
Recebido em

15 de março de 2014

Aprovado em

27 de fevereiro de 2015

1. Luís António Gomes Almeida

Mestre em Economia pela
Universidade de Aveiro
(Portugal)
[gomesalmeida@ua.pt]

2. Elisabeth Teixeira Pereira

Doutorada em Gestão
Industrial pela Universidade
de Aveiro (Portugal)
[melisa@ua.pt]

3. Fernando Oliveira Tavares

Doutorado em Gestão
Industrial pela Universidade
de Aveiro (Portugal)
[ftavares@upt.pt]

Determinantes da Política de Dividendos: evidência de Portugal

Luís António Gomes Almeida e

Elisabeth Teixeira Pereira

*Universidade de Aveiro, departamento de Economia,
Gestão e Engenharia Industrial, Portugal*

Fernando Oliveira Tavares

*Universidade Portucalense Infante D. Henrique,
departamento de Economia, Gestão e Informática, Portugal*

Editor Responsável: André Taue Saito, Dr.

Processo de avaliação: *Double Blind Review*

RESUMO

Objetivo – O presente artigo aborda a opção de distribuição dos lucros sob a forma de dividendos e tem como objectivo identificar os determinantes da política de dividendos das corporações não financeiras do mercado de capitais Português e contribuir para resolver a divergência existente nos vários estudos teóricos e empíricos sobre este tema.

Método – Para resolver a problemática em estudo foram testados vários determinantes financeiros através da aplicação do Método da Regressão Linear Múltipla para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisboa, entre 1997 e 2011.

Fundamentação teórica – Baseia-se nas teorias mais relevantes para a explicação dos determinantes da política de dividendos.

Resultados – Os resultados sugerem a existência de vários indicadores significativos para a política de dividendos do mercado de capitais Português, tais como a estabilidade do pagamento de dividendos, o valor de mercado, o pay-out anterior e a dimensão da corporação. Estes indicadores influenciam positivamente o valor dos dividendos a distribuir pela corporação. Enquanto as oportunidades de crescimento e o investimento influenciam negativamente a distribuição de dividendos.

Contribuições – Este estudo contribui para a compreensão dos fatores determinantes da política de dividendos das empresas cotadas na Bolsa de Lisboa, visando a permear um maior conhecimento científico no contexto da compreensão dos fatores determinantes da política de dividendos, bem como como auxiliar na tomada de decisões das corporações e dos investidores.

Palavras-chave – Política de Dividendos, Euronext Lisboa, Fluxo de Caixa, Passeio Aleatório, Mercado de Capitais.



**Revista Brasileira de Gestão
e Negócios**

DOI:10.7819/rbgn.v17i54.1943

I INTRODUÇÃO

As empresas têm como finalidade econômica o lucro, sendo que a esse lucro podem ser atribuídos dois destinos; ou é mantido na empresa e utilizado nas suas atividades, ou é distribuído aos acionistas. Quanto à distribuição, esta pode ser feita de duas formas: sob a forma de dividendos ou através da recompra de ações em circulação.

O presente trabalho aborda a opção de distribuição dos lucros sob a forma de dividendos, testando empiricamente os determinantes da política de dividendos nas empresas não financeiras, cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa (BVL), entre 1997 e 2011.

Gordon (1959) definiu os dividendos como a forma de pagamento fragmentada que os investidores esperam receber, e apontou como causa mais provável para a distribuição de dividendos o lucro.

A política de dividendos é considerada como parte integrante do conjunto de decisões financeiras relevantes na vida das empresas, pois desencadeiam alterações em seus indicadores econômico-financeiros, tendo impacto direto na política de financiamento e investimento. A empresa, ao distribuir dividendos, provoca uma diminuição da liquidez dos seus ativos, o que se reflete numa diminuição dos excedentes de *cash-flows*¹, influenciando diretamente a forma de remuneração dos investidores sob a forma de dividendos ou ganhos de capital.

A empresa ao definir a sua política de dividendos tem necessidade de aferir um nível ótimo de pagamento para maximizar a rentabilidade dos acionistas. A confrontação destes objetivos provoca um *trade-off*² entre o valor a pagar e a reter. A retenção traduz-se na adequação da estrutura financeira da empresa, enquanto a distribuição se traduz na rentabilidade dos acionistas. Esta indefinição transforma os dividendos num dos temas mais controversos no mundo das finanças empresariais, levando à existência de uma diversificada e divergente literatura sobre este tema, e comprovando que os determinantes da política de dividendos são uma das áreas das finanças com várias questões sem respostas. Estes motivos levaram Black (1976) a classificar esta temática

como “*dividend puzzle*”, pois à medida que se tenta solucionar esta questão, mais ela demonstra ser como um quebra-cabeça sem solução, ideia que Black (1976, p. 5) explicita na sua afirmação “quanto mais olhamos para a imagem dos dividendos, mais ela se parece com um puzzle, onde as peças simplesmente não se encaixam”.

Apesar dos inúmeros estudos teóricos e empíricos nesta área, não existe uma posição unânime sobre a escolha dos determinantes da política de dividendos, continuando em aberto para novas investigações.

Sob esta motivação, o presente trabalho versa sobre os determinantes da política de dividendos nas corporações cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa (BVL), pelo fato do atual mercado de capitais Português ainda não ter alcançado o mesmo nível de desenvolvimento dos mercados de outras dimensões, como é o caso do mercado europeu, do norte-americano, e do brasileiro.

Assim, com este estudo abre-se uma oportunidade de contribuir na compreensão desta problemática, visando permear um maior conhecimento científico no âmbito da compreensão dos determinantes da política de dividendos.

O presente artigo está estruturado da seguinte forma: na seção 2, que se segue a esta introdução, são abordadas as teorias mais relevantes na explicação dos determinantes da política de dividendos; a seção 3 é dedicada à formulação das hipóteses, descrição da amostra, seleção de dados e explicação da metodologia usada para obtenção de resultados empíricos; na seção 4 procede-se à verificação e validação dos pressupostos da metodologia usada, é feita a apresentação e discussão dos resultados obtidos através do MRLM; e as conclusões gerais do presente estudo são apresentadas na seção 5.

2 REVISÃO DA LITERATURA

A controvérsia da política de dividendos é uma discussão antiga, fazendo-nos recuar ao ano de 1938, quando John Burr Williams estabeleceu pela primeira vez uma relação entre os dividendos e o valor da empresa. Contudo, foi nas décadas

de 1950 e 1960 que este tema tomou relevância nas pesquisas com trabalhos teóricos e empíricos evidenciando os dividendos e que persiste na atualidade influenciando de maneira decisiva toda a pesquisa e teorias explicativas recentes da política de dividendos que passaremos a enunciar.

2.1 Teoria da relevância dos dividendos

A teoria da Relevância dos Dividendos, defendida por Lintner (1956) e Gordon (1959), sustenta a existência de uma relação entre o montante de dividendos pagos e o valor das ações da empresa, sendo estes resultantes de dois grandes fatores, o lucro líquido gerado e o *Dividend payout*. Este último fator é um indicador de distribuição de dividendos relativamente ao exercício econômico anterior.

Lintner (1956) realizou um trabalho pioneiro nesta área, através de uma série de vinte e oito entrevistas a gestores de empresas norte americanas sobre a decisão da distribuição de dividendos, onde constatou que as decisões sobre a política de dividendos baseava-se essencialmente em *payouts*³. O autor concluiu também que perante um ambiente de escassez, as empresas preferiam recorrer a capitais alheios ao invés de diminuir a distribuição de dividendos, verificando uma certa estabilidade na política de dividendos ao longo dos vários exercícios econômicos.

Considerada como a teoria embrionária deste tema, as ideias alicerces são testadas empiricamente ao longo destas décadas, como nos estudos de Grullon, Michaely, Banerji e Thaler (2005), Benzinho (2007), Ferreira, Nakamura, Martin e Bastos (2010), Ribeiro (2010) e Mubin, Ahmed, Farrukh, Lal e Hussain. (2014).

