os gestores das empresas passaram um sinal de que não se sentiam confortáveis relativamente aos resultados das empresas no período de crise, recuperando a confiança no futuro após a recuperação da economia e a saída da Troika.



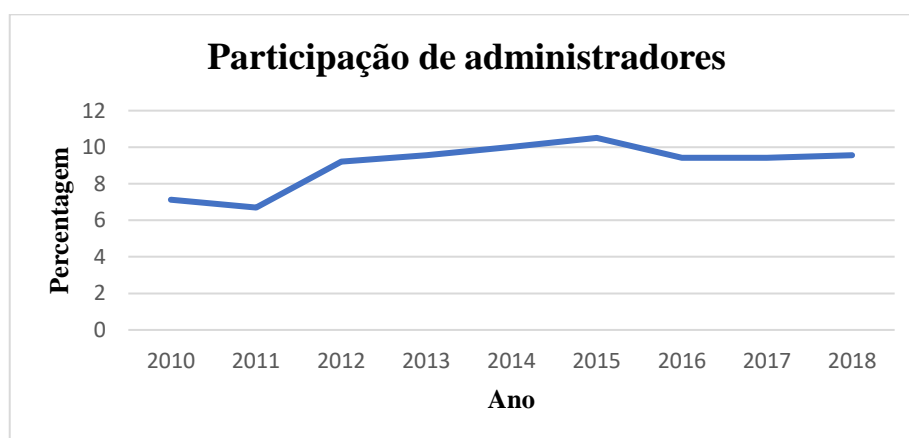
**Gráfico 1-** Montante dos dividendos distribuídos pelas empresas cotadas

*Fonte: Elaboração própria*

### 3.3.2 Percentagem de participação dos gestores

No gráfico 2 é representada a participação dos administradores no capital das empresas geridas. Podemos constatar que a crise anteriormente referida teve um impacto positivo na percentagem de participação da administração, tendo em conta que a mesma tem vindo a aumentar nos períodos entre 2011 e 2015. Em 2016 houve uma pequena descida, que ronda perto de 3 pontos percentuais, ficando mais ou menos estável no período compreendido entre 2016 e 2018.

O gráfico 2 mostra que, apesar da crise financeira, os gestores mantiveram a confiança sobre a evolução futura das empresas. Conforme a teoria de assimetria de informação, a gestão da empresa tem ao seu dispor informação privilegiada sobre a sua evolução, tendo maior conhecimento sobre os riscos inerentes ao negócio, à situação atual e perspetivas de evolução futuras.



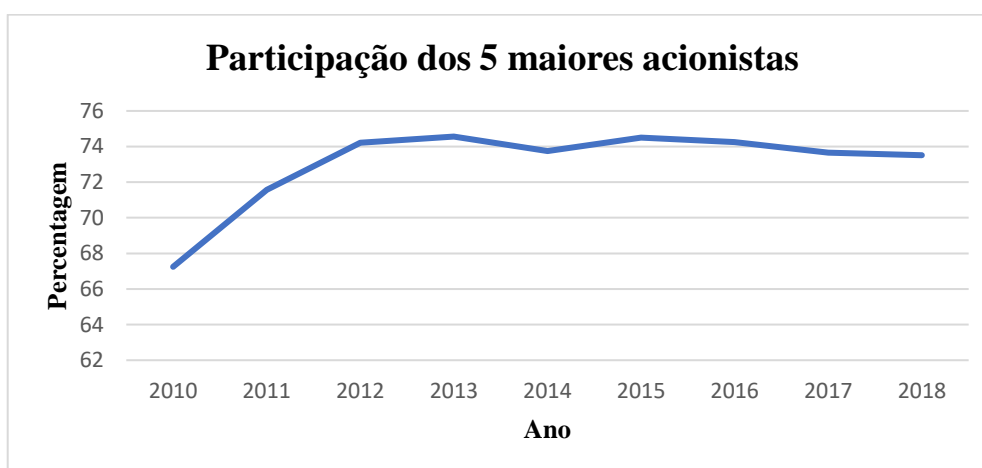
**Gráfico 2 -** Percentagem média de participação dos administradores no capital das entidades

*Fonte: Elaboração própria*

### 3.3.3 Percentagem de participação dos cinco maiores acionistas

Da mesma forma, que os administradores das empresas aumentam a percentagem de participação nas empresas os acionistas de referência tiveram comportamento idêntico no período crítico da crise financeira. O aumento de participação dos acionistas de referência pode significar que entre eles e os gestores possa haver informação privilegiada, em que ambos mostraram que tinham confiança na evolução futura das empresas portuguesas.

A participação aumentou drasticamente no período entre 2010 ao 2012, ficando praticamente inalterado nos períodos posteriores.



