

Estrutura de propriedade e incentivos de *catering* para os dividendos nos países da zona euro

António Carlos Gomes Dias y Maria Elisabete Duarte Neves

Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro
Centro de Estudos Transdisciplinares para o Desenvolvimento
Instituto Politécnico de Coimbra
Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra

Este artigo é construído sobre as predições da teoria de *catering* de dividendos e examina a interação entre os incentivos e a estrutura de propriedade em um contexto comportamental com a percepção do investidor nos dividendos. Temos a intenção de avaliar como a estrutura de propriedade afeta a disposição das empresas em países da zona euro para ajustar seus pagamentos aos sentimentos dos investidores. Para atingir este objetivo, propomos um modelo de dividendos que incorpora uma variável ao nível de empresas para aproximar-se o efeito de *catering*. Os resultados da estimação do modelo usando o GMM revelam um efeito de interação entre as variáveis de *catering* e de propriedade, especialmente no nível de propriedade e da interação entre o primeiro e o segundo maior acionista, tendo em conta a existência uma colusão ou controvérsia entre eles.

Palavras-chave: *catering*, dividendos, pagamentos, estrutura de propriedade

Ownership structure and dividend catering incentives in eurozone countries

This paper is built upon the predictions of the catering theory of dividends and examines the interaction effect between catering incentives and corporate ownership structure in a behavioral context with investor's perceptions for dividends. We intend to evaluate how the ownership structure affects the disposition of companies in Eurozone countries to adjust their payouts to the investors' sentiments. To achieve this aim, we propose a dividend model that incorporates a variable at a firm-level proxying for the catering effect. The results from the estimation of the model by using the GMM reveal an interaction effect between catering and ownership variables, particularly the level of insider ownership and the interaction between the first and second largest shareholders, taking into account whether there is collusion or contestability between them.

Keywords: catering, dividends, payout, ownership structure

Estructura de la propiedad e incentivos de *catering* para el reparto de dividendos en los países de la zona euro

Este artículo está construido sobre las predicciones de la teoría de *catering* de dividendos y examina la interacción entre los incentivos para el *catering* y la estructura corporativa de propiedad, en un contexto conductual, con la percepción de los inversores respecto al reparto de dividendos. Tratamos de evaluar como la estructura de propiedad afecta la disposición de las empresas en los países de la zona euro para modificar los pagos según los sentimientos de los inversionistas. Para lograr esto, proponemos un modelo de dividendos que incorpora una variable *proxy* a nivel de firma para captar el efecto *catering*. Los resultados de la estimación del modelo usando el GMM revelan un efecto de interacción entre el *catering* y las variables de propiedad, particularmente en el nivel de participación de los accionistas y la interacción entre los dos principales accionistas, tomando en cuenta la alguna posible colusión o disputa entre ellos.

Palabras clave: reparto, dividendos, pago, estructura de propiedad

1. Introdução

Desde o início dos anos 1980 um grande número de artigos científicos têm apresentado explicações alternativas para desvendar o papel desempenhado pela estrutura de propriedade na determinação da política de distribuição de dividendos por parte das empresas (ver Baker, Stein & Wurgler, 2003; Bohren *et al.*, 2012; Arshad *et al.*, 2013).

Os dividendos revelam-se ao longo de décadas como um *puzzle* e desde Miller e Modigliani (1961) que muitos estudiosos tentaram dar explicações alternativas para os dividendos em mercados imperfeitos. Na verdade, a investigação teve algum sucesso em explicar os pagamentos de dividendos através de uma variedade de imperfeições de mercado, tais como problemas de agência (ver Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; La Porta *et al.*, 2000; Gugler, 2003; Pornsitt *et al.*, 2011), assimetrias de informação (ver, por exemplo, Miller & Rock, 1985; Baker, Stein & Wurgler, 2003) e impostos (ver Lasfer, 1996; Amihud & Murgia, 1997; Bell & Jenkinson, 2002; Rau & Vermaelen, 2002; Oswald & Young, 2004; Morck & Yeung, 2005).

O presente estudo, para explicar a política corporativa de definição dos dividendos a pagar, combina a teoria de agência com questões comportamentais —a Teoria de Catering dos Dividendos— e considera diferentes estruturas de propriedade nos países da zona euro.

É de salientar que diversos estudos prévios têm fornecido importantes contributos sobre como os conflitos

de agência afetam a política de pagamento das empresas (ver Fenn & Liang, 2001; Michaely & Roberts, 2012 para empresas nos EUA; La Porta *et al.*, 2000; Faccio, Lang & Young, 2001 para análises de *cross-country*). De acordo com as teorias de agência, quem controla a empresa está tentado a tomar decisões do seu próprio interesse (Pinkowitz, Stulz & Williamsom, 2006)¹. Quando as características de governo corporativo funcionam bem, os gestores estão mais propensos a agir no interesse dos acionistas e a maximizar o valor da empresa, ou seja, as decisões corporativas são feitas para aumentar a riqueza de *shareholder's*.

Em contrapartida, com um governo corporativo fraco, o acionista dominante tem maior capacidade para expropriar os demais, podendo obter substanciais benefícios privados de controle à custa dos acionistas minoritários (ver Nenova, 2003; Dyc & Zingales, 2004; Dahya, Dimitrov & McConell, 2008).

No que concerne à teoria de *catering* dos dividendos, proposta por Baker e Wurgler (2004), é uma teoria que assenta em componentes psicológicos/comportamentais. Baker e Wurgler demonstraram uma relação positiva entre as alterações na propensão a repartir dividendos e aquilo que denominaram de incentivos de *catering*, uma medida a nível de mercado dos sentimentos dos investidores².

Partindo desta nova visão dos dividendos, é proposta uma medida de *catering* construída a nível de empresa e com uma relação positiva com o rácio de *payout*³

¹ Para uma recente visão sobre o assunto em epígrafe, ver Liang *et al.* (2010).