2.2 Teoria do pássaro na mão

Na década de 1950, Gordon e Shapiro (1956) apresentaram um modelo de avaliação de ações que pressupõe o crescimento do dividendo a uma taxa constante, sob a premissa da relação direta entre a política de dividendos e o valor de mercado da empresa. Este modelo defende que uma ação vale em função das expectativas futuras,

os dividendos influenciam o valor de mercado da empresa.

Estes autores partilham a opinião de que os investidores são racionais e geralmente avessos ao risco, exigindo um maior retorno perante maior incerteza e risco. Este prêmio de risco faz aumentar o custo de capital investido e diminuir a cotação das ações. A distribuição de dividendos reduz a incerteza e o retorno exigido, sendo preferíveis os dividendos à retenção dos resultados, ideia universalmente aceite na década de 1960, ideia esta que foi desvanecendo ao longo dos anos.

Os dividendos são considerados “dinheiro na mão”, enquanto as mais-valias são meramente potenciais. Esta relação ficou conhecida no mundo das finanças empresariais como “*bird in the hand theory*”, ou seja, como teoria do pássaro na mão.

2.3 Teoria irrelevância dos dividendos

Numa linha oposta à relevância dos dividendos, Modigliani e Miller (1961) encontraram evidências de que os dividendos distribuídos não afetavam o valor da empresa, nem a rentabilidade dos investidores, isto é, são irrelevantes para o valor da empresa. Contudo, esta irrelevância dos dividendos depende de certas premissas, como sejam: estar perante expectativas racionais, inexistência de impostos e custos de transação, assimetria de informação e outras imperfeições no mercado, sendo o mercado de capitais é perfeito e eficiente.

Num mercado perfeito, o valor da empresa é determinado pela política de investimento e pelo retorno que os seus ativos proporcionam, ou seja, pela sua capacidade em gerar lucro.

Modigliani e Miller (1961) defendem, ainda, que o recurso à dívida é uma fonte de financiamento mais barata, e preferível do que o recurso ao capital próprio, à retenção de resultados e à emissão de capital. Sob esta perspetiva, a distribuição de dividendos irá alterar a necessidade de recurso a fundos externos.

Muito embora as conclusões obtidas por Modigliani e Miller (1961) sejam aceites, existem inúmeras opiniões contrárias à hipótese de

mercados perfeitos e eficientes, nomeadamente às premissas dos autores, particularmente referente aos custos e impostos, personificadas a título de exemplo nos custos de agência (Jensen & Meckling, 1976).

Eugene Fama (1970) estabelece de uma forma mais explícita a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), defendendo que em mercados eficientes o preço de um ativo reflete consistentemente todas as informações, não existindo a possibilidade de se obter lucros anormais, tendo distinguido três tipos de eficiência: a fraca, a semiforte e a forte. Devido às críticas sofridas, Eugene Fama (1991) tornou a HME mais flexível, postulando que esta hipótese implica que os preços dos títulos revelam inteiramente todas as informações disponíveis.

Contudo, a HME continuou a ter críticas de diversos autores, como Shiller (1981), Le Roy e Porter (1981), Summers e Shleiffer (1990), Genotte e Leland (1990), Haugen (1999) e, mais recentemente, podemos enunciar o estudo empírico sobre ações Brasileiras de Cordeiro e Machado (2013).

2.4 Teoria residual dos dividendos

A teoria residual assenta na linha condutora que só após uma decisão ótima de investimento por parte da empresa, se procederá à distribuição dos dividendos. Esta distribuição por seu lado faz diminuir as disponibilidades para os investimentos, que serão financiados por emissão de novas ações ou capitais alheios. Todavia este capital tem um custo associado superior ao custo do capital próprio. Os dividendos são vistos como resíduo e a política de dividendos como residual.

O retorno é influenciado pela política de investimentos e não pela política de dividendos. Já os investidores são indiferentes à forma de retribuição do seu retorno, desde que este seja pelo menos igual ao exigido pelo mercado (Salsa, 2010).

2.5 Teoria da Sinalização

Esta teoria baseia-se na assimetria de informação, que é caracterizada por uma das partes ter

acesso privilegiado à informação, isto é, os gestores são detentores de mais informação sobre o futuro da empresa do que o mercado. Esta diferença de detenção de informação caracteriza a assimetria e os gestores utilizam-na, como uma “mais-valia”, para sinalizar o mercado sobre as suas expectativas futuras através da política de dividendos (Miller & Rock, 1985).

Os mercados financeiros avaliam as ações dos gestores e as implicações destas sobre os resultados e sobre o valor futuro da empresa (Damodaran, 2001), sendo os dividendos considerados como “veículos” de informação, de fácil acesso e pouco onerosos.

Lintner (1956) e Modigliani e Miller (1961) obtiveram evidências empíricas consistentes com esta teoria, ao constatarem que a maioria das empresas mantinha o *dividend payout*. Ali (2010) concluiu para bolsa de Bangladesh que o período de tempo escolhido para o anúncio da distribuição de dividendos sinaliza os investidores.

Lintner (1956) e Lie (2005) documentam uma resistência por parte dos administradores em aumentarem os dividendos quando existem boas possibilidades de terem de voltar a retroceder nessa decisão. Estes autores consideram que, numa situação de equilíbrio, as empresas apresentam uma política de dividendos compatíveis com as suas perspectivas de crescimento futuro. Por seu lado, o estudo de Brugni, Sarlo, Bastianello e Paris (2012) corrobora esta conclusão, encontrando evidências de que os resultados das empresas analisados em conjunto com os dividendos apresentavam melhor informação na previsão das cotações do que quando analisados individualmente, reforçando assim a ideia de que os dividendos são portadores de uma sinalização informativa.

Contudo, autores como Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) têm uma visão diferente da teoria de sinalização, através da “*maturity hypothesis*” defendem que os dividendos não sinalizam as boas notícias, pois uma empresa só deveria pagar dividendos quando as suas oportunidades de investimento estivessem esgotadas, associando os dividendos ao risco e a lucros decrescentes.

Esta teoria ainda hoje é cenário para estudos empíricos, como Corso, Kassai e Lima, (2010), Pietro, Decourt e Galli (2011), e Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012).

2.6 A Teoria de Pecking Order

Esta teoria, também conhecida como teoria da ordem ou hierarquia, foi reformulada por Myers e Majluf (1984). Os autores defendem que as empresas priorizam as suas fontes de financiamento, baseando-se na premissa de que o custo de financiamento aumenta com a informação assimétrica, defendendo que é mais barato recorrer à dívida do que emitir novos títulos.

O financiamento das empresas pode ter três fontes, financiamento interno, recurso à dívida e por último recurso ao capital próprio, sendo estas fontes hierarquizadas, por esta ordem pelos gestores (Fama & French, 2002; Myers & Majluf, 1984).

Myers e Majluf (1984) reconhece que este modelo, não explica a distribuição de dividendos, mas devem ser consideradas por afetar as decisões de dividendos, sendo que o *payout ratio* está negativamente relacionado com os investimentos e grau de alavancagem financeira. Os gestores retêm os lucros para financiar os investimentos preterindo a distribuição de dividendos aos acionistas, para não ter de submeter-se à fiscalização e avaliação externa do mercado, e estabelecem *dividend payouts* menores.

2.7 Teoria da agência

Teoria desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) que considera a empresa como um conjunto de contratos, onde os acionistas têm direito sobre os ativos e fluxos de caixa da empresa.

Acionistas e gestores procuram agir em defesa dos seus interesses próprios, onde cada qual tenta maximizar a sua utilidade. Esta maximização é alcançada sob visões e perspetivas diferentes que criam divergências e conflitos entre as duas partes. Estes conflitos tendem a ser eliminados, sendo que esta operação de eliminação gera custos, os quais são denominados de custos de agência.

Jensen e Meckling (1976) defendem o aumento da dependência do salário dos gestores em função dos resultados obtidos. Estes autores defendem ainda que o nível de endividamento e a distribuição de dividendos são instrumentos de controle sobre os gestores, pois ao diminuir os cash-flows disponíveis aumenta a pressão dos acionistas sobre a empresa (ou gestores) por parte do mercado, e esta pressão leva a um controle dos custos de agência. Por outro lado, Jensen e Meckling (1976) defendem o aumento da dependência do vencimento destes com os resultados obtidos, os autores defendem ainda que o nível de endividamento e a distribuição de dividendos são instrumentos de controle sobre os gestores, pois ao diminuir os cash-flows disponíveis, aumenta a pressão dos acionistas sobre a empresa / gestores por parte do mercado, esta pressão leva a um controle dos custos de agência.