**Gráfico 3** - Percentagem média dos 5 maiores acionistas das entidades

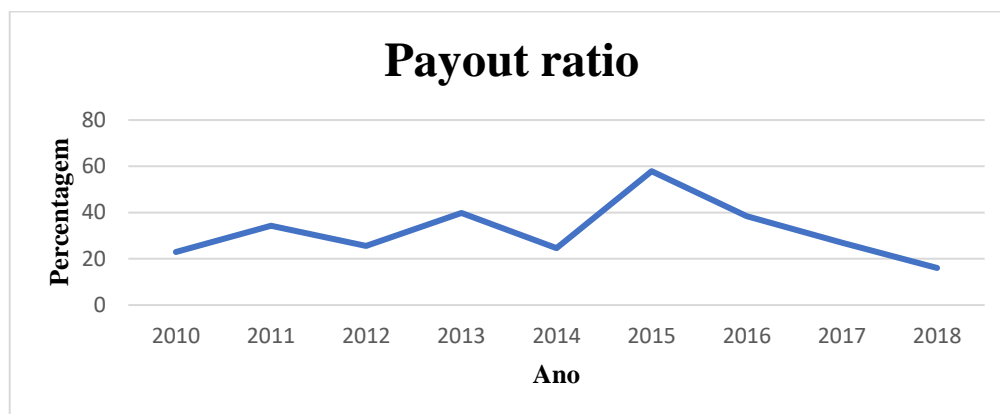
*Fonte: Elaboração própria*

### 3.3.4 Payout Ratio

O gráfico 4 mostra a evolução de *payout ratio* no período compreendido entre 2010 e 2018. Do referido gráfico podemos retirar a ideia de que entre 2010 e 2014 a política dos dividendos apresenta uma ligeira estabilidade, mantendo-se o *payout*, em média entre os 20 e 40 por cento. Houve um pico de distribuição dos resultados em 2015, chegando perto dos 60 por cento. Isto pode explicar-se com a recuperação de país e com a saída da crise financeira e da Troika. Após este período, a tendência é a diminuição do *payout*, chegando em 2018 a cerca de 15 por cento de resultados pagos em forma de dividendos.

Considerando estes dados, de forma agregada, podemos de alguma forma ser levados a concluir que, em geral, as empresas não têm uma política de distribuição de dividendos

muito bem definida. Esta volatilidade na política de dividendos pode ser explicada com a imaturidade da economia portuguesa, conforme Farinha e Soro (2012).



**Gráfico 4 - Payout ratio médio**

*Fonte: Elaboração própria*

### 3.4. Hipóteses

De acordo com a teoria da agência, o excesso de *cash flows* pode ser utilizado para investir em projetos de rentabilidade duvidosa, podendo provocar os conflitos de agência entre os gestores e acionistas (Guizani, 2017). Pagando dividendos, as empresas reduzem os *free cash flows* que poderiam ser usados de forma inadequada e eventualmente em benefício pessoal direto ou indireto.

Por sua vez e tendo em conta a teoria do ciclo de vida, os autores Fama e French (2001) defendem que os dividendos tendem a ser pagos por empresas já na sua fase de maturidade. As empresas que estão em fase de crescimento, com recursos financeiros limitados e elevadas oportunidades de investimento, optam por não distribuir dividendos ou pagar valores reduzidos. Outros autores como Brockman e Unlu (2011) chegaram à conclusão de que são os custos de agência que conduzem a uma procura de dividendos por parte de investidores.

Tendo em conta os objetivos da presente dissertação, com o objetivo de responder à questão de investigação em análise, pretende-se testar as seguintes hipóteses:

**H 1** – Os custos de agência do capital próprio e o ciclo de vida influenciam a decisão de distribuir dividendos;

**H 2** – O ciclo de vida em que se encontra a empresa determina o maior ou menor *Payout*;

**H 3** – Custos de agência do capital próprio influenciam o montante dos dividendos.

### **3.5. Descrição das variáveis**

Partindo do referencial teórico analisado na literatura existente, para poder alcançar os objetivos definidos nesta pesquisa, foram selecionadas as seguintes variáveis dependentes e independentes com objetivo de verificar se possuem poder explicativo.

Em conformidade com as hipóteses apresentados no capítulo anterior, as variáveis dependentes são as seguintes:

#### **PAYOUT**

*Dividend payout* (PAYOUT) evidencia a parte dos resultados líquidos do exercício distribuídos em forma de dividendos. Esta variável tem sido utilizada por vários autores, nomeadamente Lintner (1956), Ribeiro (2010) e Almeida *et al.* (2014).

Para medir a percentagem de pagamento do resultado líquido de empresa em forma de dividendos é utilizado o quociente entre o valor dos dividendos pagos no ano e os resultados líquidos obtidos no ano anterior, chamado vulgarmente *Dividend Payout*.

$$\text{PAYOUT} = \text{Dividendos}_t / \text{Resultados Líquidos}_{t-1} \quad (1)$$

#### **DPDIV - Decisão de pagar os dividendos**

A variável DPDIV é uma variável binária que evidencia o valor zero nos anos em que a empresa não paga dividendos e o valor um, nos anos em que a empresa distribui dividendos. Variável idêntica a esta, foi utilizada nos estudos empíricos dos cientistas Mahadwartha (2003) e Brockman e Unlu (2011).

Como variáveis independentes, foram definidas as seguintes variáveis:

#### **CF - Cash flows da empresa**

Numa empresa com *free cash flows* existe uma possibilidade de haver conflitos de agência. Os gestores com excesso de fluxos de caixa em seu poder são capazes de usar os fundos em próprio benefício. Segundo Neves (2002), o *cash flow* representa os meios financeiros líquidos gerados pelas atividades operacionais, de investimento e de financiamento externo que ficam disponíveis para os acionistas.

A literatura é divergente sobre como medir o *cash flow* de uma empresa. Alguns autores definam os *cash flows* como lucro operacional antes de depreciações, juros e impostos. Outros investigadores defendem que devemos ainda deduzir dos *cash flows* as despesas com juros e até os dividendos pagos (Guizani, 2017).

No presente estudo o *cash flow* é medido da seguinte forma, tendo em conta que temos na amostra empresas com tamanhos muito diferentes:

$$CF = (\text{Resultados Líquidos} + \text{Depreciações}) / \text{Ativo Total} \quad (2)$$

### **PADM - Percentagem de participação do conselho de administração no capital da empresa**

Esta variável corresponde à soma da percentagem de participação de todos os administradores no capital da mesma.

Quando maior esta percentagem maior é a coincidência entre a propriedade e a gestão e menores os custos de agência. Quando a participação é menor, maior os custos de agência.

Segundo Holder *et al.* (1998), à medida que a propriedade de administradores aumenta, os custos de agência diminuem. Segundo eles, esta participação tem relação negativa com *dividend payout*. Os resultados que foram obtidos pelos autores estão de acordo com a teoria de agência.

Os dados para esta variável foram obtidos nos relatórios e contas das empresas respetivas.

### **PCREF - Percentagem de participação dos cinco acionistas de referência**

A variável acima representa a percentagem de participação no capital da empresa por parte dos cinco maiores acionistas, os chamados acionistas de referência.