² Para uma visão acerca do contágio e da influência dos sentimentos, como teoria comportamental, veja *Global, Local and Contagious Investor Sentiment*, por Baker *et al.* (2012). Também num recente artigo de Mark e Roberts (2014) pode-se verificar a importância da teoria comportamental na explicação das decisões financeiras.

³ Neves *et al.* (2006) demonstram esta relação positiva, concluindo que os sentimentos dos investidores determinam em parte as proporções na distribuição de dividendos nos países da zona euro depois de controlar os determinantes tradicionais dos dividendos. A evidência mostra a existência de um importante componente psicológico na decisão de repartir dividendos.

Este artigo centra a atenção nas características de propriedade, tanto nas questões de propriedade da gestão como de concentração acionária, com o objetivo de examinar o papel moderador destas características no efeito *catering* dos dividendos.

O argumento principal está relacionado com o fato de que, quando as empresas apresentam diferentes níveis de propriedade diretiva, assim como de concentração de propriedade e também a natureza dos problemas de agência é diferente, então haverá igualmente diferenças na relação entre dividendos e incentivos de *catering*.

Assim, partindo do amplamente aceito efeito da estrutura de propriedade sobre os dividendos⁴, e com os mesmos pontos de partida definidos por Neves *et al.* (2006) sobre a influência do efeito *catering* nos dividendos, propõe-se avaliar como a estrutura de propriedade nas empresas da zona euro afeta a disposição das empresas para ajustarem a sua taxa de distribuição de dividendos aos sentimentos dos seus investidores. O objetivo será, então, investigar empiricamente a possibilidade de que a preferência dos investidores pelos títulos pagadores seja moderada por características de propriedade. Apesar de não haver evidência empírica prévia, tanto quanto se sabe, sobre esta matéria, há argumentos fortes que permitem aferir que as preferências dos investidores pelas empresas pagadoras estão condicionadas pelas características de propriedade.

O resto do artigo encontra-se dividido da seguinte forma: na seção 2 descrevem-se as principais características de propriedade e o seu impacto no pagamento de dividendos para depois transpor aqueles argumentos

à teoria de *catering* e formular as hipóteses. Na seção 3 descreve-se a fonte dos dados utilizados e discute-se a estimação dos modelos. Na seção 4 expõem-se os resultados obtidos e, por fim, na seção 5, as conclusões.

2. Literatura prévia e hipóteses

Em primeiro lugar, serão resumidas as contribuições principais da investigação prévia, que explica o impacto da estrutura de propriedade nos dividendos para depois transpor esses argumentos a um contexto da teoria de *catering* que permitirão propor as hipóteses a contrastar.

2.1. Literatura prévia

Quanto à importância da propriedade diretiva nos dividendos:

Uma das bases deste estudo é a importância dos problemas de agência na estrutura de propriedade. De acordo com a teoria de agência, aqueles que controlam e/ou dirigem as empresas estão tentados a tomar decisões para os seus próprios interesses em detrimento de outros interessados.

Concretamente, a discussão acerca da estrutura de propriedade e a sua influência na política de dividendos tem-se centrado na importância da percentagem de participação dos designados *insiders* na propriedade e do grau de concentração acionária.

Um dos primeiros trabalhos a abordar a importância da estrutura de propriedade na decisão de dividendos foi o de Rozeff (1982), que comprovou uma relação negativa entre a repartição de dividendos e os níveis

⁴ Para uma recente revisão de literatura, Al-Najjar e Belghitar (2014) mostram empiricamente que as características de corporate governance afetam o pagamento de dividendos para as empresas do Reino Unido.

de propriedade diretiva⁵. Também Fenn e Liang (2001) mostram que empresas com mais baixos níveis de propriedade da gestão têm significativamente maiores *payouts*.

Porém, Miller e Rock (1985) encontram uma relação positiva, baseados na premissa de que os diretivos têm que pagar dividendos para manterem uma boa reputação no mercado.

Mais recentemente, outros autores mostraram uma relação não linear, o que significa que para baixos níveis de propriedade diretiva pode existir uma relação positiva, no entanto esta torna-se negativa para níveis mais elevados (Schooley & Barney, 1994; Farinha, 2003; Zhou & Hua, 2008)⁶.

Quanto à importância do grau de concentração acionária nos dividendos:

Segundo Shleifer e Vishny (1997), os grandes acionistas têm um duplo impacto nas empresas, pois, se por um lado têm o incentivo para monitorar ou supervisionar a direção, por outro têm poder para extrair rendimentos e gozar dos benefícios privados do controle.

Nesta linha de investigação, a literatura oferece duas hipóteses concorrentes: a Hipótese de Substituição e a Hipótese de Expropriação.

A Hipótese de Substituição está fundamentada no argumento de que as empresas necessitam aumentar os seus fundos externos para estabelecerem uma boa reputação no mercado, não expropriando os acionistas minoritários e distribuindo mais dividendos. Os benefícios da existência de grandes acionistas podem,

neste contexto, ser resumidos em termos de *monitoring effect*.

A Hipótese de Expropriação, por seu lado, prevê que os acionistas dominantes possam adotar uma política de retenção dos resultados para benefício próprio e desta maneira diminuem os dividendos.

Maury e Pajuste (2002) encontraram uma relação negativa entre *payout* e controle maioritário dos acionistas para a Finlândia. Também Gugler e Yurtoglu (2003) apresentam resultados interessantes relativamente à extração de rendimentos pelos acionistas dominantes, que se traduz em menores *payouts* para a Alemanha.

Pelos argumentos expostos, o controle da direção que garante uma propriedade concentrada poderia conduzir a um maior efeito *clustering*, no entanto este efeito poderia diminuir quando o elevado grau de concentração permite aos grandes acionistas a expropriação dos minoritários.