Os autores defendem ainda que as oportunidades de crescimento proporcionam aumento no endividamento, obrigando que os executivos sejam mais eficientes (Jensen & Meckling, 1976).

Nesta ótica, o pagamento de dividendos tem um efeito positivo sobre o valor de mercado das empresas, perante a distribuição de dividendos o capital disponível diminui, diminuindo a margem de manobra dos gestores para manipular os recursos da empresa, (Silva, Santos, & Almeida, 2011).

DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004) concluíram que as empresas pagam dividendos para reduzir os custos de agência, associados a um indicador de endividamento baixo e a elevados fluxos de caixa. Uma ideia com aceitação unânime é a de que a flexibilidade de gestão é a peça que falta na resolução do puzzle.

As regras seguidas pelos gestores, por forma a mitigar os conflitos de agência têm sido investigadas sob a forma de “*governança corporativa*”. A qual considera a concentração de propriedade, a constituição do conselho de administração e a dívida, como instrumentos de controle destes conflitos, entre gestores e acionistas, (Reyna, 2012).

Almeida, Santos, Ferreira e Torres (2010) e Lameira (2012) concluem que a adoção de boas práticas de governança corporativa abre espaço

para uma gestão mais transparente, diminuindo a assimetria de informação e o conflito de agência.

2.8 Efeito clientela

Durante os anos de 1970, investigadores e teóricos acrescentaram uma nova variável na discussão sobre os determinantes da política de dividendos: o efeito dos impostos; concluindo que os dividendos criam uma desvantagem fiscal para os investidores, pois são tributados a uma taxa mais elevada do que os ganhos de capital, reduzindo a taxa de retorno líquida.

DeAngelo, DeAngelo, Skinner e Douglas (2009) defendem contrariamente ao exposto a existência investidores com preferência por ações que pagam dividendos, os investidores apresentam atitudes diferentes face às mesmas alternativas, esta preferência é considerada como efeito *clientela*. Este efeito foi originalmente sugerido por Modigliani e Miller (1961), os autores sugerem que as empresas, através da sua política de dividendos, atraem para si a sua própria “*clientela*”, cada investidor escolhe de acordo com as suas necessidades e pontos de vista, a empresa em que irá investir.

As preferências dos investidores dependem dos escalões de imposto em que se encontram. Investidores em baixos escalões de imposto preferem elevados dividendos, e vice-versa. Collins e Kemsley (2000) encontraram evidências empíricas de que a distribuição de dividendos não penaliza fiscalmente os investidores, estes mantem em carteira as ações com uma distribuição de dividendos relacionados com os seus escalões de imposto.

Outros fatores, como o risco, liquidez e situação fiscal de cada acionista, estão no suporte da escolha dos investidores. Neste mesmo âmbito, o trabalho de Holanda e Coelho (2012) indica que o efeito *clientela* influencia a política de dividendos das empresas brasileiras.

2.9 Teoria do Catering

Desenvolvida por Baker e Wurgler (2004), é uma teoria na área das finanças comportamentais que defende que as decisões sobre os dividendos são influenciadas pela demanda dos investidores,

e esta pode ser influenciada pelos sentimentos destes. Os gestores praticam uma política de dividendos elevados, quando os investidores estão dispostos a pagar um valor superior pelas ações que distribuem dividendos.

Quer seja por razões psicológicas, ou razões profissionais, o tipo de dividendos procurados pelos investidores varia ao longo do tempo, entre ações de rendimento, ou ações de crescimento. Outra ideia defendida pelos autores na base desta teoria são as estratégias de arbitragem, em que a construção de uma carteira de ações pode diversificar e eliminar o risco específico, contudo o sistémico é assumido.

3 HIPÓTESES, AMOSTRA E METODOLOGIA

Numa primeira fase, procede-se ao enquadramento das discussões de investigação a serem desenvolvidas e à enunciação das diferentes hipóteses a serem testadas, numa segunda fase, após a formulação das hipóteses, procede-se à apresentação e descrição da amostra, referenciando as fontes de informações utilizadas, o processo de tratamento dos dados e a definição operacional das variáveis- dependentes e independentes - incluídas no estudo, tendo a escolha destas, recaído sob as variáveis financeiras mais relevantes usadas em trabalhos empíricos com objetivos similares ao nosso, destacando-se a rentabilidade, a estrutura de capital, a dimensão, o risco e os resultados.

Numa terceira fase, descreve-se a metodologia de investigação usada, isto é, o modelo econométrico usado para estimar os resultados empíricos.

3.1 Hipóteses

As hipóteses de investigação inscrevem-se na lógica teórica da problemática do trabalho de investigação, baseada na literatura revista, e na lógica de testar os fatores determinantes da política de dividendos. As variáveis explicativas da política de dividendos são agrupadas em grupos como a rentabilidade, a dimensão, o valor de mercado, o

risco, estrutura financeira, liquidez e a estabilidade no pagamento de dividendos, entre outros, são atributos tidos como explicativos da política dos dividendos pelas diversas teorias financeiras.

Apresenta-se nos pontos seguintes o elenco de hipóteses de investigação baseadas na literatura e resultantes da articulação dos métodos utilizados na construção do modelo respeitante às variáveis a testar.

3.2 Base de literatura e formulação das hipóteses

A rentabilidade é um dos grupos de tributos recorrentes na explicação da política de dividendos, considerada em diversos estudos empíricos e teorias financeiras, sendo que estes tributos financeiros evidenciam a rentabilidade que a mesma empresa apresenta, espelhando o capital disponível e a distribuição destes fundos sob a forma de dividendos.

Autores como DeAngelo et al. (2004), Fama e French (2001), Lie (2005), Ribeiro (2010) e Yegon, Cheruiyot e Sang (2014) concluíram que as empresas com maiores níveis de rentabilidade apresentam uma tendência superior para o pagamento de dividendos. Esta conclusão leva-nos a esperar uma relação positiva entre a rentabilidade e os dividendos.

Com base na literatura mencionada, espera-se uma relação positiva entre a rentabilidade, resultados e os dividendos, por forma a testar esta relação formulam-se as seguintes hipóteses:

Hipótese 1: A rentabilidade da empresa está positivamente relacionada com os dividendos distribuídos pelas empresas portuguesas, *ceteris paribus*.

Hipótese 2: Os resultados da empresa estão positivamente relacionados com os dividendos distribuídos pelas empresas portuguesas, *ceteris paribus*.

O risco, avaliado pela estabilidade dos resultados, é também tido em conta e estudado em diversos estudos empíricos, sendo que este

apresenta uma relação negativa com os dividendos. Lintner (1956) e Grullon *et al.* (2002) concluem que empresas com menor nível de risco, apresentam maior tendência para pagar dividendos mais elevados.

Já Lie (2005) partilha da mesma conclusão, contudo em vez de recorrer aos resultados líquidos, usa os resultados operacionais e encontra evidências de que uma menor volatilidade dos resultados operacionais levam ao aumento da distribuição de dividendos. E conclui que após o aumento dos dividendos a volatilidade dos resultados decresce.

Autores como Ribeiro (2010), Moreiras *et al.* (2012) testam também a relação entre o lucro e a distribuição de dividendos. Esta possível relação negativa esperada entre a variabilidade dos resultados e os dividendos, levou à formulação e teste da seguinte hipótese:

Hipótese 3: A variabilidade dos resultados da empresa está negativamente relacionada com a distribuição de dividendos, *ceteris paribus*.

Lintner (1956), defende a existência de certa estabilidade na distribuição de dividendos, opinião defendida também por Ferreira *et al.* (2010) que encontrou uma relação positiva entre os dividendos, e os atribuídos no ano imediatamente anterior.

Grullon *et al.* (2005) concluem que os dividendos são afetados pelos resultados passados e presentes, sendo que os resultados futuros não apresentam evidência sobre os dividendos.

