

Instituto Politécnico de Lisboa

Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa



Dissertação de Mestrado

A política de dividendos das empresas portuguesas

Antónia de Jesus Bento Barras

Lisboa, novembro 2019

Instituto Politécnico de Lisboa

Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa

A política de dividendos das empresas portuguesas

Antónia de Jesus Bento Barras

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

Constituição do Júri:

Prof. Especialista José Nuno Sacadura – Presidente

Prof. Especialista Mário Mata – Arguente

Prof. Doutor Joaquim Ferrão - Vogal

Lisboa, novembro 2019

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

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

Dedicatória

Aos meus pais, irmão e avó.

Agradecimentos

Ao meu orientador, Professor Doutor Joaquim Ferrão, o meu enorme agradecimento por toda a disponibilidade, orientação, ajuda e sugestões ao longo de toda a dissertação.

Agradeço principalmente aos meus pais, por todas as oportunidades que me proporcionaram, por todo o apoio e conselhos, por nunca me julgarem e essencialmente por estarem sempre do meu lado.

Agradeço a toda a minha família e amigos, por estarem sempre presentes.

Ao Flávio, agradeço a paciência, incentivo e apoio nesta fase mais complicada e de menor disponibilidade. Agradeço, por sempre, ter acreditado em mim.

À Eduarda, à Vera, à Isabel e à Sara, agradeço todo o apoio, paciência e conselhos, foram um suporte essencial nesta fase.

Os meus sinceros agradecimentos.

Resumo

A política de dividendos é uma das decisões mais relevantes que constam na vida das empresas. Esta é, uma área das finanças empresariais que mais estudos abrange, e também que causa menos consentimento na comunidade científica. Existem cada vez mais estudos e teorias que analisam os dividendos distribuídos pelas empresas.

A presente dissertação examinará a política de dividendos das empresas portuguesas e o seu impacto. Será objetivo principal verificar se a política de dividendos é determinada pelas características das empresas ou, se será resultado das influências externas e do contexto económico e financeiro. Outros pontos fulcrais investigados são o grau de estabilidade da política de dividendos e ainda, a existência de disparidades entre empresas cotadas e não cotadas em Bolsa. Optou-se pela introdução de variáveis macroeconómicas visto existir pouca literatura a nível nacional.

A amostra do estudo, é constituída por 4 304 observações (empresas/ano), mais concretamente 574 empresas portuguesas, durante um período de oito anos, 2010 a 2017.

Foram utilizadas regressões lineares múltiplas tendo em conta as variáveis dependentes, dividendos distribuídos e *payout ratio*. Os resultados sugerem que, na regressão dos dividendos, apenas os dividendos referentes ao ano anterior e a rentabilidade operacional do ativo são estatisticamente significativas para a maioria dos anos. Confirma-se que, tal como Lintner (1956), quando apresentou a política de dividendos estável, é demonstrado que o dividendo distribuído no ano anterior é estatisticamente significativo e apresenta relação positiva com a variável dependente. Quanto à regressão do *payout*, não se confirma a existência de estabilidade do *payout*, uma vez que, não se conseguiu obter significância do modelo.

Ao introduzirmos as variáveis macroeconómicas no estudo, observou-se que estas não apresentam relevância estatística. Apenas o IPC demonstra relação positiva com a variável dependente dividendos, ou seja, quando se verifica um aumento do nível de preços deduz-se que as empresas aparentam aumentar os seus pagamentos de dividendos. O PIB e a taxa de juro (OT10) apresentam relação negativa com os dividendos.

Palavras-Chave: Política de Dividendos, Dividendos, Empresas portuguesas, estabilidade, Teoria da Agência, Portugal

Abstract

The dividend policy is one of the most relevant decisions for companies. This is the area of business finance that covers more studies and causes less understanding in the scientific community. There are more and more studies and theories that analyze dividends distributed by companies.

This dissertation will examine the dividend policy of Portuguese companies and its impact. The main goal will be to understand whether dividend policy is determined by the characteristics of companies or whether it is the result of external influences and the economic and financial context. Other investigated key points include the degree of stability of the dividend policy and the existence of disparities between listed and unlisted companies. The introduction of macroeconomic variables was chosen as there is little literature at national level.