É de salientar que, quando os problemas de agência fundamentais são de segunda ordem (entre acionistas maioritários e minoritários), o acionista dominante tem maior habilidade e poder para extrair rendimentos expropriando os demais acionistas, que é de fato o que se passa nos países da civil *law* e que compõem a quase totalidade da nossa amostra dos países da zona euro (com exceção da Irlanda). Por exemplo, Gugler e Yurtoglu (2003) mostram que os pagamentos de dividendos diminuem com o poder do maior acionista. Também Henrik e Fahlenbrach (2009) mostram que o poder dos grandes acionistas tem um amplo efeito nas decisões corporativas. Salienta-se que, num trabalho

⁵ Um trabalho recente de Hao Wang (2011) mostra como o poder dos diretores pode aumentar a sua riqueza pessoal.

⁶ Por exemplo, para um interessante estudo na relação entre propriedade diretiva, designada de propriedade dos *insiders*, concentração de propriedade e performance de investimentos, veja Gugler, Mueller e Yurtoglu (2008). Um outro recente estudo de Pornsit e Chintrakarn (2009) mostra uma relação entre propriedade diretiva e dividendos mediante características de *corporate governance*.

recente, Adjaoud e Ben-Amir (2010) mostram uma relação positiva entre os direitos do acionistas e os dividendos, evidenciando um efeito *monitoring*, no entanto esta relação foi evidenciada para o Canadá, que é um país considerado de lei comum, diferente da amostra usada neste trabalho.

A literatura também destaca o papel do primeiro e segundo acionista baseado na possível relação de desacordo ou *collusion* entre eles, como Maury e Pajuste (2002, 2005). Com a existência de um novo grande acionista, o primeiro acionista não tem os mesmos incentivos para expropriar os minoritários utilizando os recursos da empresa em benefício próprio.

Pode-se assim concluir que, por um lado, uma maior percentagem de propriedade nas mãos dos gestores contribui para o alinhamento dos seus interesses com os dos demais proprietários, o que se poderia traduzir num maior efeito *catering*. No entanto, o *entrenchment* diretivo que é suscetível de aparecer a níveis elevados de propriedade faz esperar um menor reflexo dos sentimentos dos acionistas na repartição de dividendos⁷.

Relativamente à concentração acionista, o maior controle da direção que garante uma propriedade concentrada poderia conduzir a um maior efeito *catering*, já que há o incentivo para monitorar ou supervisionar a direção, isto é, maior poder para os maiores acionistas pode reduzir os problemas de agência de primeira ordem resolvendo o problema de *free rider* e, por conseguinte, seriam consumidos poucos recursos para projetos de investimento pouco rentáveis, o que significaria maiores incentivos de *catering* para os dividendos. Todavia, este efeito poderia diminuir quando o elevado grau de concentração permite aos grandes acionistas a expropriação dos minoritários, ou seja, quanto

maior seja a participação do primeiro acionista, menores serão os incentivos de *catering* para os dividendos, uma vez que os investidores preveem os comportamentos de expropriação naqueles grandes acionistas.

Quanto à relação entre o primeiro e o segundo acionista, a literatura assinala que, por um lado, sendo proprietário de uma percentagem significativa de capital, um segundo acionista tem o poder e os incentivos para supervisionar o maior acionista e, por conseguinte, a habilidade de desafiar as suas decisões; isto é, de estar em desacordo com o maior acionista. Por outro lado, o segundo acionista pode formar uma união com o primeiro acionista e pode partilhar com ele um possível benefício obtido de desvios do princípio de maximização de valor de uma empresa.

Para comprovar o papel moderador daquelas características de propriedade na relação *entre os dividendos e os sentimentos dos* investidores, propõem-se as hipóteses que constam a seguir.

2.2. Hipóteses

A. Propriedade Diretiva e *Payout*

Apesar da falta de evidência prévia acerca da incidência das características de propriedade sobre o efeito *catering* dos dividendos, há argumentos fortes que nos levam a esperar que a preferência do investidor por títulos pagadores possa ser diferente de acordo com as características de propriedade antes descritas. Assim, baseados nestas ideias basilares de que, por um lado, uma maior percentagem de propriedade nas mãos da gestão contribui para alinhar os seus interesses com os dos demais proprietários, o que se poderia traduzir num maior efeito *catering* dos dividendos.

⁷ A respeito do *managerial entrenchment* e valor dos dividendos, ver Lee (2011).

No entanto, o *entrenchment* diretivo, que é suscetível de aparecer a níveis elevados de propriedade, pode fazer esperar um menor reflexo dos sentimentos dos acionistas na distribuição de dividendos, traduzindo-se em menores *payouts*.

Transpondo estes argumentos ao contexto da teoria de *catering*, apresenta-se a nossa primeira hipótese.

Hipótese 1: *Quanto maior é a propriedade diretiva, menor é a disposição a ajustar os dividendos da empresa aos sentimentos dos seus investidores.*

B. Concentração de propriedade e *payout*

Em empresas com uma estrutura de propriedade concentrada, como são as empresas de *civil law* (e quase todas as dos países da zona euro), o conflito de interesses é entre grandes e pequenos acionistas.

Os grandes acionistas podem ser eficientes monitores, no entanto eles também podem pretender manter baixos níveis de dividendos para expropriar os acionistas minoritários em benefícios privados⁸.

De acordo com a literatura, quando o maior conflito de agência é entre os grandes acionistas e os minoritários, que é o caso da nossa amostra, a propriedade do primeiro acionista é favorável ao risco de expropriação, isto é, os acionistas dominantes desviam para benefícios privados os recursos da empresa, o que significa que preferem os baixos níveis de repartição de dividendos. Baseados nesta intuição, propomos a seguinte hipótese.