Ribeiro (2010) sugere que o lucro líquido e os dividendos relativos ao exercício económico anterior apresentam um efeito positivo e estatisticamente significativo, para as empresas do PSI 20. Recentemente Mubin *et al.* (2014) testa a estabilidade como determinante do pagamento de dividendos.

Com base no exposto, relativamente aos resultados e dividendos do exercício anterior, espera-se uma relação positiva para as duas variáveis, por forma a testar estes tributos, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 4: Os dividendos distribuídos no exercício econômico imediatamente anterior, estão positivamente relacionados com a distribuição de dividendos no ano seguinte, *ceteris paribus*.

Autores como Lintner (1956) e Ribeiro (2010) concluem que o aumento do valor do dividendo distribuído leva ao aumento do valor de mercado da empresa.

Espera-se assim uma relação positiva entre os dividendos distribuídos e o valor de mercado da empresa, medido através da cotação das suas ações e da sua capitalização de mercado.

Assim, sob estes fundamentos, recorreu-se à cotação da ação e à capitalização de mercado de cada empresa como variáveis explicativas do dividendo por ação.

Hipótese 5: O nível dos dividendos distribuídos está positivamente relacionado com o valor de mercado, *ceteris paribus*.

A dimensão é outro fator de muito relevo em estudos similares. Os estudos recentes de Gitzelle, Allen e Weeks (2013) e Mubin *et al.* (2014) corroboram a conclusão de Salsa (2010) de que a dimensão apresenta evidências estatisticamente significativas na explicação da distribuição de dividendos. Tendo por base esta relação entre a dimensão e a distribuição de dividendos, testa-se a seguinte hipótese:

Hipótese 6: Os dividendos distribuídos estão relacionados positivamente com a dimensão da empresa, *ceteris paribus*.

Outra variável financeira com elevada utilização nos estudos dos dividendos, são as oportunidades de crescimento / investimento das empresas. DeAngelo *et al.* (2004) verificam uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e investimento e o montante distribuído em dividendos, sendo que as empresas tendem a apenas distribuir dividendos quando apresentam elevados níveis de liquidez, baixo endividamento e falta de projetos de investimento é que distribuem

dividendos (Lie, 2005). Os indicadores do desempenho operacional são vistos como indicador de oportunidades de crescimento e investimento.

A autonomia financeira é um indicador, entre outros, de análise de equilíbrio financeiro das empresas usado para estimar o impacto do endividamento e risco na política de dividendos. Outro indicador frequentemente utilizado em estudos similares é a solvabilidade, como forma de avaliar o nível de solvência da empresa. Islam, Aamir, Ahmad e Saeed (2012) encontrou uma relação negativa entre o endividamento e os dividendos, conclusão confirmada por DeAngelo *et al.* (2004).

Entretanto, de acordo com Ribeiro (2010), os resultados não são consensuais entre os vários estudos empíricos. Assim, utilizar-se-á a autonomia financeira, o indicador de estrutura do endividamento, para testar a relação do endividamento com os dividendos.

Hipótese 7: Os dividendos distribuídos estão relacionados negativamente com o nível de dívida da empresa, *ceteris paribus*.

Hipótese 8: Os dividendos distribuídos estão relacionados negativamente com as oportunidades de investimento / crescimento da empresa, *ceteris paribus*.

3.3 Definição operacional das variáveis empíricas

Para que as hipóteses sejam encaradas como hipóteses científicas é necessário que estas sejam suscetíveis de refutação empírica. Desta forma, e na procura de respostas às hipóteses de investigação, considerou-se como variável dependente o valor do dividendo distribuído por ação (DIVAC), é o montante, em euros que a empresa distribui aos acionistas sob a forma de dividendos relativamente a cada um dos exercícios econômicos sobre os quais versa o estudo. A escolha recaiu sobre este indicador por este ser usado em diversos estudos empíricos com objetivos similares ao presente estudo, nomeadamente Lintner (1956), Watts (1973), Arrazola, Hevia e Mato (1992),

Bagues e Fumás (1995), Escuer e Cabestre (1995), Naceur, Goaiad e Belane (2006), Benzinho (2007), Ribeiro (2010) e Yegon *et al.* (2014).

Recorreu-se a um conjunto de variáveis independentes para a explicação do valor do dividendo distribuído por ação, e consequentemente dos fatores determinantes da política de dividendos seguida pelas empresas portuguesas.

Relativamente às variáveis independentes, são vários os indicadores econômicos e financeiros, associados às hipóteses de estudo, 13 variáveis se mostraram estatisticamente significativas após aplicação do método stepwise, as quais são a seguir explicadas:

Payout Ratio (PAYOUT) - Este indicador evidencia a parte dos resultados líquidos distribuídos sob a forma de dividendos num determinado exercício econômico. Esta variável foi incluída no nosso estudo por forma a verificar a política de estabilidade no pagamento de dividendos, o que nos levou a incluir no nosso modelo a variável (PAYOUTANT), isto é o indicador *payout* do ano anterior.

Rentabilidade Operacional do Ativo (RENDO-PAT) - A rentabilidade do ativo da empresa ou indicador *return on assets*, evidencia a capacidade dos ativos da empresa gerarem resultados, é incluída no estudo por forma a testar a significância da rentabilidade na política de dividendos. A escolha destas variáveis recai em estudos como Grullon *et al.* (2002) e Ribeiro (2010).

Dimensão - Testada no nosso modelo com recurso ao ativo líquido evidenciado nos relatórios e contas do final de cada exercício econômico, o volume de negócios (VNEG) evidencia o valor do volume de negócios de cada empresa, o volume de negócios por ação (VNEGAC), que é calculado pela divisão do volume de negócios e o nº de ações da empresa. O ativo por ação (ATIVAC), ou seja, o valor do ativo líquido de cada empresa dividido pelo seu número de ações. Estes atributos são usados frequentemente em estudos com objetivos semelhantes ao nosso, como os estudos de Salsa (2010) e de Ribeiro (2010).

Valor de mercado - O valor de mercado é um atributo testado em diversos estudos empíricos (Ribeiro, 2010), avaliado pelo valor da cotação das ações. No presente estudo, foi usado para o seu cálculo o valor de cotação referente ao último dia de cada ano, criando-se a variável cotação (COT). Outra variável usada foi o valor da capitalização bolsita (CAPBOLS) de cada empresa referente ao final de cada ano. A variável DIVYELDANT, também pode ser relacionada com o fator, valor de mercado, pois evidencia o indicador de rentabilidade do dividendo em relação ao valor da cotação das ações, do exercício anterior.

Dividend Yield (DIVYELD) - Este indicador evidencia a percentagem da remuneração do acionista dependente do dividendo. Os estudos de Campbell e Shiller (1998) com os dados dos EUA mostram que existe uma relação positiva entre o *dividend yield* e o valor de mercado da empresa. No nosso estudo introduziu-se a variável DIVYELDANT por forma a testar a estabilidade da política dos dividendos.

Lucro líquido por ação (RESLIQAC) - O lucro líquido é utilizado em estudos empíricos com objetivos similares ao presente, salientando-se os resultados obtidos por Lintner (1956) e Ribeiro (2010). Usamos o lucro líquido obtido pela empresa e evidenciado no final de cada exercício econômico, dividido pelo número de ações.

Resultado Operacional (RESOP) - O resultado operacional é utilizado, com a mesma finalidade do resultado líquido, é o valor obtido pela empresa e evidenciado no final de cada exercício econômico. Contudo, este é um indicador de desempenho operacional da empresa, que para muitos é visto como um indicador de avaliação das oportunidades de crescimento.

Dividendo do exercício anterior (DIVEXANT) - No intuito de verificar a estabilidade na distribuição de dividendos, no presente estudo empírico introduziu-se esta variável que se traduz nos dividendos por ação que a empresa distribui aos seus acionistas relativamente ao exercício econômico anterior.

Autonomia financeira (AUTFIN) - A autonomia financeira, sendo um indicador que se enquadra numa análise do equilíbrio financeiro a médio e longo prazo e que permite avaliar o nível de endividamento e risco associado à empresa, permite analisar a estrutura financeira de uma empresa. Surge como outro dos indicadores apontados na literatura revista como suscetível de explicar a política de dividendos da empresa. Este indicador determina a percentagem dos ativos que são financiados pelo capital próprio, espelhando a dependência da empresa em face de capitais de terceiros. De uma forma genérica, quanto maior o seu valor melhor e maior é a estabilidade financeira da empresa.