Os autores Holder *et al.* (1998) utilizaram a variável percentagem de participação para testar a influência desta variável nos custos de agência. Os autores chegaram à conclusão de que a participação dos principais acionistas está negativamente relacionada com *dividend payout*. As empresas com maior dispersão de ações ordinárias têm maiores custos de agência e maior *dividend payout* para controlar estes custos.

### **CRES - Crescimento**

As oportunidades de crescimento e de investimento das empresas é uma variável com elevada utilização nos estudos sobre os dividendos.

Tradicionalmente, as empresas com elevado nível de crescimento tendem a pagar menos dividendos, dado que necessitam de fundos financeiros para investir e para crescer.

Vários autores como Rozeff (1982), Fama & French (2001) entre outros, encontraram uma relação negativa entre o crescimento das empresas e os dividendos.

No entanto, conforme Farinha & Soro (2012), a recente crise financeira influenciou a relação entre dividendos e crescimento das empresas. Houve maior necessidade por parte das empresas de retenção de resultados para garantir maior solvabilidade. Por outro lado, para criar maiores laços de confiança com investidores, houve necessidade formação de uma política de dividendos estável com maiores índices de distribuição de resultados.

Para a presente dissertação foram usados como indicadores do crescimento os rácios de crescimento de vendas e crescimento de ativos totais.

$$\mathbf{CRES\_VEND} = (Vendas_n - Vendas_{n-1}) / Vendas_{n-1} \quad (3.1)$$

$$\mathbf{CRES\_AT} = (Ativo\ Total_n - Ativo\ Total_{n-1}) / Ativo\ Total_{n-1} \quad (3.2)$$

Como variáveis de controlo foram definidas seguintes variáveis:

### **TAMANHO - Dimensão da empresa**

A dimensão da empresa é uma das variáveis mais usadas em estudos no contexto da literatura empírica. Os autores Guizani (2017), Holder *et al.* (1998), Mahadwartha (2003) são alguns dos inúmeros autores a utilizarem esta variável nos seus estudos empíricos.

As empresas em fase de crescimento têm elevadas oportunidades de investimento, no entanto, possuem recursos financeiros limitados. Estas entidades optam por reter os *free cash flows* para fazer face às futuras despesas de investimento. Isto explica o facto de as empresas jovens, com elevadas oportunidades de investimento possuindo poucos recursos próprios, recorrerem com muita frequência aos empréstimos bancários ou empréstimos obrigacionistas. Estas empresas tendem a ser mais jovens e mais pequenas.

Já as empresas maduras, com quotas de mercado relativamente estáveis e poucas oportunidades de investimento não necessitam de capital alheio. Estas tipicamente são de maior dimensão, estão mais predispostas ao pagamento de dividendos visto que são expostas a menores custos de emissão de novos títulos no mercado, são mais lucrativas, conseguindo

assim acumular elevados *free cash flows* por já não possuírem grandes oportunidades de investimentos.

A variável TAMANHO, no presente trabalho, é calculada e definida como se segue;

$$\text{TAMANHO} = \text{Logaritmo (Ativo Total)} \quad (4)$$

### **EBITDA - Rendibilidade**

Para avaliar se os recursos de uma empresa são utilizados de maneira eficiente e se a mesma tem capacidade de gerar lucros, é utilizada a variável rendibilidade. No entanto, o impacto esperado desta variável diverge entre os diversos estudos existentes.

A teoria *trade-off* defende que existe uma relação positiva entre rendibilidade e endividamento. No caso das empresas mais lucrativas, é suposto aumentarem o endividamento para poderem aproveitar o benefício fiscal proporcionado pelo uso da dívida, visto que as mesmas apresentam menor risco de falência.

Conforme Frank & Goyal (2007) as empresas mais rentáveis com os custos de falência menores teriam maior capacidade de usar mais dívida. Porém, segundo os autores, as entidades preferem recorrer à dívida ou à emissão de ações apenas depois de esgotarem os fundos gerados internamente. Deste modo, as empresas mais rentáveis endividam-se menos, pois têm maior facilidade de financiamento. Esta corresponde à previsão da teoria da *pecking order* de Myers e Majluf (1984).

Por outro lado, a rentabilidade no momento atual transmitir ao mercado um sinal positivo. Da mesma forma, as entidades que se endividam transmitam igualmente um sinal que sinaliza existência de geração de fluxos de caixa no futuro que permitirão o cumprimento de serviço de dívida e a possibilidade de pagamento de dividendos no futuro, conforme a teorema de sinalização (Sukkaew, 2015).

No presente trabalho de dissertação, a rendibilidade é apresentada de seguinte forma:

$$\text{EBITDA} = \text{EBITDA} / \text{Ativo Total} \quad (5)$$

## **AF - Autonomia financeira**

O rácio de autonomia financeira permite analisar o grau de endividamento de uma empresa. Este indicador mostra a dependência das empresas de capitais alheios, sendo que esta análise não pode ser linear, pois tem que ter em consideração as características do setor de atividade em que a empresa se insere. Historicamente, as empresas mais antigas, que não têm muitas oportunidades de investimento e crescimento, têm maior autonomia financeira.

Conforme o Sukkaew (2015), a estrutura de capitais tem um papel importante na delimitação da capacidade de decisão dos executivos que têm influência na afetação dos fluxos de caixa livres das empresas. Além disso, ajuda reduzir os custos de agência que resultam do conflito de interesses entre gestores e acionistas. Os autores encontraram uma relação negativa entre a variável autonomia financeira e *dividend payout*, esse resultado está de acordo com a teoria de sinalização de acordo com Fama e French (2001).

O autor Ribeiro (2010), no seu estudo utilizou a variável AF para analisar o efeito da estrutura financeira da empresa na definição da política de dividendos.