The study sample consists of 4 304 observations (companies/year), namely 574 portuguese companies, over a period of eight years, 2010 to 2017.

Multiple linear regressions were used taking into account dependent variables, dividends and payout ratio. The results suggest that in the dividend regression only the dividends regarding the previous year and the operating return on the asset are statistically significant for the majority of the years. It is confirmed that, as Lintner (1956) showed, when presenting the stable dividend policy, the dividend distributed in the previous year is statistically significant and has a positive relationship with the dependent variable. Regarding the payout regression, the existence of payout stability is not confirmed, since the significance of the model was not obtained.

By introducing macroeconomic variables in the study, it was observed that they are not relevant. Only the global inflation rate shows a positive relationship with the dependent dividend variable, i. e., when the price level increases, it appears that companies increase their dividend payments. GDP and interest rate are negatively related to dividends.

Keywords: Dividends policy, dividends, Portuguese companies, stability, agency theory, Portugal

Índice

Índice de Tabelas.....	12
Índice de Gráficos	12
Lista de Abreviaturas	13
Capítulo I – Introdução	14
Capítulo II – Enquadramento Teórico.....	16
2.1. Definição de Dividendos.....	16
2.2. Breve História dos Dividendos	18
2.3. Política de Dividendos: Teorias	19
2.3.1. Teoria da Relevância dos dividendos.....	20
2.3.2. Teoria da Irrelevância da política de dividendos.....	21
2.3.3. Teoria da Agência	22
2.3.4. Teoria do Efeito Clientela	24
2.3.5. Teoria da Sinalização	25
2.3.6. Teoria do Ciclo de Vida	26
2.3.7. Assimetria de Informação	28
2.3.8. Teoria <i>Pecking Order</i>	29
2.3.9. Teoria do <i>Catering</i>	29
2.4. Fatores determinantes que afetam a política de dividendos	30
2.4.1. Resultados e Rendibilidade	31
2.4.2. Estabilidade	31
2.4.3. Tangibilidade.....	32
2.4.4. Liquidez.....	32
2.4.5. Dimensão.....	33
2.5. O desaparecimento dos dividendos	33
2.6. Recompra de Ações.....	35
Capítulo III – Metodologia e Dados.....	38
3.1 – Objetivos e metodologia de investigação.....	38
3.2 – Amostra, dados e recolha de informação	38
3.3 – Variáveis, Hipóteses e Modelos	41
3.3.1. Definição das variáveis	41
3.3.2. Hipóteses do estudo.....	49
3.3.3. Modelos e variáveis de análise.....	50
3.4 – Tratamento de dados e método de estimação.....	51
Capítulo IV – Resultados Obtidos.....	53
4.1 – Tendências de Evolução.....	53

4.2 – Estatística Descritiva.....	56
Capítulo V – Conclusão	66
Referências Bibliográficas	69
Anexos.....	76

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Distribuição do número de empresas por setor de atividade económico.....	40
Tabela 2 – Taxa média de crescimento das vendas para o ciclo de vida das empresas	46
Tabela 3 – Variáveis a testar para os modelos	48
Tabela 4 – Estatística Descritiva das Variáveis.....	56
Tabela 5 – Matriz de Correlação entre Variáveis.....	57
Tabela 6 – Resultados do modelo de estimação.....	58
Tabela 7 - Resultados do modelo de estimação	62
Tabela 8 – Resultados do modelo de estimação através de Fixed-effects e Random-effects	63
Tabela 9- Payout médio.....	64
Tabela 10 - Resultados do modelo de estimação	64
Tabela 11 - Resultados do modelo de estimação	65

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução das empresas que distribuem dividendos, nos 8 anos.	53
Gráfico 2 - Evolução do total de ativos das empresas no período de 2010 a 2017	54
Gráfico 3 - Evolução dos dividendos pagos pelas empresas.....	54
Gráfico 4 - Evolução da distribuição de dividendos das empresas SGPS.....	55