Hipóteses 2: *Quanto mais concentrada está a propriedade nas mãos do maior acionista, menor é a disposição para ajustar os dividendos da empresa aos sentimentos dos seus investidores.*

C. Presença de um segundo acionista

C1. Existência de um segundo acionista e impacto nos dividendos

A literatura prevê uma relação positiva entre a existência de um segundo acionista nos dividendos. Por exemplo, de acordo com Gugler e Yurtoglu (2003), os acionistas controladores obtêm benefícios privados, retendo recursos das empresas e recusando satisfazer os demais acionistas que preferem os dividendos. Todavia, os seus resultados salientam a existência de uma considerável função de supervisão (*monitoring*) pelos outros acionistas que não seja o primeiro acionista. Isto é, estes autores mostram uma relação positiva entre a existência de um segundo acionista e os dividendos. A literatura sugere, portanto, que quando os investidores percebem a existência de outro acionista, este pode moderar o controle exercido pelo primeiro acionista e a procura por dividendos pode aumentar. Em acordo propomos a nossa terceira hipótese:

Hipóteses 3: *O efeito conjunto da propriedade dos dois maiores acionistas modifica a disposição a ajustar os dividendos da empresa aos sentimentos dos seus investidores.*

C2. Relação entre os dois primeiros acionistas e impacto nos dividendos

A literatura existente também dá conta que a presença de um segundo acionista pode ter um efeito duplo: Maury e Pajuste (2002, 2005) falam de dois efeitos distintos, *collusion* e *contestability*. Eles mostram que o valor de uma empresa é positivamente afetado pelo efeito de *contestability* e negativamente com a possibilidade de conspiração (*collusion*) entre eles. Assim, por um lado, detendo uma percentagem substancial de ações, um segundo acionista tem o poder e os

⁸ Por exemplo, Hu e Kumar (2004) encontraram evidência que suporta que o dividendo *payout* diminui significativamente na presença de grandes acionistas dominantes.

incentivos de supervisionar o maior acionista e, por conseguinte, a habilidade de desafiar o maior bloco, isto é, por *contestability*. Por outro lado, o segundo acionista pode formar uma união controlando com o primeiro acionista e pode partilhar os resultados desviados, neste caso, conspirando, a presença destes dois *blockholders*, pode aumentar a eficácia de extração de benefícios privados. Em acordo com este argumento propomos a nossa quarta hipótese:

Hipótese 4: O efeito conjunto da propriedade do maior acionista com a possibilidade de desacordo ou collusion com o segundo maior acionista modifica a disposição a ajustar os dividendos da empresa aos sentimentos dos seus investidores

3. Procedimentos metodológicos

3.1. Dados e variáveis

Para contrastar as hipóteses propostas, foram utilizados dados de empresas pertencentes a 9 dos 12 países da zona euro, pois 3 tiveram que ser excluídos por diversos motivos de análise, nomeadamente o fato de os dividendos serem *mandatory* ou os mercados não terem um número de transações suficiente.

A informação foi extraída da base de dados *Worldscope*⁹ e dos principais Indicadores Económicos publicados pela OCDE. Para cada país foi construído um painel com aquelas empresas não financeiras com informação disponível para pelo menos seis anos consecutivos, entre 1990 e 2003.

O resultado apresenta-se como um painel não balanceado composto por 487 empresas e 4535 observações, como mostram a Tabela I e II.

Tabela I. Estrutura da amostra por país

País	Núm. de empresas	%	Núm. de observações	%
Alemanha	91	18.69	885	19.51
França	79	16.22	721	15.90
Bélgica	67	13.76	693	15.28
Espanha	62	12.73	603	13.30
Finlândia	60	12.32	528	11.64
Portugal	44	9.03	362	7.98
Irlanda	39	8.01	394	8.69
Áustria	31	6.37	241	5.31
Itália	14	2.87	108	2.38
Total	487	100.00	4,535	100.00

A tabela mostra os dados extraídos de empresas para as quais a informação está disponível, pelo menos, para cinco anos consecutivos, entre 1990 e 2003. Depois de retirar os dados do primeiro ano, usado apenas para a construção de uma série de variáveis, a amostra resultante compreende 91 empresas (885 observações) para a Alemanha, 79 empresas (721 observações) para a França, 67 empresas (693 observações) para a Bélgica, 62 empresas (603 observações) para a Espanha, 60 empresas (528 observações) para a Finlândia, 44 empresas (362 observações) para Portugal, 39 empresas (394 observações) para a Irlanda, 31 empresas (241 observações) para a Áustria e 14 empresas (108 observações) para a Itália.

Tabela II. Estrutura do painel

Núm. anual de observ. por empresa	Núm. de empresas	% de empresas	Núm. de observações	% de observações
13	96	19.71	1,248	27.52
12	50	10.27	600	13.23
11	40	8.21	440	9.70
10	39	8.01	390	8.60
9	53	10.88	477	10.52
8	59	12.11	472	10.41
7	50	10.27	350	7.72
6	58	11.91	348	7.67
5	42	8.62	210	4.63
Total	487	100.00	4,535	100.0

O painel não balanceado resultante compreende 487 empresas (4.535 observações).

⁹ A base de dados *Worldscope* oferece dados contabilísticos e financeiros fundamentais sobre as principais empresas públicas e privadas de todo o mundo, tratando-se de uma base de dados da Thomson Reuters.

Finalmente, a Tabela III oferece um resumo dos estatísticos descritivos (Média, Desvio Padrão, Mínimo e Máximo) das variáveis usadas nesta análise.