O rácio da autonomia financeira é calculado de seguinte forma:

$$AF = \text{Capital Próprio} / \text{Ativo Total} \quad (6)$$

## **Q\_TOBIN**

O valor do Q de Tobin, segundo Koch e Shenoy (1999), permite classificar as empresas em três categorias consoante o seu valor de q:

Q=1: empresas «maximizadoras de valor», aproveitam todas as oportunidades disponíveis para a expansão rentável do seu negócio.

Q<1: empresas expostas a problemas de «sobreinvestimento», tendem a aplicar recursos em projetos destruidores de valor.

Q>1: empresas expostas a problemas de «subinvestimento», não estão a aproveitar todas as oportunidades lucrativas que possuem, podiam investir mais (Dias, 2015).

O Q de Tobin calcula-se de seguinte forma:

$$Q\_TOBIN = [\text{Ativo Total} - \text{Capital Próprio} + (\text{N}^\circ \text{ Ações} \times \text{Cotação})] / \text{Ativo Total} \quad (7)$$

## **IDADE**

Conforme referido na revisão de literatura, a teoria de ciclo de vida defende que as empresas atravessam várias fases e dadas as circunstâncias, optam por distribuir os rendimentos em forma de dividendos na sua maturidade, depois de esgotarem todas as oportunidades de investimento.

O autor Sukkaew (2015), no seu trabalho *Agency Costs and Free Cash Flow Hypothesis of Dividend Payout Policy in Thailand*, encontrou uma relação positiva com o *dividend payout*.

No nosso estudo a variável idade foi calculada tendo como referência a data de início de atividade da empresa.

Para calcular esta variável foi utilizada a seguinte fórmula:

$$\mathbf{IDADE} = \text{Ano corrente} - \text{Ano início atividade} + 1 \quad (8)$$

## **DIV\_AT**

A variável DIV\_AT (Dividendos distribuídos por ação) mostra o montante de dividendos distribuídos aos acionistas relativamente aos resultados gerados em cada um dos exercícios económicos.

Referida variável foi utilizada para testar os determinantes dos dividendos pelos autores como Lintner (1956), Ribeiro (2010) e Naceur *et al.* (2006), entre outros.

Esta variável é calculada através do seguinte rácio:

$$\mathbf{DIV\_AT} = \text{Dividendos} / \text{Ativo Total} \quad (9)$$

De referir que para evitar problemas de heteroscedasticidade, as variáveis CF e DIV\_AT foram obtidas através de rácio entre as referidas variáveis e ativos totais. Esta divisão permite-nos normalizar os dados obtidos nas empresas.

## Capítulo 4 – Resultados

No presente capítulo serão apresentados os resultados obtidos após o tratamento de dados, sendo feita a análise dos mesmos. Conforme referido anteriormente, procedemos à estimação dos modelos com base em regressões logísticas e regressões lineares múltiplas.

### 4.1. Estatística descritiva dos dados

Na tabela 1 apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis em análise.

**Tabela 1** - Estatística descritiva das variáveis

Variável	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
<b>PADM</b>	9,08	18,31	0,00	70,98
<b>PCREF</b>	73,06	19,38	0,00	100,00
<b>CRES_VEND</b>	4,05	76,23	-100,00	1253,82
<b>CRES_AT</b>	-0,60	15,62	-89,86	79,36
<b>PAYOUT</b>	0,32	0,82	-5,67	10,74
<b>IDADE</b>	36,22	22,75	2,00	107,00
<b>DPDIV</b>	0,56	0,50	0,00	1,00
<b>AF</b>	0,88	10,50	-1,44	201,11
<b>Q_TOBIN</b>	4,49	52,47	-200,09	719,49
<b>TAMANHO</b>	13,14	1,91	7,87	18,33
<b>EBITDA</b>	0,08	0,08	-0,53	0,62
<b>CF_AT</b>	0,04	0,23	-3,00	1,54
<b>DIV_AT</b>	0,01	0,03	0,00	0,23

*Fonte: Elaboração própria*

De uma forma resumida, na tabela 1 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis usadas no estudo. Chegou-se à conclusão de que, em média, a participação dos administradores no capital das empresas é cerca de 9%, sendo que os valores mínimos e máximos podem variar entre 0 e 71 pontos percentuais, apresentado assim o desvio-padrão cerca de 18%. Do mesmo modo, os mínimos e máximos da participação de acionistas de referência varia entre 0% e 100%, apresentando valor médio de 73% e desvio-padrão de cerca 19% isto significa que, existe uma variação significativa em relação à média.

Enquanto a variável IDADE apresenta um desvio-padrão de cerca 23 anos o que significa uma grande variação em relação à média da idade das empresas da amostra no nosso estudo.

Isto também se pode verificar através de valores mínimos e máximos. A idade das empresas varia entre 2 e 107 anos, apresentando o valor médio de 36 anos aproximadamente.

A média de PAYOUT é de 32% evidenciando uma enorme variação entre as diversas observações pois apresenta o desvio-padrão de 82%. Os valores mínimos negativos significam que pelo menos uma empresa da amostra dividendos com resultados líquidos do exercício negativos, deste modo, os valores mínimos e máximos do PAYOUT variam entre -6% e 11%.

A variável DPDIV funcionando como variável binária apresentando os valores de 1 e 0, a média desta variável evidencia o valor de 0,56 o que quer dizer que em 56% das observações as empresas pagaram dividendos.

## 4.2. Análise dos Resultados

Por forma a testar a hipótese 1 estimámos o modelo representado na equação 10, sendo este uma regressão logística, tendo sido estimada seguindo o modelo de efeitos aleatórios ou *random-effect*:

$$\begin{aligned} \text{DPDIV} = & \alpha + \beta_1 \text{PADM} + \beta_2 \text{PCREF} + \beta_3 \text{CF} + \beta_4 \text{IDADE} + \beta_5 \text{TAMANHO} + \\ & + \beta_6 \text{EBITDA} + \beta_7 \text{Q\_TOBIN} + \beta_8 \text{AF} + \beta_9 \text{CRES\_VEND} + \\ & + \beta_{10} \text{CRES\_AT} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (10)$$

Foram construídos os modelos onde a variável explicada é a decisão de pagar os dividendos. Esta variável é uma variável dicotómica que assume o valor 1 no caso de a empresa distribuir dividendos e 0 se a empresa não distribuiu dividendos.