3.4 Amostra

O presente trabalho incide sobre o mercado bolsista português, sendo que as empresas incluídas na amostra respeitam os seguintes critérios de seleção:

- i. Foram incluídas na amostra final as empresas que permaneceram consecutivamente cotadas em bolsa durante no período temporal de 1997 a 2011 (15 anos);
- ii. Foram incluídas na amostra final as empresas que procederam à distribuição de dividendos em pelo menos um terço do período temporal (cinco anos), seguido ou interpoladamente. Este critério deve-se essencialmente ao motivo das empresas que fazem parte da praça portuguesa, não recorrem com muita frequência ao pagamento de dividendos, esta ocorrência poderá dever-se ao fato da bolsa portuguesa ser a menos valiosa da *Euronext Lisbon*. Contudo, outra justificação é as empresas reportarem resultados negativos no período temporal em estudo. Para que os dados da amostra apresentem critérios mínimos de coerência e evitar falhas de dados na construção do painel, evitando assim falhas.
- iii. Não foram incluídas na amostra final as empresas de natureza financeira e desportiva devido à especificidade que estes

sectores apresentam, bem como pelas suas estruturas de contas. Este critério já tinha sido seguido por outros autores, como Papadopoulas e Charalambidis (2007) e Ribeiro (2010).

A amostra final ficou, assim, reduzida a 12 empresas que cumprem integralmente os critérios de seleção anteriormente enunciados.

3.5 Fontes de dados

O presente estudo empírico recorreu a várias fontes de dados para obtenção dos dados necessários, sendo estas a *Euronext Lisbon*, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

Na CMVM, delegação do Porto, procedeu-se à consulta dos relatórios contabilístico-financeiros anuais em formato papel, relatórios sobre o governo das sociedades das empresas incluídas na amostra, compilando-se dados usados na determinação das variáveis empíricas.

Na *Euronext Lisbon* foram recolhidos os seguintes dados: cotação das empresas referentes à última cotação do ano que cada ação apresentava e o valor dos dividendos distribuídos aos acionistas.

3.6 Processo de tratamento dos dados

A amostra foi selecionada através do site da *Euronext Lisbon*, retirou-se uma lista das empresas cotadas a 31 de Dezembro de 2011, fazendo uma correspondência com a lista das empresas cotadas em 31 de Dezembro de 1997, obtida através da BVL.

Contudo, o contexto económico-financeiro português no período em estudo admitiu duas alterações que precisaram ser levadas em conta na análise dos relatórios contábeis e financeiros das empresas consideradas. A primeira foi a conversão da moeda nacional do escudo⁴ para o atual euro, os relatórios e contas das empresas no período de 1997 até 2000 inclusive apresentavam valores em escudos, por forma a termos valores uniformes e todos na mesma unidade de coerência, pelo que se procedeu ao câmbio escudo – euro, fazendo-se a correspondência de 1 euro equivaleria a 200,482

escudos. A segunda foi a alteração do sistema contabilístico Plano Oficial de Contabilidade (POC) para o sistema de Normalização contabilística (SNC).

Após estas particularidades aplicadas, procedeu-se ao cálculo de um conjunto de indicadores econômico-financeiros. Os dados necessários ao cálculo da variável dependente e dos atributos a testar foram primeiro importados para folhas de cálculo, onde algumas das transformações foram efetuadas. Apesar do ano base do estudo ser 1997, recorreu-se ainda a dados referentes a 1996 para cálculo de algumas variações e indicadores.

Após os cálculos dos vários indicadores, bem como das transformações consideradas necessárias e supracitadas, exportaram-se os dados para o *software* estatístico *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS), versão 19, com vista ao seu tratamento estatístico.

3.7 Metodologia do modelo de regressão linear múltipla

Por forma a testar os determinantes da política de dividendos, surge a inevitabilidade de procedermos à estimação de um modelo econométrico, por forma a concluir que tipos de relação apresentam as variáveis independentes na explicação da variável dependente.

Optou-se pela realização de uma pesquisa de índole quantitativa e correlacional. Quantitativa por recorrer a dados numéricos e correlacional porque visa explorar e determinar a existência de relações entre as variáveis no plano hipergeométrico.

A metodologia de investigação usada na construção do modelo para testar as hipóteses de objeto de estudo, por forma a atingir os nossos objetivos de investigação, recaiu, à semelhança de Ribeiro (2010) e Salsa (2010), no Modelo de Regressão Linear Múltipla (MRLM). Este modelo consiste numa técnica de análise de dados que assume que existe uma relação linear entre a variável dependente e um conjunto de variáveis explicativas, ou independentes (Gujarati, 2003). O recurso ao MRLM foi também motivado por este ser a metodologia mais recorrente em estudos na área das Finanças Empresariais. A tabela 1 resume

a metodologia usada em 31 estudos similares ao nosso, verificando-se que 54,8% dos estudos analisados recorrem ao MRLM.

TABELA 1 – Metodologias usadas em estudos desta área

Metodologia	Nº Trabalhos	Percentagem %
MRLM	17	54,8%
Dados em Painel	5	16,1%
RLM e Dados em Painel	2	6,45%
MRLM e Tobit	1	3,22%
Outros	6	19,35%
Total	31	100%

Na regressão realizada foi considerado o *p-value* para um nível de significância de 5%. A seleção das variáveis com poder discriminativo foi efetuada com recurso ao método *Stepwise*, por forma a obter o melhor modelo possível. Este método consiste na junção de dois outros métodos a Regressão Standard e a Regressão Hierárquica ou Sequencial, ou seja, é uma mistura de *Forward* e *Backward* que, segundo Marôco (2011) permite que a análise vá acrescentando ou retirando variáveis ao processo de análise automaticamente consoante a sua capacidade discriminativa e cumprimento dos pressupostos. Após obtenção do melhor modelo, testaram-se os pressupostos do MRLM pela análise do coeficiente de correlação (R), do coeficiente de determinação (R²), dos testes de resíduos de Durbin-Watson e da normalidade de Kolmogorov-Smirnov.

O coeficiente de determinação (R²) é uma medida de dimensão do efeito da variável independente sobre a variável dependente, como descrito pelo modelo de regressão (Marôco, 2011), e mede a variabilidade total que é explicada pela regressão.

Gujarati (2003) alega que as variáveis utilizadas no MRLM devem respeitar os pressupostos da normalidade de resíduos, homocedasticidade, linearidade dos coeficientes, ausência de correlação entre os resíduos e da multicolinearidade.

A relação funcional apresentada nos MRLM entre a variável dependente e as variáveis independentes é do tipo:

$$Y_i = b_0 + b_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + b_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i \quad (1)$$

(i = 1, ..., n)

Y_i – variável dependente, ou seja, o indicador de dividendos por ação;

β – Coeficientes da regressão a estimar;

X_i – variáveis independentes ou explicativas.

ε_i – erro ou variável aleatória.

Neste âmbito, testou-se o poder explicativo das variáveis independentes sobre a variável dependente, e o modelo final inclui apenas as variáveis que se apresentam estatisticamente significativas e que satisfazem os pressupostos do MRLM.

O método dos mínimos quadrados é o utilizado para estimar os parâmetros do modelo, em que as estimativas dos coeficientes de regressão são obtidas de modo a que os erros ou resíduos do modelo de regressão linear, calculados por $e_i = y_i - \hat{y}_i$, sejam mínimos, isto é, de forma que a distância entre y_i e \hat{y}_i seja a menor possível e onde \hat{y}_i são os valores esperados de acordo com o modelo. Assim sendo, a estimação dos coeficientes da regressão (β) é obtida depois de considerar o efeito das outras variáveis independentes sobre aquela dependente pela determinação do mínimo da função da soma dos quadrados dos erros (SQE) do modelo.

$$SQE = \sum_{k=1}^n \varepsilon_k^2 \quad (2)$$

Os pressupostos foram testados pela recorrência aos testes de ajustamento e pela interpretação gráfica.