Lista de Abreviaturas

BIST - Bolsa de Valores de Istanbul

CAE - Código das Atividades Económicas

CF - *Cash-flow*

DIV - Pagamento de Dividendos

EBIT - *Earnings Before Interests and Taxes*

EU - União Europeia

EUA - Estados Unidos da América

FE – *Fixed-Effects*

HME - Hipótese de Mercado Eficiente

INE - Instituto Nacional de Estatística

IPC - Taxa de Inflação Global

M&M - Modigliani e Miller

MRLM - Modelo de Regressão Linear Múltipla

OT10 - Taxa de Juro

PAYOUT - *Payout Ratio*

PIB - Produto Interno Bruto

PSI-20 - Índice de referência do mercado de ações da *Euronext* Lisboa

RE – *Random-effects*

ROA - Rendibilidade Operacional do Ativo

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SGPS - Sociedades Gestoras de Participações Sociais

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

TAMANHO - Dimensão

VPL - Valor Presente Líquido

Capítulo I – Introdução

Desde sempre que, compreender a exata capacidade financeira de uma empresa é um desafio que se colocou aos *stakeholders* das empresas, sejam eles investidores, credores, clientes, reguladores ou auditores.

No contexto das finanças empresariais, um dos temas mais debatidos é a política de dividendos das empresas. Os dividendos surgem inicialmente a par da criação da unidade empresarial. A modernização da empresa construiu o fator mais relevante na evolução dos dividendos (Farinha e Soro, 2012). Os dividendos são a parte do lucro que as empresas produzem que é distribuído pelos seus acionistas. As empresas podem reter resultados ou então distribuí-los pelos seus acionistas. A política de dividendos é importante quer para os acionistas que têm a expectativa de receber os seus dividendos de forma continuada e gradual, quer para a administração das empresas que deve decidir sobre a distribuição, ou não, dos resultados (Brigham e Houston, 1999; Salsa, 2009).

Ao longo dos anos, muitas têm sido as investigações concretizadas sobre a política de dividendos das empresas portuguesas, no entanto as conclusões são contraditórias. Atualmente, é uma questão que continua a ser de extrema importância. É importante referir que, as empresas portuguesas se encontram em desvantagem quando comparadas com outras da Europa, e por isso a importância desta investigação alusiva às empresas portuguesas.

Nos primórdios, Lintner (1956) concluiu que o resultado líquido do exercício e o *payout* anterior eram os fatores determinantes da política de dividendos. Já a ideia criada por Gordon (1959) determinava a importância da distribuição de dividendos para a criação de valor da empresa. No entanto, esta teoria foi colocada em causa pela Teoria da Irrelevância dos Dividendos expandida por Modigliani e Miller (1961).

De acordo com Modigliani e Miller (1961), a política de dividendos não terá impacto no valor das empresas, uma vez que os investidores podem vender ações, não necessitam dos dividendos para adquirir liquidez, não estão dispostos a pagar, por empresas com *payout* elevado, preços também elevados. Estes autores assumem pressupostos muitos restritivos, afirmam a existência de mercados perfeitos, investidores racionais, ausência de impostos, ausência de custos de transação e assimetria de informação, e por assumirem estas preposições, concluíram a irrelevância da política de dividendos.

No entanto, outros autores contrariaram o pensamento de Modigliani e Miller (1961), foram verificadas premissas que provam que os mercados não são perfeitos e que os dividendos afetam o valor da empresa, provou-se a existência de impostos, de assimetria de informação entre os agentes económicos, e fiscalidade diferente em ganhos de capital. Fama e French (2001) determinavam o decrescimento da tendência das empresas para o pagamento de dividendos, Denis e Osobov (2007) concluíram que as empresas já instaladas no mercado continuam a pagar dividendos generosos e que não demorará muito até as empresas mais recentes iniciarem o pagamento.

Como se verifica, existe uma enorme controvérsia relativamente a esta temática.

Com a presente investigação, e para diferenciar de outros estudos, pretende-se analisar a estabilidade da política de dividendos, e ainda perceber a diferença da política de dividendos entre empresas cotadas e empresas não cotadas.