Os resultados obtidos estão apresentados na tabela seguinte.

**Tabela 2** - Determinantes do pagamento dividendos

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<b>PADM</b>	0,0512 (2,06)**	0,0508 (2,04)**	0,0512 (2,06)**	0,0521 (2,01)**	0,0488 (1,9)*	0,0489 (1,90)*
<b>PCREF</b>	-0,0490 (-2,10)**	-0,0507 (-2,20)**	-0,0493 (-2,12)**	-0,0546 (-2,24)**	-0,0539 (-2,25)**	-0,0537 (-2,24)**
<b>CF_AT</b>	-0,4326 (-0,53)		-0,4309 (-0,53)	1,3548 (0,45)	1,7125 (0,56)	1,7262 (0,56)
<b>IDADE</b>	0,0524 (2,21)**	0,0515 (2,17)**	0,0522 (2,21)**	0,0557 (2,22)**	0,0525 (2,09)**	0,0518 (2,04)**
<b>TAMANHO</b>	1,2055 (3,81)***	1,1747 (3,73)***	1,2067 (3,83)***	1,2652 (3,63)***	1,2285 (3,55)***	1,2134 (3,46)***
<b>EBITDA</b>	12,9121 (2,90)***	12,2466 (2,86)***	12,8819 (2,89)***	11,1571 (1,91)*	10,1802 (1,70)*	10,0493 (1,67)**
<b>Q_TOBIN</b>		0,0004 (-0,05)				-0,0065 (-0,16)
<b>AF</b>			-0,0164 (-0,23)	-0,0164 (-0,23)	-0,0164 (-0,23)	-0,0232 (-0,28)
<b>CRES_VEND</b>				-0,0032 (-0,89)	-0,0036 (-0,75)	-0,0036 (-0,75)
<b>CRES_AT</b>					0,0207 (0,97)	0,0210 (0,98)
<b>Observações</b>	365	365	365	360	360	360

As estatísticas t estão entre parêntesis. O símbolo \* significa que os coeficientes das variáveis são estatisticamente significativos ao nível de 10%, \*\* a 5% e \*\*\* a 1%

*Fonte: Elaboração própria*

A tabela 2 acima exposta apresenta os coeficientes estimados para equação 10 a partir de uma regressão logística, usando dados em painel e seguindo o modelo de efeitos aleatórios.

Observando a tabela, pode-se verificar que a variável PCREF (percentagem de participação dos 5 maiores acionistas) está, sistematicamente nas diversas regressões, negativamente relacionada com a decisão de pagar os dividendos, com a significância estatística de 5%. Quanto maior o peso dos acionistas de referência maior a probabilidade de as empresas não pagarem dividendos. A introdução ou a retirada de variáveis nas diversas regressões não fez

alterar a significância estatística desta variável. Estes resultados podem ser entendidos como expressando a ideia de que à medida que aumenta a participação dos acionistas de referência, aumenta a sua capacidade de influência sobre os gestores e com isto os mesmos sentem menor necessidade ou incentivo para receber o pagamento de dividendos. O aumento de controle pode proporcionar-lhes outras formas de remunerações ou dar-lhes outras perspectivas a longo prazo.

Analisando a variável PADM (percentagem de participação dos administradores), podemos concluir que esta variável está também sistematicamente, relacionada positivamente com a decisão de pagar dividendos, embora com uma significância estatística entre 5% e 10%. Nas empresas em que os administradores têm maior percentagem de participação no capital da empresa, a probabilidade para estas pagarem dividendos aos acionistas aumenta. Ao aumentar a participação dos gestores no capital reduz-se o conflito de agência. Estes resultados demonstram que os gestores, quando proprietários, têm menos incentivo para manter resultados retidos na empresa.

Estas evidências em especial no que concerne à variável PADM, poderá de certa forma estar em consonância com Jensen (1986), isto é, os gestores ao tornarem-se proprietários reduzem o conflito de interesses entre agente e principal e tornam a decisão de distribuir dividendos mais racional, aumentando a probabilidade na sua distribuição.

A variável IDADE apresenta uma relação positiva com a probabilidade da empresa tomar a decisão de pagar dividendos com significância estatística de 5%. Estes resultados estão de acordo com a teoria de ciclo de vida, em que as empresas com maior maturidade, mais estáveis têm maior propensão e capacidade para pagar dividendos.

Em todas as equações, a variável TAMANHO representa relação positiva com a probabilidade de a empresa pagar dividendos, com significância estatística de 1%. Estas evidências significam que as empresas mais estáveis, mais conhecidas no mercado, de maior dimensão, eventualmente com menos limitações financeiras têm maior propensão de pagar dividendos. Estes resultados estão em linha com a teoria residual que advoga que as empresas de grande dimensão, mais rentáveis e mais antigas são que têm maior probabilidade para distribuir dividendos, visto que as oportunidades de investimentos das mesmas são inferiores, por comparação com as empresas em crescimento, e, portanto, conseguem libertar maiores quantias de fluxos de caixa.

A variável EBITDA apresenta-se estatisticamente significativa entre 1% e 10%. Em todas as equações a sua relação com a probabilidade de distribuir dividendos é positiva. As empresas com maior rentabilidade operacional têm maior propensão de pagar dividendos. Estes resultados, conjuntamente com os observados para as variáveis TAMANHO e IDADE, estão de acordo com as teorias ciclo de vida e teoria residual, na medida em que as empresas ao terem maior rentabilidade também têm melhores possibilidades de acumular os *free cash flows*, e a partir deles proceder ao pagamento de dividendos.

As restantes variáveis, pelos dados obtidos, não influenciam a probabilidade das empresas pagarem dividendos, na medida em que os coeficientes não evidenciam significância estatística.