Um dos pressupostos do modelo a validar é a homogeneidade dos resíduos, testada empiricamente através do teste White (White, 1980), sob as seguintes hipóteses:

H0: As variâncias dos resíduos são homogêneas, e

H1: as variâncias dos resíduos não são homogêneas.

A estatística do teste White (White, 1980) é dada por:

$$W = nR^2 \sim \chi^2_{[2p+(p-1)*p/2]} \quad (3)$$

O pressuposto da distribuição normal dos erros pode ser verificado graficamente (Marôco, 2011) através do gráfico de probabilidade normal (*normal probability plot*).

Outro dos pressupostos do modelo a ser validado é a multicolinearidade das variáveis explicativas, que ocorre quando as mesmas são altamente correlacionadas entre si. Este pressuposto pode ser avaliado através do fator inflacionário de variância (VIF). Quando este indicador apresenta o valor 1 corresponde à não existência de autocorrelação e quando apresenta valores acima do valor limite de 5 é considerada a existência de autocorrelação (Marôco, 2011).

A independência dos resíduos é outro dos pressupostos a ser validado; o qual se verifica através da estatística de Durbin-Watson, a qual mede a correlação entre cada resíduo e o resíduo para o período imediatamente anterior, testa a presença de autocorrelação entre os erros ou resíduos do modelo de regressão linear. Se a autocorrelação estiver presente num conjunto de dados, o modelo de regressão poderá ficar seriamente comprometido.

O pressuposto da independência dos resíduos é testado pelas seguintes hipóteses:

H₀: $\rho=0$ existe independência. **H₁:** $\rho \neq 0$ existe dependência.

$$d = \frac{\sum_{j=1}^{n-1} (e_{j+1} - e_j)^2}{\sum_{j=1}^n e_j^2} \quad (4)$$

Segundo Marôco (2011), de uma forma mais ou menos empírica, não rejeitamos H_0 se $d \approx 2,0 (\pm 0,2)$, mas de uma forma mais exata para este teste, deve-se comparar o valor de d com o limite inferior (d_L) e um limite superior (d_U), estes limites retiram-se da tabela “*Critical Values for the*



Durbin-Watson Test”, para um nível de significância de 5%, por forma a testar as hipóteses H_0 : não existe autocorrelação entre os resíduos VS H_1 : existe autocorrelação entre os resíduos.

O teste de Kolmogorov-Smirnov com a correção de Lilliefors é um teste de ajustamento à normalidade, sob as seguintes hipóteses, $H_0: X \sim N(\mu, \sigma)$ vs $H_1: X \sim N(\mu, \sigma)$.

A estatística de teste é dada pela maior diferença destas duas diferenças, isto é $D = \max \{ \max (|F(x_i) - F_0(x_i)|); \max (|F(x_{i-1}) - F_0(x_i)|) \}$ em que $F_0(X) \sim N(\mu, \sigma)$, o valor crítico da distribuição de Kolmogorov-Smirnov encontra-se tabelado e rejeita-se H_0 se $D \geq D_{tabela}(\alpha)$.

A estacionariedade da série foi outro dos pressupostos a serem verificados. Segundo Gujarati (2003) uma série temporal é estacionária se em todos os momentos da sua distribuição de probabilidade, a média e a variância são constantes ao longo do tempo. É esperado que os erros sejam independentes. Para verificar a presença de diferentes variâncias, utiliza-se a representação gráfica dos resíduos standardizados e os valores estimados. Se os resíduos se distribuírem de forma mais ou menos aleatória em torno de zero, a variância é constante. O pressuposto da distribuição normal dos erros é averiguado através do gráfico da probabilidade normal; recorreu-se ainda ao teste de raiz unitária por forma a avaliar a estacionariedade da série.

4 ANÁLISE AO MODELO

Nesta seção será abordada, em primeiro lugar, a validação dos pressupostos das metodologias de MRLM e de Dados em Painel, e em segundo lugar será feita a análise e discussão dos resultados dos modelos comparativamente.

4.1 Análise à estimação e validação de pressupostos do MRLM

No MRLM, pela aplicação do método *Stepwise*, foram propostos e testados 15 modelos diferentes, tendo sido selecionadas 13 variáveis independentes. Todas as variáveis consideradas

são estatisticamente significativas para um nível de significância de 5%, e traduz-se, tal como em Ribeiro (2010), no método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) com desvios padrões robustos. Este método revela-se adequado para colmatar eventuais problemas de heteroscedasticidade, suscetíveis de surgirem em amostras seccionais.

Para demonstrar a inferência estatística do modelo de regressão, que consideramos mais explicativo e robusto, iniciamos com uma abordagem à análise de variâncias do modelo, o que permite testar as hipóteses, $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$ vs $H_1: \exists i \neq \beta_i \neq 0; (i=1, \dots, k)$. O valor da estatística F que possui distribuição F-Snedecor, apresenta um valor de 45,018. A esta estatística está associada um *p-value* = 0,00, o que significa que é estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%, rejeitando-se H_0 em favor de H_1 , concluindo que o modelo é significativo.

Após a estimação da regressão, verifica-se que esta apresenta uma elevada capacidade explicativa, isto é as variáveis independentes testadas explicam 77,9% das variações da variável dependente, esta capacidade explicativa é superior a grande parte da apresentada pelos estudos similares, já que os dividendos seguem uma forma aleatória, *Random Walk*⁵.

A presença de multicolinearidade foi verificada através do VIF, sendo que o modelo não apresenta problemas de multicolinearidade, pela matriz de correlação de *Pearson*, conclui-se que as variáveis não apresentam correlação forte entre si.

Relativamente ao pressuposto da independência dos resíduos, através da tabela “*Critical Values for the Durbin-Watson Test*” não rejeitamos H_0 , pelo que se pode concluir pela não existência de autocorrelação entre os resíduos.

Pela análise dos gráficos de resíduos, *normal probability plot*, conclui-se que os resíduos apresentam uma distribuição normal, analisando o gráfico *scatterplot*, não estamos na presença de homocedasticidade, corroborou-se pelo teste de raiz unitária de que a série é estacionária.

O teste de Kolmogorov-Smirnov, usado para averiguar se os erros seguem uma distribuição normal, ao apresentar um *p-value* de 0,223 maior do que o nível de significância de 0,05 permite

concluir pela não rejeição de H0, ou seja, os dados possuem distribuição normal, e podemos concluir que nos modelos não existe violação aparente dos pressupostos.

A tabela nº 2 apresenta o resumo de modelos testados, o último modelo foi considerado

como o melhor modelo explicativo, onde estão explícitos os coeficientes de determinação, os coeficientes de determinação ajustados, a estatística de Durbin Watson e a estatística F.

TABELA 2 – Resumo dos outputs de alguns modelos estatisticamente significativos.

	Sinal Esperado	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
CONST.		,096***	-,022	-,143***	-,203***
DIVEXANT	+	,572***	,321***	,255***	,190***
VARCOT	+		,005***	,004***	,004***
DIVYELD	+		3,028***	2,533***	2,759***
DIVYELDANT	- / +		-2,009***	-1,670***	-1,695***
CAPBOLS	+		7,45E-12***	7,84E-12***	9,52E-12***
CF. INVEST. AÇÃO	-		,027***	,003	,087
ATIVAC	+		,004***	,008***	,010***
VNEGAC	+ / -		-,003***	-,003***	-,004***
PAYOUT	+			,053***	,059***
AUTFIN	+			,157**	,147*
RENDOPAT	+			,628*	1,018***
RESLIQAC	+				,009**
PAYOUTANT	+				,044*
RESOP	+ / -				-3,11E-11*
R		,576	,853	,871	,883
R ²		,332	,728	,758	,779
R ² a		,329	,715	,742	,762
D W		1,775	1,784	1,820	1,817
F		88,607***	57,252***	47,823***	45,018***

Variável dependente: Valor do dividendo por ação

*significância p <0,05; ** significância p <0,01; *** significância p <0,001

4.2 Análise e discussão dos resultados

Pela análise dos valores absolutos dos coeficientes de regressão estandardizados, verifica-se que as variáveis que apresentam maiores contribuições relativas na explicação dos dividendos por ação, são o ativo por ação, o dividendo yield, a capitalização de mercado, a rentabilidade operacional do ativo e volume de negócios por ação.