Tabela III. Resumo das principais estatísticas

Variável	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
FCF _{it}	.04878	.11942	-1.6551	1.2737
D _{it}	.10835	.12269	.0000	.83362
NI _{it}	.02696	.06346	-.78456	.65152
TANG _{it}	.43242	.18674	.00006	.98799
SI _{it}	12.6767	1.6982	7.7376	18.4956
CAT _{it}	.0000	.64772	-2.9818	8.0215

A tabela fornece estatísticas de resumo (média, desvio padrão, mínimo e máximo) das variáveis utilizadas na construção das variáveis explicativas. D_{it} representa o rácio da dívida, FCF_{it} é o fluxo de caixa livre, NI_{it} denota o lucro líquido, $TANG_{it}$ denota ativos fixos tangíveis, SI_{it} é o tamanho, e CAT_{it} denota a variável *catering*, construída de acordo com o segundo capítulo.

3.2 Modelos

Usando a variável dependente e as variáveis explicativas, assim como a variável de *catering*, obtida como se explica em Neves et al., (2006), apresentamos os nossos modelos:

$$CPR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FCF_{it} + \gamma_2 D_{it} + \gamma_3 NI_{it} + \gamma_4 TANG_{it} + \gamma_5 SIZE_{it} + CAT_{it}(\gamma_6 + \lambda DV_{it}) + \varepsilon_{it}. \quad (1)$$

Neste modelo é investigada a interação entre o efeito *catering* e o nível de propriedade diretiva para avaliar o papel moderador desta variável no efeito *catering* dos dividendos. No primeiro modelo DV_{it} toma valor 1 se o nível de propriedade diretiva é superior à mediana e 0 nos outros casos.

Para avaliar se a concentração de propriedade nas mãos do primeiro acionista modera o mesmo efeito *catering*, propõe-se o seguinte modelo:

$$CPR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FCF_{it} + \gamma_2 D_{it} + \gamma_3 NI_{it} + \gamma_4 TANG_{it} + \gamma_5 SIZE_{it} + CAT_{it}(\gamma_6 + \lambda DV_{it}) + \varepsilon_{it}. \quad (2)$$

Onde DV_{it} é uma *dummy* construída de acordo com os níveis de propriedade do primeiro acionista e que toma valor 1 se o nível de propriedade do primeiro acionista é superior à média da amostra e 0 nos demais casos.

Para testar a interação entre o primeiro e segundo acionista com os incentivos de *catering*, propõe-se:

$$CPR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FCF_{it} + \gamma_2 D_{it} + \gamma_3 NI_{it} + \gamma_4 TANG_{it} + \gamma_5 SIZE_{it} + CAT_{it}(\gamma_6 + \lambda_6 DV_{it} + \alpha_6 SV_{it}) + \varepsilon_{it}, \dots \quad (3)$$

Onde DV_{it} é a mesma *dummy* e SV_{it} é uma *dummy* construída de acordo com a existência (em número de títulos) de um segundo acionista. Neste caso, DV_{it} toma valor 1 se o nível de propriedade do primeiro acionista é superior à média da amostra e 0 nos demais casos. SV_{it} toma valor 1 se o segundo acionista tem títulos e 0 se não existe.

Finalmente, foi investigado se o efeito conjunto do primeiro e segundo acionista, atendendo se há *collusion* ou *contestability* entre eles, moderam o efeito *catering*:

$$CPR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FCF_{it} + \gamma_2 D_{it} + \gamma_3 NI_{it} + \gamma_4 TANG_{it} + \gamma_5 SIZE_{it} + CAT_{it}(\gamma_6 + \lambda_6 DV_{it} + \alpha_6 SV_{it}) + \varepsilon_{it}, \quad (4)$$

Neste caso, a nova variável *dummy*, CV_{it} , toma valor 1 se há *contestability* e 0 se existe *collusion* (variável construída de acordo Maury & Pajuste, 2002).

3.3. Metodologia

Todos os modelos são estimados utilizando a metodologia de dados de painel, pois com ela é possível resolver dois problemas fundamentais. Por um lado permite eliminar a heterogeneidade inobservável que, pela natureza dos problemas abordados, pode alterar os resultados, e por outro também permite controlar o problema da endogeneidade, que surge pela relação

de casualidade que, com o *payout*, têm as variáveis explicativas do estudo aqui analisado. Dado que a solução do problema de endogeneidade passa pela estimação com um método de variáveis instrumentais, então usa-se, neste trabalho, o *Generalized Method of Moments* (GMM) na medida em que este supera todos os outros métodos de variáveis instrumentais. Em concreto, foi utilizado o estimador desenvolvido em 1991, por Arellano e Bond.

4. Resultados

Na coluna I da tabela IV apresentam-se os resultados do modelo que inclui a interação da variável de *catering* com a propriedade diretiva (*managerial ownership*).

Como mostra a tabela para empresas com baixos níveis de propriedade diretiva, há um efeito positivo dos sentimentos dos investidores relativamente á distribuição de dividendos. Todavia, o efeito é negativo quando a propriedade diretiva é elevada. Esta evidência sugere que os dividendos são mais importantes para os investidores quando os diretivos não têm grande capacidade para expropriar resultados das empresas em seu próprio benefício.

Estes resultados corroboram os argumentos de Rozeff (1982) ou Mohd, Perry e Rimbey (1995), que vêm demonstrar que são em empresas com maiores níveis de propriedade diretiva que a distribuição de dividendos é menor.

O nosso resultado está de acordo com o efeito de *entrenchment*, que afirma que o diretivo com um número substancial de títulos pode determinar as políticas que melhor se ajustam aos seus próprios benefícios, resultando em menores *payouts* (Jensen, Solberg & Zorn, 1992, entre outros).