Os resultados empíricos obtidos na tabela 2, revelam que podemos aceitar a nossa hipótese H1, ou seja, a decisão de pagamento de dividendos é influenciada pelo ciclo de vida das empresas e os custos de agência do capital próprio.

Por forma a testes as hipóteses 2 e 3, procedeu-se à estimação dos dois modelos abaixo, em que as variáveis a explicar são o rácio de PAYOUT e a percentagem de dividendos (DIV\_AT), usando para este efeito regressões lineares múltiplas.

$$\text{PAYOUT} = \alpha + \beta_1 \text{PADM} + \beta_2 \text{PCREF} + \beta_3 \text{CF} + \beta_4 \text{TAMANHO} + \beta_5 \text{AF} + \beta_6 \text{EBITDA} + \beta_7 \text{Q\_TOBIN} + \beta_8 \text{IDADE} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

$$\text{DIV\_AT} = \alpha + \beta_1 \text{PADM} + \beta_2 \text{PCREF} + \beta_3 \text{CF} + \beta_4 \text{TAMANHO} + \beta_5 \text{AF} + \beta_6 \text{EBITDA} + \beta_7 \text{Q\_TOBIN} + \beta_8 \text{IDADE} + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

**Tabela 3** - Determinantes da política de dividendos

A tabela 3 representa o resultado da regressão mínimos quadrados generalizados do modelo de regressão linear das variáveis dependentes PAYOUT e DIV. Variável PAYOUT representa a percentagem de resultados distribuídos. Variável DIV representa a decisão de distribuir maior ou menor quantidade de dividendos.

	<b>PAYOUT</b>	<b>DIV_AT</b>
<b>PADM</b>	0,001 (0,50)	0,000 (2,83)***
<b>PCREF</b>	-0,002 (-0,93)	0,000 (0,53)
<b>CF_AT</b>	0,058 (0,27)	-0,004 (-0,88)
<b>IDADE</b>	0,001 (0,80)	0,000 (2,18)**
<b>TAMANHO</b>	0,062 (2,35)**	0,002 (2,16)**
<b>EBITDA</b>	1,388 (2,12)**	0,065 (3,41)***
<b>Q_TOBIN</b>	0,000 (0,20)	-0,000 (-0,01)
<b>AF</b>	-0,001 (-0,33)	0,000 (0,05)
<b>R2</b>	0,385	0,210

As estatísticas t estão entre parêntesis. Os símbolos \*, \*\* e \*\*\* significam significância estatística a 10%, 5% e 1% respetivamente.

**Fonte:** Elaboração própria

Os resultados da tabela 3 revelam que, com poder explicativo de 38,5%, a percentagem de PAYOUT é influenciada positivamente pelo TAMANHO e pelo EBITDA, com significância estatística de 5%. Estes resultados mostram que, de acordo com a teoria do ciclo de vida, as empresas mais rentáveis, mais maduras e estabelecidas são as que optam pela distribuição de dividendos, pagando o *payout* mais elevado.

Com isto, aceitamos a nossa hipótese H2 em que o ciclo de vida em que se encontra a empresa determina o maior ou menor *payout*.

Considerando a regressão da coluna 2 relativa à variável DIV\_AT, para a decisão de distribuir uma quantidade maior ou menor de dividendos, as variáveis TAMANHO e IDADE influenciam positivamente com significância de 5%, enquanto as variáveis PADM e EBITDA influenciam igualmente de forma positiva a variável DIV\_AT, mas com significância estatística a 1%. Esta regressão mostra igualmente um R2 elevado em redor de 21%.

Com isto, podemos concluir que a nossa hipótese H3 foi aceite, uma vez que custos de agência de capital próprio influenciam a política de dividendos.

## Capítulo 5 – Conclusão

A política de dividendos é um dos temas com maior interesse por parte dos investigadores na área das finanças empresariais.

Os estudos existentes sobre este tema não têm uma conclusão consensual, sendo usual chamar-se à política de dividendos *dividend puzzle*, pois quanto mais estudos se fazem relativamente este tema, mais peças não se encaixam.

O maior objetivo da presente dissertação é obter um contributo para a investigação deste tema, tentando verificar qual a influência dos custos de agência do capital próprio e do ciclo de vida, na decisão de distribuir os dividendos, tendo por base uma amostra de 43 empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*.

Após estimação do nosso modelo econométrico, chegámos à conclusão de que nenhuma das nossas hipóteses é rejeitada.

Com base nos resultados obtidos podemos concluir que a decisão de distribuir dividendos é influenciada pelos custos de agência do capital próprio e pelo ciclo de vida em que se encontra empresa.

Mostrámos que a variável PCREF, representando a percentagem de participação dos 5 maiores acionistas, tem uma relação negativa com a probabilidade de distribuir dividendos. Por seu turno, a variável PADM (percentagem de participação dos gestores no capital da empresa) evidenciou uma relação positiva com a probabilidade de a empresa vir a distribuir resultados em forma de dividendos.

Esta conclusão poderá estar em linha com as recomendações de Jensen (1986) relativamente à política sugerida para as empresas que libertam cash-flows excedentários. Os gestores ao aproximarem-se da posição de proprietários podem tornar a decisão de distribuir dividendos mais racional, dado que diminui o conflito de interesses entre gestores e proprietários.

Do mesmo modo, as variáveis IDADE, TAMANHO e EBITDA têm relação positiva com a decisão de distribuição de dividendos, indo em linha com as teorias residual e ciclo de vida.

Quando estimámos o modelo em que a variável dependente é o PAYOUT, chegámos à conclusão de que o *payout* é determinado pelo TAMANHO e pela rendibilidade. Estes resultados estão de acordo com a teoria de ciclo de vida apresentada anteriormente. As variáveis TAMANHO e EBITDA estão positivamente relacionadas com o *payout* com

significância estatística de 1%, o que significa que as empresas maduras, com estrutura estabelecida e maior rentabilidade, conseguem oferecer *payout* mais elevado, pois já não necessitam de tantos recursos para investimentos futuros.