Analisando o efeito explicativo das variáveis independentes sobre a variável dependente, comprova-se relativamente à variável DIVEXANT que os resultados evidenciam um efeito

significativamente positivo sobre os dividendos por ação distribuídos aos acionistas, sugerindo, deste modo, que as empresas não financeiras cotadas no mercado de capitais português apresentam uma tendência para manterem certa estabilidade na sua política de dividendos. Esta estabilidade é também comprovada pela variável PAYOUT, PAYOUTANT, DIVYELD, indo ao encontro das conclusões de autores como Lintner (1956), Ferreira *et al.* (2010) e Ribeiro (2010).

Já a variável DIVYELDANT apresenta uma relação negativa com o montante de dividendos distribuídos, sendo esta relação justificada

devido a este indicador evidenciar a percentagem da remuneração dos acionistas dependentes do dividendo, ocorrendo uma distribuição sob a forma de dividendos, produzirá um aumento do valor da cotação, esta valorização da cotação altera a percentagem de remuneração ao acionista sob a forma de dividendos, no ano seguinte, *ceteris paribus*.

A variável COT e CAPBOLS apresentam um efeito significativamente positivo sobre o montante de dividendos por ação. Deste modo, os resultados obtidos parecem sugerir que a cotação das ações e a capitalização de mercado influenciam a política de dividendos, isto é, as ações transacionadas a uma cotação mais alta no mercado de capitais, permitem aos investidores auferir montantes mais elevados de dividendos por ação. Esta conclusão é, também, corroborada pela análise das variáveis DIVYELD e DIVYELDANT, como referenciado anteriormente, e vai ao encontro das conclusões obtidas por autores como Gordon (1959) e Ribeiro (2010), que afirmam que o aumento do valor do dividendo distribuído leva ao aumento do valor de mercado da empresa, e vice-versa.

A variável RESLIQAC evidencia um efeito significativo e positivo na relação com os dividendos, leva-nos a concluir que um maior resultado evidenciado no final do exercício económico proporciona uma maior distribuição de dividendos, esta conclusão vai ao encontro da conclusão encontrada por Lintner (1956), e a teoria da relevância dos dividendos, contrariando a evidência de uma relação negativa entre os resultados líquidos e os dividendos distribuídos, encontrada por Ribeiro (2010).

Contrariamente à hipótese formulada sobre o lucro líquido, os resultados operacionais *RESOP* que evidenciam os resultados da atividade operacional da empresa, são estatisticamente significativos no modelo; contudo apresentam uma relação negativa com a distribuição de dividendos, esta relação negativa pode ser explicada pela criação de oportunidades de crescimento e investimento que um valor elevado apresentado por estes resultados cria para as empresas.

O investimento e oportunidades de crescimento são variáveis financeiras com elevada utilização em estudos com objetivos similares ao nosso e frequentemente medidas pelo crescimento das vendas. Contudo esta variável não se mostrou significativa na explicação dos dividendos na praça portuguesa, esta não significância é coincidente com o estudo de Ribeiro (2010).

Os resultados apresentados pela variável *RESOP* sugerem que os fluxos resultantes das atividades operacionais, permite criar oportunidades de investimentos pelas empresas, sendo a distribuição de dividendos preteridos perante o investimento, parecendo reforçar a ideia de que as empresas tendem a reter os resultados para os investir em detrimento da sua distribuição, ideia defendida por DeAngelo *et al.* (2004) e Patra, Poshakwale e Ow-Yong (2012).

A variável *RENDOPAT*, pelo sinal positivo evidenciado, leva-nos a concluir que uma maior rentabilidade proporciona uma maior distribuição de dividendos. Esta conclusão é coincidente com as obtidas por DeAngelo *et al.* (2004), Fama e French (2001), Naceur *et al.* (2006) e Holanda e Coelho (2012), contrariando por sua vez evidências encontradas por Guzmán (2004) e Ribeiro (2010).

A variável *VNEGAC* como indicador da dimensão empresarial, contrariamente ao esperado, apresenta uma relação negativa com os dividendos distribuídos com evidência estatística significativa. Este resultado contraria as evidências encontradas por Ribeiro (2010), apesar de estas terem sido obtidas para o volume de negócios em valor absoluto e não valor por ação.

A relação apresentada por esta variável para com os dividendos distribuídos por ação, em que um aumento no volume de negócios proporciona oportunidades de crescimento da empresa, permite observar que um aumento de valor apresentado por esta variável leva a empresa a investir por forma a crescer no mercado, nacional ou internacional, preterindo os dividendos ao investimento. A constatação desta relação negativa entre as oportunidades de crescimento e a distribuição de dividendos vai ao encontro das evidências empíricas e conclusões encontradas

por autores como Patra *et al.* (2012) e Gizelle *et al.* (2013).

A dimensão, medida pela variável ATIVAC, apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa com os dividendos, defendendo a ideia de que empresas de maior dimensão pagam mais dividendos, o que vai ao encontro da conclusão defendida por Holanda e Coelho (2012) e Gizelle *et al.* (2013).

No presente estudo, a disponibilidade de meios líquidos e a sua estrutura financeira, testada sob indicadores de liquidez, solvência e *cash flow*, não mostraram ser significativos, com exceção da variável AUTFIN, que apresenta uma relação positiva na explicação dos dividendos distribuídos. Este indicador expressa a participação do capital próprio no financiamento, possibilitando analisar o grau de alavancagem da empresa, em que um aumento deste indicador implica uma diminuição do nível de endividamento e permitirá um aumento nos dividendos.

Sendo que o indicador de autonomia financeira determina a percentagem dos ativos que são financiados pelo capital próprio. De uma forma genérica, quanto maior for este indicador maior estabilidade financeira é apresentada pela empresa, conclusão também obtida por DeAngelo e DeAngelo (2009). No entanto, Ribeiro (2010) sugere que a autonomia financeira não é estatisticamente significativa.

Quanto à variável solvência, medida da estabilidade financeira da empresa no presente estudo, não se mostrou estatisticamente significativa.

O risco, avaliado pela estabilidade/volatilidade dos resultados, foi testado empiricamente, não se evidenciando estatisticamente significativo na explicação do montante de dividendos distribuídos por ação, contrariamente aos resultados de Litner (1956) e Grullon *et al.* (2002), que concluíram que um aumento dos dividendos é efetuado por empresas com menor nível de risco.

5 CONCLUSÕES GERAIS

Tal como foi referido na parte inicial do trabalho, a política de dividendos tem sido uma

das áreas das finanças empresariais que tem recebido mais trabalhos de investigação empírica e teórica. O presente estudo teve por base identificar os fatores determinantes da política de dividendos das empresas não financeiras do mercado de capitais português, tendo sido aplicado o método dos mínimos quadrados ordinários num MRLM em que a variável dependente é o dividendo por ação que a empresa distribui aos seus acionistas.

De acordo com ótica da Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976), a rentabilidade ao ser distribuída sob a forma de dividendos pode ter uma função mediadora de conflitos existentes entre investidores e gestores. Já sob a gênese da Teoria da Sinalização, a distribuição de dividendos pode ser uma das formas de sinalização ao mercado.

As conclusões do estudo para o indicador rentabilidade permitem ir ao encontro da opinião de que as empresas cotadas na bolsa portuguesa, que evidenciam um maior nível de rentabilidade e resultados líquidos por ação, apresentam maior tendência para pagar dividendos. O que mostra estar em consonância com a Teoria da Relevância dos Dividendos.

Contrariamente à evidência dos resultados líquidos, obteve-se uma relação negativa pelos resultados operacionais, concluindo que este indicador apresenta um movimento contrário da variável explicada e indicando que não é um valor mais elevado dos resultados operacionais que fará aumentar o montante distribuído em dividendos. Pelo que pode concluir-se que perante oportunidades de crescimento as empresas optam por reter resultados para investi-los.

Relativamente à influência exercida na política de dividendos pelo nível de dívida apresentado pela empresa, conclui-se que os dividendos estão negativamente relacionados com a dívida, isto é uma empresa muito endividada tem tendência a pagar menos dividendos.