Tabela IV. Resultados sobre o papel moderador de algumas características de propriedade: (Propriedade da Gestão e Concentração de propriedade nas mãos do maior acionista)

	I	II
Constante	-.0263* (.00074)	-.02969* (.00064)
FCF _{it}	.00537* (.00023)	.00863* (.00022)
D _{it}	.01097* (.00032)	.01608* (.00038)
NI _{it}	.14767* (.00040)	.02017* (.00047)
TANG _{it}	.00665* (.00023)	.01142* (.00027)
S _{it}	.00178* (.00006)	.00186* (.00044)
CAT _{it}	.00121* (.00005)	.00914* (.00014)
CAT _{it} DV _{it}	-.00380* (.00012)	-.01099* (.00018)
t	-30.57	-25.97
z ₁	323.89 (7)	684.53 (7)
z ₂	10735.26 (11)	23577.50 (11)
z ₃	90.10 (6)	130.37 (6)
m ₁	0.08	-0.03
m ₂	-1.24	-1.03
Hansen	347.25 (392)	391.75 (392)

A regressão usa o painel de dados descrito na Tabela II. DV_{it} é uma variável *dummy* que toma os seguintes valores: a) 1 se a concentração de propriedade nas mãos dos *insiders* é maior que a média e 0 nos demais casos, na coluna I. I; b) 1 se a concentração de propriedade nas mãos do maior acionista é maior que a média e 0 nos demais casos na coluna II.

O resto das informações necessárias para ler este quadro é a seguinte: i) Heteroscedasticidade erro padrão assintótico consistente entre parênteses; ii) *, ** e *** indicam significância a 1%, 5%, e 10%, respectivamente; iii) t é a estatística t de teste de restrição linear sob a hipótese nula de não significância; iv) z₁, z₂ e z₃ são testes de Wald da significância conjunta dos coeficientes relacionados, *dummies* de tempo, e de países, respetivamente, assintoticamente distribuída como χ^2 sob a hipótese nula ou de nenhuma significância, com graus de liberdade entre parênteses; v) m_i é um teste de correlação serial de ordem i usando resíduos em primeiras diferenças, assintoticamente distribuída como N (0,1), sob a hipótese nula de não correlação serial; vi) Hansen é um teste das restrições de sobre-identificação, assintoticamente distribuída como χ^2 sob a hipótese nula de não correlação entre os instrumentos e o termo de erro, graus de liberdade entre parênteses.

A interação do efeito *catering* com a variável de propriedade do primeiro acionista é testada no modelo da coluna II da mesma tabela IV. Como se verifica, o efeito *catering* é positivo para empresas com baixos níveis de participação acionista do primeiro acionista (g₆=0.00914), todavia o efeito torna-se negativo para empresas em que o primeiro acionista tem um número

elevado de títulos. O nosso resultado comprova a segunda hipótese, uma vez que as empresas controladas pelo primeiro grande acionista atendem em menor grau aos sentimentos dos investidores. Correia da Silva e Renneboog (2005) encontraram evidência que suporta que, quando os grandes acionistas exercem o seu poder de controle, não há necessidade de pagar dividendos. Para uma amostra de empresas italianas que integram a zona euro também, Mancinelli e Ozkan (2006) mostraram uma relação negativa entre o dividendo *payout*, a variável dependente do presente trabalho e o poder do maior acionista. Harada e Nguyen (2011) encontraram uma importante relação negativa entre concentração de propriedade e dividendo *payout* para as empresas japonesas.

A evidência dos resultados deste trabalho sugere que o acionista dominante tem poder para desviar recursos da empresa para o seu próprio benefício e isto traduz-se em menores incentivos por dividendos por parte dos investidores que percebem o poder deste acionista controlador.

Para além disso, também foi testado o efeito conjunto do primeiro e segundo acionista com os incentivos de *catering*. Para testar o efeito conjunto dos dois grandes acionistas com os incentivos de *catering*, apresenta-se o modelo que aparece na coluna I da tabela V.

Na coluna I da tabela V é possível ver que para baixos níveis de propriedade em mãos do primeiro acionista e onde não existe segundo acionista, o efeito *catering* é positivo ($g_i = 0.00943$). Isto intuitivamente sugere que, quando não há segundo acionista, mas onde o primeiro não tem poder para controlar, os diretivos estão mais encorajados para atenderem mais às preferências dos seus investidores por dividendos (note-se que os resultados são consistentes com os que se haviam mostrado para a hipótese 2).

Tabela V. Resultados sobre o papel moderador de algumas características de propriedade: Concentração de propriedade nas mãos do maior acionista e existência de contestação pelo segundo grande acionista

	I	II
Constante	-.02746* (.00056)	-.01734* (.00050)
FCF _{it}	.00885* (.00020)	.01194* (.00030)
D _{it}	.01885* (.00037)	.01713* (.00038)
NI _{it}	.02068* (.00040)	.01708* (.00040)
TANG _{it}	.00779* (.00030)	.00777* (.00029)
S _{it}	.00183* (.00004)	.00106* (.00004)
CAT _{it}	.00943* (.00012)	.00967* (.00019)
CAT _{it} DV _{it}	-.01273* (.00018)	-.01224* (.00023)
CAT _{it} SV _{it}	.02975* (.00121)	
CAT _{it} CV _{it}		.35055* (.01776)
t1	-36.32	-30.73
t ₂	31.32	20.21
z ₁	840.57 (8)	420.21 (8)
z ₂	16212.29 (11)	15061.86 (11)
z ₃	131.29 (6)	150.63 (6)
m ₁	-0.08	-0.12
m ₂	-0.96	-0.87
Hansen	397.00 (391)	382.10 (391)

A regressão usa o painel de dados descrito na Tabela II. DV_{it} é uma variável *dummy* que toma os seguintes valores: a) 1 se a concentração de propriedade nas mãos do maior acionista é maior que a média e 0 nos demais casos. I; b) SV_{it} é uma variável *dummy* que toma valor 1 se o Segundo acionista existe e 0 se não existe na coluna I; c) CV_{it} é uma variável *dummy* que toma valor 1 se há contestação entre o primeiro e o segundo grande acionista e 0 se entre eles se verifica um conluio na coluna II.