No que diz respeito aos determinantes do montante dos dividendos, ao analisarmos se os custos de agência de capital próprio influenciam a política de dividendos das empresas, chegamos a conclusão de que variável PADM tem influência na política de dividendos. No entanto a variável PCREF não se mostrou estatisticamente significativa para a definição de política da empresa. Isto pode ser entendido considerando que os acionistas de referência ao aumentarem a sua influência sentem menor incentivo para receber o pagamento de dividendos, ou seja, ficam indiferentes ao *payout* e ao valor dos dividendos.

Apesar de que a variável PCREF não mostrar uma influência significativa para política de dividendos, não rejeitamos a nossa hipótese H3, na medida em que a variável PADM tem significância estatística na política de dividendos.

Apesar do interesse das conclusões acima apresentadas salientamos algumas limitações relacionadas com a disponibilidade de informação. A maior limitação que foi encontrada foi a falta de informação crucial no base de dados “Sistema de Análise de Balanços Ibéricos” (SABI) que, em parte, foi ultrapassada com as pesquisas manuais nos relatórios e contas das empresas.

Verificaram-se ainda limitações associados ao facto de não haver relato financeiro detalhado, por parte das empresas não cotadas, ficando assim com uma amostra relativamente pequena, de apenas 43 entidades.

Recomenda-se que os estudos futuros possam abranger amostras de maior dimensão e um período temporal mais alargado. O estudo também pode ser melhorado com incorporação de mais variáveis de controlo por forma a obter resultados mais fidedignos.

## Referências Bibliográficas

- Abrutyn, S., & Turner, R. (1990). Taxes and Firms' Dividend Policies: Survey Results. *National Tax Journal*, 43(4), 491-496.
- Almeida, L. A., Tavares, F. O., & Pereira, E. T. (2014). Determinantes da Política de Dividendos em Portugal. *Revista Universo Contábil*, 162-181. doi:10.4270/ruc.2014435
- Almeida, L. A., Tavares, F. O., & Pereira, E. T. (2015). Efeito Subprime na Distribuição de Dividendos em Portugal. *Revista de Administração FACES Journal*, 14, 10-25. Disponível em <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=194042558002>
- Baker, K. H., Kilincarslan, E., & Arsal, A. H. (2018). Dividend policy in Turkey: Survey evidence from Borsa Istanbul firms. *Global Finance Journal*, 35, 43-57. Disponível em <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.04.002>
- Barra, T. I. (2015). *As Políticas de Distribuição de Dividendos: O caso das empresas do PSI-20 e do BEL-20*. Instituto Politécnico de Bragança. Bragança: Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças.
- Barreto, A. (2011). O Impacto da Política de Dividendos no Valor de Mercado da Empresa: O Caso das Empresas Cotadas na Euronext Lisbon - Portugal. (U. d. Algarve, Ed.) *Mestrado em Finanças Empresariais*.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/3003330>
- Bhattacharya, S. (1988). Corporate Finance and the Legacy of Miller e Modigliani. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4) 135-147.
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
- Brennan, M. J. (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 417 - 427.
- Brockman, P., & Unlu, E. (2011). Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. *Journal of Banking & Finance*, 35, 1610-1625.

- DeAngelo, L., De Angelo, H., & Struz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*(81), 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), 62-82.
- Dias, T. M. (2015). A Sustentabilidade Empresarial como Estratégia Para a Criação de Valor. *Dissertação para à obtenção do grau de Mestre em Gestão e Empreendedorismo*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa.
- Duarte, T. (2009). A possibilidade da investigação a 3: reflexões sobre triangulação (metodológica). (C. e.-W. PAPER, Ed.) *CIES e-WORKING PAPER*, p. 6.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, 650 - 659. Disponível em <http://dx.doi.org/10.2307/1805130>
- Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Farrar, D., & Selwyn, L. (1967). Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors. *National Tax Journal*, Vol. 20(No. 4), 444 - 454.
- Farinha, J., & Soro, M. (2012). *Dividendos e Recompra de Ações - da teoria à prática*. Porto: Vida Económica - Editora, SA.
- Fernandes, D., & Ribeiro, A. (2019). Fatores Determinantes da Política de Distribuição de Dividendos: Evidência Empírica para as Empresas não Financeiras da Euronext Lisbon. *Estudos do ISCA - Série IV N° 7*.
- Frank, M., & Goyal, V. (2007). Corporate Leverage; How Much Do Managers Really Matter? *SSRN Eletronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.971082
- Freire, H. V., Zatta, F. N., Dalmácio, F. Z., Louzada, L. C., & Nossa, V. (2005). Dividendos e Lucros Anormais: Um Estudo nas Empresas Listadas na Bovespa. *R. Cont. Fin. - USP, São Paulo*(39), 47-67.

Gordon, M. (1962). The Savings Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), The Review of Economics and Statistics. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/1926621>

Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/1927792>

Guizani, M. (2017). Free cash flow, agency cost and dividend policy of sharia-compliant and non-sharia-compliant firms. *International Journal of Economics and Management*, 11(2), 355-370.

Holder, M., Langrehr, F., & Hexter, J. L. (1998). Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, 27(3), 73-82.

Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/1818789>

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. Disponível em [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance*, Vol. 40(No. 4), 1053-1070. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/2328394>

Kadioglu, E., & Yilmaz, E. A. (2017). Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey? *Borsa İstanbul Review* 17-2, 111 - 116. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1016/j.bir.2016.12.001>

Kuzucu, N. (2015). A Survey of Managerial Perspective on Corporate Dividend Policy: Evidence from Turkish Listed Firms. *International Journal of Research n Business and Social Science IJRBS*, 4(2), 1-19.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance* 55(1), 1-33. Disponível em <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>

- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/1910664>
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
- Mahadwartha, P. A. (2003). Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Managerial Ownership: an Agency Theory Perspective. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 18(3), 288-297.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Assymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(1), 1031-1051. Disponível em <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Monteiro, M. S. (2012). Avaliação de Empresas - Aplicação do Método dos Fluxos de Caixa a uma PME.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), 293-315.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 187-221. Disponível em [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Naceur, S. B., Goaid, M., & Belanes, A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*(6: 1-2), 1-23.
- Ozuomba, C., Anichebe, A., & Okoye, P. (2016). The effect of dividend policies on wealth maximization – a study of some selected plcs. *Accounting, Corporate Governance & Business Ethics Research Article*, 1-15. Disponível em <https://doi.org/10.1080/23311975.2016.1226457>
- Pawan, J., & Quentin, C. C. (2014). Dividend clienteles: a global investigation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42, 509-534. doi:10.1007/s11156-013-0351-2

- Peixoto, A. F. (2017). *A Estrutura de Capital da Indústria Hoteleira em Portugal: 4 e 5 Estrelas*. Lisboa: Instituto Superior de Contabilidade e Administração.
- Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de dividendos Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na "Euronext Lisbon". *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9, 15-25.
- Rozeff, M. (1982). Growth, beta and agency costs. As determinants of dividend payout ratios. *The Journal of Financial Research*.
- Santos, J. F., & Galvão, K. D. (2015). Política de Dividendos e Seus Fatores Determinantes: Evidenciando a Ausência de Consenso Teórico-Empírico. *Rev. FAE, Curitiba*, 18(1), 52-69.
- Shapiro, S. (2005). Agency Theory. *The Annual Review of Sociology*, 263-284.
- Sukkaew, D. (2015). Agency Costs and Free Cash Flow Hypothesis of Dividend Payout Policy in Thailand. *Review of Integrative Business & Economics Research*, 4(2), 315 - 327.
- Vieito, J. P., & Maquieira, C. P. (2010). *Finanças Empresariais Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.

## Anexos

### Anexo 1 - Listagem das entidades da amostra

Nº	Nome da empresa	NIPC	ISIN code
1	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.	500697256	PTEDP0AM0009
2	THE NAVIGATOR COMPANY, S.A.	503025798	PTPTI0AM0006
3	JERÓNIMO MARTINS - SGPS, S.A.	500100144	PTJMT0AE0001
4	CTT - CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.	500077568	PTCTT0AM0001
5	GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	504499777	PTGAL0AM0009
6	TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.	500239037	PTSCT0AP0018
7	REN - REDES ENERGÉTICAS NACIONAIS, SGPS, S.A.	503264032	PTFRV0AE0004
8	CONDURIL - ENGENHARIA, S.A.	500070210	PTCDU0AE0003
9	SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTÃO, SGPS, S.A.	502593130	PTSEM0AM0004
10	NOS, SGPS, S.A.	504453513	PTZON0AM0006
11	ALTRI, SGPS, S.A.	507172086	PTALT0AE0002
12	SONAE - SGPS, S.A.	500273170	PTSON0AM0001
13	OLI - SISTEMAS SANITÁRIOS, S.A.	500578737	PTOIR0AE0003
14	CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.	500077797	PTCOR0AE0006
15	RAMADA - INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A.	508548527	PTRED0AP0010
16	TEIXEIRA DUARTE, S.A.	509234526	PTTD10AM0000
17	MOTA - ENGIL, SGPS, S.A.	502399694	PTMEN0AE0005
18	COPAM - COMPANHIA PORTUGUESA DE AMIDOS, S.A.	500076138	PTALT0AE0002
19	LUZ SAÚDE, S.A.	504885367	PTEPT0AM0005
20	SONAE INDÚSTRIA, SGPS, S.A.	506035034	PTS3P0AM0025
21	GRUPO MEDIA CAPITAL - SGPS, S.A.	502816481	PTGMC0AM0003
22	GLINTT - GLOBAL INTELLIGENT TECHNOLOGIES, S.A.	503541320	PTPAD0AM0007
23	SONAECON - S.G.P.S., S.A.	502028351	PTSNCOAM0006
24	NOVABASE - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	502280182	PTNBA0AM0006
25	LISGRÁFICA - IMPRESSÃO E ARTES GRÁFICAS, S.A.	500166587	PTLIG0AE0002
26	SOCIEDADE COMERCIAL OREY ANTUNES, S.A.	500255342	PTORE0AM0002
27	SUMOL+COMPAL, S.A.	500277486	PTSMLOAM0009
28	COFINA - SGPS, S.A.	502293225	PTCFNOAE0003
29	COMPTA - EQUIPAMENTOS E SERVIÇOS DE INFORMÁTICA, S.A.	500069891	PTCOM0AE0007
30	SONAGI, SGPS, S.A.	500067724	PTSNG0AM0007
31	ESTORIL-SOL, SGPS, S.A.	500101221	PTESO0AM0000
32	IMPRESA - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	502437464	PTIPR0AM0000
33	INAPA - INVESTIMENTOS, PARTICIPAÇÕES E GESTÃO, S.A.	500137994	PTINA0AP0008
34	IBERSOL - SGPS, S.A.	501669477	PTIBS0AM0008
35	SAG GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEL GLOBAIS, SGPS, S.A.	503219886	PTSAG0AE0004
36	ISA - INTELLIGENT SENSING ANYWHERE, S.A.	502448911	PTIAN0AM0001
37	MARTIFER - S.G.P.S., S.A.	505127261	PTMFR0AM0003
38	VAA - VISTA ALEGRE ATLANTIS, SGPS, S.A.	500978654	PTVAA0AE0001
39	LITHO FORMAS, S.A.	500166773	PTLIT0AE0005
40	IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO-PARÁ, S.A.	500136971	PTGPA0AP0007
41	SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.	508276756	PTSNP0AE0008
42	REDITUS - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.	500400997	PTRELOAM0008
43	PHAROL - SGPS, S.A.	503215058	PTPTCOAM0009