O presente estudo permite concluir que as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, ao distribuírem dividendos apresentam uma valorização da cotação das suas ações e conseqüentemente da sua capitalização de mercado.

As empresas que permaneceram no índice bolsista da *Euronext Lisbon*, no período de 1997 a

2011, apresentam uma tendência de manutenção e estabilidade no *payout*, concedendo privilégio à prática de uma estabilidade na sua política de dividendos, encontrando-se também aqui evidências coincidentes com o modelo de Lintner (1956). Relativamente à indicação da política de dividendos das empresas, num determinado exercício económico, esta é influenciada positivamente pelos dividendos do exercício anterior.

Quanto à dimensão empresarial, os resultados obtidos através de uma relação positiva e significativa, permitem concluir que as empresas de maior dimensão mostram tendência a pagar mais dividendos, o que é coerente com a Teoria de Agência.

As conclusões dos vários estudos empíricos sobre a política de dividendos, como referido anteriormente, não são consensuais, o que nos leva a acreditar que ainda muito se pode investigar nesta área.

NOTAS

1. *Cash-flows* é o saldo entre as entradas e saídas dos meios líquidos (dinheiro), decorrentes das atividades da empresa.
2. *Trade-off* significa uma situação de conflito de escolha, optar por A em detrimento de B, a decisão quando é tomada existe compreensão total dos dois lados da escolha.
3. *Trade-off* significa uma situação de conflito de escolha, optar por A em detrimento de B, a decisão quando é tomada existe compreensão total dos dois lados da escolha.
4. *Escudo* foi a moeda nacional de Portugal desde 22 de Maio de 1911 até à entrada em circulação do Euro em 1 de Janeiro de 2002.
5. *Random Walk*, é a terminologia usada para descrever o passeio aleatório que os dividendos mostram seguir.

REFERÊNCIAS

- Ali, M. (2010). Effect of dividend on stock price in emerging stock market: a study on the listed private commercial banks in DSE. *International Journal of Economics and Finance*, 2(4), 52-64.
- Almeida, M., Santos, J., Ferreira, L., & Torres, F. (2010). Determinantes da qualidade das práticas

de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto que possuem investimentos públicos. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 12(37), 369-387.

Arrazola, M., Hevia, J., & Mato, G. (1992). Determinantes de la distribución de dividendos. *Investigaciones Económicas*, 16(2), 235-258.

Bagüés, E., & Fumás, V. (1995). Explicaciones alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles. *Investigaciones Económicas*, 19(3), 329-348.

Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.

Benzinho, J. (2007). The dividend policy of the Portuguese corporations: evidence from Euronext Lisbon. [MPRA Paper nº 1137]. *Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra – ISCAC*, Coimbra, Portugal.

Black, F. (1976). The dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5-8.

Brugni, T., Sarlo, A., Neto, Bastianello, R., & Paris, P. (2012). Influence of dividends on the earnings informativeness: empirical evidence in the BM&FBovespa. *Revista Universo Contábil*, 8(3), 82-99.

Campbell, J., Shiller, R. (1998). Valuation Ratios and the long-run stock market outlook. *Journal of Portfolio Management*, 24(2), 11-26.

Collins, J., & Kemsley, D. (2000). Capital gains and dividend taxes in firm valuation: evidence of triple taxation. *The Accounting Review*, 75(4), 405-427.

Cordeiro, R., & Machado, M. (2013). Estratégia de valor ou de crescimento? Evidências empíricas no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 15(46), 91-111.

Corso, R. M., Kassai, J. R., & Lima, G. A. S. F. (2010, julho). Distribuição de dividendos

e juros sobre capital próprio versus retorno de ações. *Anais do Congresso USP Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 10. Recuperado de <http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos102010/141.pdf>

Damodaran, A. (2001). *Corporate finance: theory and practice*. (2nd ed.). Hoboken, NJ: Wiley.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72(3), 425-456.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner D., & Douglas J. (2009). Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance*, 3(2-3), 95-287.

Escuer, M., & Cabestre, F. (1995). El valor informativo de los dividendos sobre los beneficios futuros en el mercado de capitales español. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 24(82), 201-220.

Fama, E. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Fama, E. (1991). Efficient capital markets II. *Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617.

Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(1), 67-79.

Fama, E., & French, K. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.

Ferreira, W., Jr., Nakamura, W., Martin, D., & Bastos, D. (2010). Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. *FACEF*, 13(2), 190-203.

Genotte, G., & Leland, H. (1990). Market liquidity, hedging and crashes. *American Economic Review*, 80(5), 999-1021.

Gizelle, P., Allen, M., & Weeks, S. (2013). Determinantes da política de dividendos para as empresas de ADR. *Administração Financeira*, 39(12), 1155 – 1168.

Gordon, J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Review Management Science*, 3(1), 102-110.

Gordon, J. (1959). Dividends, earnings and stock price. *Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105.

Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity?. *The Journal of Business*, 75(3), 387-424.

Grullon, G., Michaely, R., Banerzi, S., & Thaler, R. (2005). Dividend changes do not signal changes in future profitability. *Journal of Business*, 78(5), 1659-1682.

Gujarati, D. (2003). *Basic econometrics* (4th ed.). Boston: McGraw-Hill.

Haugen, A. (1999). *The inefficient stock market*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

Holanda, A., & Coelho, A. (2012). Dividendos e efeito clientela: evidência no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, 52(4), 448-463.

Islam, T., Aamir, M., Ahmad, A., & Saeed, M. (2012). Determinants and motivators of dividend policy: a study of cement industry of Pakistan. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 3(2), 103-108.

Jensen, C.; Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Lameira, V. (2012). As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(42), 7-25.

Le Roy, F., & Porter, R. (1981). The present value relation: teste implied variance bounds. *Journal Econometric Society*, 49(3), 555-574.

- Lie, E. (2005). Financial flexibility, performance and the corporate payout choice. *The Journal of Business*, 78(6), 2179-2201.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Marôco, J. (2011). *Análise Estatística com o SPSS Statistics*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Miller, H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-105
- Modigliani, F., & Miller, H. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Moreiras, L., Tambosi Filho, E., & Garcia, F. (2012). Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. *Revista Administração*, 47(4), 671-682.
- Mubin, M., Ahmed, M., Farrukh, M., Lal, I., & Hussain, A. (2014). Determinants of dividend with industry – wise effect – Evidence from KSE 100 Index. *Journal of Finance and Accounting*, 5(3), 62-69.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and Investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Naceur, S., Goaid, M., & Belane, S. A. (2006). On the determinants and dynamics of dividends policy. *International Review of Finance*, 6(1-2), 1-23.
- Papadopoulos, D. & Charalambidis, D. (2007). Focus on presente status and determinants of dividend payout policy: Athens stock exchange in prespective. *Journal of Financial Management and Analysis*, 20(2), 24-37.
- Patra, T., Poshakwale, S. & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1079-1087.
- Pietro, J., Neto, Decourt, R., & Galli, O. (2011). Proventos – a teoria da sinalização: variações de mercado. *Revista de Administração FACES*, 10(4), 150-168.
- Reyna, J. (2012). A interação entre mecanismos internos e externos da governança como propulsor na criação de valor: um estudo internacional. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(43), 143-158.
- 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(1-2), 15-25.
- Salsa, M. L. C. R. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Encontros científicos, Tourism e Management Studies*, 6, 162-174.
- Shiller, J. (1981). Do Stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends. *American Economic Review*, 71(3), 421-436.
- Silva, E., Santos, J., & Almeida, M. (2011). Conselho de administração: uma análise da influencia nos níveis de endividamento. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 13(41), 440-453.
- Summers, H., & Shleiffer, A. (1990). The noisy trade approach to finance. *Journal of Economic*, 4(2), 19-33.
- Tavares, F. (2013). *Avaliação imobiliária: entre a ciência da avaliação e a arte da apreciação*. Porto: Editora Vida Económica.
- Watts, R. (1973). The information content of dividends. *Journal of Business*, 46(2), 191-211.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817-838
- Yegon, C.; Cheruiyot, J., & Sang, J (2014). Effects of dividend policy on firm's performance: econometric analysis of listed manufacturing firms in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(12), 136-144.