O resto das informações necessárias para ler este quadro é a seguinte: i) Heteroscedasticidade erro padrão assintótico consistente entre parênteses. ii) *, ** e *** indicam significância a 1%, 5%, e 10%, respetivamente, respetivamente; iii) t é a estatística t de teste de restrição linear sob a hipótese nula de não significância; iv) z₁, z₂ e z₃ são testes de Wald da significância conjunta dos coeficientes relacionados, dummies de tempo, e de países, respetivamente, assintoticamente distribuída como χ^2 sob a hipótese nula ou de nenhuma significância, com graus de liberdade entre parênteses; v) m_i é um teste de correlação serial de ordem i usando resíduos em primeiras diferenças, assintoticamente distribuída como N(0,1), sob a hipótese nula de não correlação serial; vi) Hansen é um teste das restrições de sobre-identificação, assintoticamente distribuída como χ^2 sob a hipótese nula de não correlação entre os instrumentos e o termo de erro, graus de liberdade entre parênteses

O efeito *catering* é positivo e mais significativo em empresas onde o maior acionista tem uma participação significativa, mas há também um segundo grande acionista. Este resultado confirma que o segundo acionista tem incentivos para monitorar o acionista dominante e que isto se possa traduzir em maiores distribuições de dividendos. Como argumentam Gugler e Yurtoglu, o poder do segundo acionista pode contribuir para maiores *payouts*. Nota-se que o efeito *catering* é, todavia, mais pertinente quando o nível de propriedade do primeiro é baixa e existe um segundo acionista na empresa, corroborando a evidência prévia e dando conta que sempre que há a possibilidade do segundo existir há uma maior segurança para os dividendos.

A coluna II da tabela V, modelo 4, mostra que o efeito *catering* se torna negativo quando o maior acionista tem poder para controlar as decisões da empresa e adicionalmente existe uma conivência (*collusion* ou conspiração) de interesses com o segundo acionista. A presença destes dois fortes acionistas pode aumentar a eficiência para extrair benefícios privados e desta forma os incentivos de *catering* podem perder prioridade naquelas empresas. Então, pode-se daqui concluir que em empresas onde o acionista tem poder de contestar e quando o primeiro não tem poder de controlar sozinho as decisões da empresa, os diretivos estão mais encorajados para atenderem aos sentimentos dos seus investidores e respectiva procura por dividendos.

5. Conclusões

Este estudo baseia-se nos pressupostos da teoria de *catering* de dividendos e contribui para a literatura empírica dando a conhecer as implicações dos incentivos de *catering* na política de dividendos, examinando o papel desempenhado por certas variáveis

de propriedade, utilizando uma amostra com as empresas cotadas em países da zona euro. Na verdade, esta pesquisa faz uma verificação adicional para ver quais as variáveis de propriedade que moderam o pagamento de dividendos, atendendo aos sentimentos dos seus investidores. Os resultados confirmam que a maneira como os investidores avaliam os pagamentos de dividendos e os incentivos das empresas para satisfazerem esses desejos depende do nível de propriedade da gestão, da concentração de propriedade por parte do maior acionista, da presença de um segundo acionista e, finalmente, com a possibilidade de contestabilidade ou conluio entre o maior acionistas e o segunda maior acionista.

Ressaltar que este trabalho proporciona nova evidência empírica do efeito moderador das características de propriedade no efeito *catering* dos dividendos. Usando o modelo GMM com dados de painel, os resultados mostram que para os países da zona euro, de *civil law* à exceção da Irlanda, a estrutura de propriedade diretiva e a maior concentração de propriedade nas mãos dos maiores acionistas influencia a forma como os investidores sentem o pagamento de dividendos por parte das empresas. No que diz respeito às características de propriedade que moderam o efeito *catering*, a evidência empírica sugere que os sentimentos dos investidores perante a distribuição de dividendos, e os incentivos das empresas para satisfazerem esses desejos, estão condicionados por baixos níveis de propriedade diretiva e baixos níveis de propriedade do primeiro grande acionista. Mais se comprova empiricamente que, quando o maior acionista tem o poder para controlar a empresa, e não existe um segundo acionista com poder para o contestar, o efeito *catering* dos dividendos torna-se negativo. Estes resultados salientam que o esperado efeito *catering* se manifesta mais claramente quando existe um segundo grande acionista

na empresa. Concretamente, quando este segundo acionista não conspira com o primeiro, mas antes se posiciona em desacordo com ele, observa-se um efeito *catering* significativamente mais forte.

A principal limitação deste trabalho está relacionada com a medida de *catering* usada para capturar os sentimentos dos investidores por dividendos, trata-se de uma variável desenhada em nível de empresa e que poderá ser substituída em trabalhos futuros de acordo com os autores precursores desta teoria; Baker e Wurgler, contemplando também um conjunto mais alargado de países e separados pela sua origem legal: *common versus civil law* e diferença de fatores institucionais e para anos mais recentes que contemplem os ciclos econômicos.

Referências bibliográficas

- Adjaoud, F. & W. Ben-Amir (2010). Corporate governance and dividend policy: Shareholders protection or expropriation? *Journal of Business, Finance & Accounting*, 37, 648-667. doi: 10.1111/j.1468-5957.2010.02192.x
- Al-Najjar, Basil & Yacine Belghitar (2014). Do corporate governance mechanisms affect cash dividends? An empirical investigation of UK firms, *International Review of Applied Economics*. Published online: 18 Feb 2014. doi:10.1080/02692171.2014.884546
- Amihud, Yakov & Maurizio Murgia (1997). Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany, *Journal of Finance*, 52, 397-408.
- Arellano, Manuel & Stephen Bond (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Arshad, Zeeshan *et al.* (2013). Ownership structure and dividend policy. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 5(3), 378-401.
- Baker, Malcolm & Jeffrey Wurgler (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59, 1125-1165.
- Baker, Malcolm, Jeremy Stein & Jeffrey Wurgler (2003). When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 969-1006.
- Baker, Malcolm, J. Wurgler & Yu Yuan (2012). Global, local, and contagious investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 104 (2), 272-287.
- Bell, Leonie & Tim Jenkinson (2002). New Evidence of the Impact of Dividend Taxation and on the Identity of the Marginal Investor. *Journal of Finance*, 57, 1321-1346.
- Bohren, O., M.G. Sorensen & P.E. Steen. (2012). Stakeholder conflicts and dividend policy. *Journal of Banking and Finance*, 36, 2852-2864.
- Correia da Silva, L. & Goergen M. Renneboog (2005). When do German firms change their dividends? *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 375-399.
- Dahya, Jay, Orlin Dimitrov & John McConnell (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87, 73-100.
- Dyck, Alexander & Luigi Zingales (2004). Private benefits of control: An international comparison. *Journal of Finance*, 59, 537-600.
- Easterbrook, Frank (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74, 650-660.
- Faccio, Mara, Larry Lang & Leslie Young (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review*, 91, 54-78.
- Farinha, Jorge (2003). Dividend Policy, Corporate Governance And The Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business, Finance & Accounting*, 30, 1173-1209.
- Fenn, George W. & Nellie Liang (2001). Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives. *Journal of Financial Economics*, 60, 45-72.

- Gugler, Klaus (2003). Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation Between Dividends, R&D, and Capital Investment. *Journal of Banking and Finance*, 27, 1297-1321.
- Gugler, Klaus & Burcin Yurtoglu (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47, 731-758.
- Gugler, Klaus, Dennis Mueller & Burcin Yurtoglu (2008). Insider ownership, ownership concentration and investment performance: An international comparison. *Journal of Corporate Finance*, 14, 688-705.
- Hao, Wang (2011). Managerial entrenchment, equity payout and capital structure. *Journal of Banking and Finance*, 35(1), 36-50. doi: 10.1016/j.jbankfin.2010.07.018
- Harada, K. & P. Nguyen (2011). Ownership conception and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*, 37, 362-419. doi: 10.1108/03074351111115313
- Henrik, Cronqvist & Rüdiger Fahlenbrach (2009). Large Shareholders and Corporate Policies, *The Review of Financial Studies*, 22(10), 3941-3976. doi: 10.1093/rfs/hhn093
- Hu, A. & P. Kumar (2004). Managerial entrenchment and payout policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 759-790. doi: 10.1017/S0022109000003203
- Jensen, Gerard R., Donald Solberg & Thomas S. Zorn (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 247-263.
- Jensen, Michael (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- La Porta, Rafael *et al.* (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55, 1-33.
- Lasfer, Ameziane (1996). Taxes and Dividends: The UK Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 20, 455-472.
- Lee, W-J (2011). Managerial entrenchment and the value of dividends. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 36(2), 297-322. doi 10.1007/s11156-010-0179-y
- Liang, Shao, Chuck CY Kwok & Omrane Guedhami (2010). National Culture and Dividend Policy. *Journal of International Business Studies*, 41, 1391-1414. doi:10.1057/jibs.2009.74
- Mancinelli, L. & A. Ozkan (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *European Journal of Finance*, 12, 265-282. doi: 10.1080/13518470500249365
- Mark, T. Leary & Michael R. Roberts (2014). Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy? *The Journal of Finance*, 69(1), 139-178.
- Maury, Benjamin & Anete Pajuste (2002). Controlling Shareholders, Agency Problems and Dividend Policy in Finland. *Finnish Journal of Business Economics*, 51, 15-45.
- Maury, Benjamin & Anete Pajuste (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1813-1834.
- Michaely, Roni & Michael R. Roberts (2012). Corporate Dividend Policies: Lessons From Private Firms. *The Review of Financial Studies*, 25(3), 711-746. doi: 10.1093/rfs/hhr108
- Miller, Merton & Franco Modigliani (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Miller, Merton & Kevin Rock (1985) Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40, 1031-1051.
- Moh'd, Mahmoud, Larry Perry & James Rimbey (1995). An Investigation of the Dynamic Relationship be-

- tween Agency Theory and Dividend Policy. *Financial Review* 30, 367-385.
- Morck, Randall & Bernard Yeung (2005). Dividend taxation and corporate governance. *Journal of Economic Perspectives*, 19, 163-180.
- Nenova, Tatiana (2003) The value of corporate voting rights and control: a cross country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68, 325-351.
- Neves, Elisabete *et al.* (2006). Dividends: new evidence on catering theory, Working Paper 14/06 (Salamanca University).
- Oswald, Dennis & Steven Young (2004). What Role Taxes and Regulation? A Second Look at Open Market Share Buyback Activity in the UK. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31, 257-292.
- Pinkowitz, Lee, René Stulz & Rohan Williamson (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *Journal of Finance*, 61, 2725-2751.
- Pornsit, Jiraporn (2011). Dividend Payouts and Corporate Governance Quality: An Empirical Investigation. *Financial Review*, 46(2), 251-279.
- Pornsit, Jiraporn & P. Chintrakarn (2009). Staggered boards, managerial entrenchment and dividend policy. *Journal of Financial Services Research* 36, 1-19. doi: 10.1007/s10693-009-0059-6
- Rau, Raghavendra & Theo Vermaelen (2002). Regulation, Taxes, and Share Repurchases in the United Kingdom. *Journal of Business* 75, 245-282.
- Rozeff, Michael (1982) Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5, 249-259.
- Schooley, Diane & Dwayne Barney (1994). Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs. *Journal of Financial Research*, 17, 363-373.
- Shleifer, Andrei & Robert Vishny (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Zhou, Xianming & Yifan Hua (2008). The performance effect of managerial ownership: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 32, 2099-2110.
- Fecha de recepción: 27 de octubre de 2013
Fecha de aceptación: 5 de mayo de 2014
Correspondencia: acgdias@gmail.com
mneves@iscac.pt