Neste estudo, os dados apresentados correspondem a empresas portuguesas, sendo que se optou por selecionar todas as contas individuais das empresas que têm contas consolidadas, no pressuposto que são as empresas “mãe” dos grupos.

Pretende-se verificar as variáveis que possam ser consideradas determinantes na política de dividendos das empresas portuguesas. Deste modo, para diferenciar o estudo introduziu-se além das variáveis inerentes às empresas, variáveis macroeconómicas que afetam a economia. Esta temática foi pouco desenvolvida e estudada na literatura. Nestas variáveis procura-se perceber qual a relação com os dividendos distribuídos pelas empresas.

Para a amostra da presente dissertação foi utilizada a base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos). A amostra ficou constituída por um total de 574 empresas no período de 2010 a 2017. Optou-se por iniciar a análise em 2010 uma vez ter sido neste ano que o SNC deu entrada em vigor, para as contas individuais. Este período foi escolhido com o intuito de perceber qual a influência da crise para os resultados bem como a recuperação das empresas.

De modo a verificar a relação existente entre as variáveis dependentes (dividendos e *payout ratio*) e independentes que constituem as hipóteses em estudo, recorreu-se à análise de regressões lineares múltiplas.

Com base nesta amostra foram calculadas algumas tendências de evolução, ao longo dos anos, quanto aos dividendos distribuídos pelas empresas cotadas e não cotadas em bolsa, a

evolução dos ativos totais ao longo do tempo e, foi também realizada uma célere análise à evolução das empresas Sociedades Gestoras de Participações Sociais comparativamente às restantes empresas.

Recorreu-se à regressão linear múltipla de modo a determinar os coeficientes que se relacionam com as variáveis explicativas tendo por base as variáveis dependentes (dividendos distribuídos e *payout ratio*).

A presente dissertação é constituída por cinco capítulos. O presente capítulo composto pela introdução ao tema abordado na investigação. O segundo capítulo é constituído pela revisão de literatura existente sobre a política de dividendos das empresas, que inclui alguns conceitos estudados, uma breve história sobre dividendos, as teorias mais relevantes e as principais conclusões dos seus autores, inclui também os fatores determinantes que afetam a política de dividendos e uma breve análise sobre o desaparecimento dos dividendos. Por fim, é apresentado também um subcapítulo referente à recompra de ações em alternativa à distribuição de dividendos. O terceiro capítulo descreve o desenvolvimento metodológico da investigação, relata a análise empírica, as hipóteses, os dados, a amostra e as variáveis do estudo. O quarto capítulo incide nos resultados obtidos, demonstram-se as tendências de evolução de alguns indicadores relevantes bem como a estatística descritiva obtida. Por último, são apresentadas as conclusões do estudo, as limitações do modelo e sugestões para futuras investigações.

Capítulo II – Enquadramento Teórico

2.1. Definição de Dividendos

De acordo com Farinha e Soro (2012), com o aumento do número de empresas, os investidores começaram a centralizar a sua atenção na valorização dos títulos que detinham e, desse modo, as empresas começaram a distribuir dividendos.

O dividendo representa a distribuição de resultados pela empresa num certo período de tempo. Os autores atribuem três características aos dividendos: o facto de serem uma função dos resultados gerados, serem proporcionais à participação do acionista, e a sua distribuição ter de ser executada com entrega de um ativo (Farinha e Soro, 2012).

De acordo com Al-Shubiri (2011) os dividendos são definidos, habitualmente, como uma distribuição de lucros, passados ou presentes, em ativos reais, entre os acionistas e a empresa, mediante as suas proporções de participação. Para outros autores como, Frankfurter, George e Wood Bob (2003), a política de dividendos é definida como uma política de pagamentos onde os gestores decidem o tamanho e o padrão da distribuição de lucros aos acionistas.

A política de dividendos encontra-se relacionada com as decisões dos seus titulares de capital no que se relaciona com o reinvestimento dos resultados líquidos obtidos na empresa ou com a sua distribuição por esses mesmos titulares. No entanto, a política de dividendos é também uma decisão sobre o valor que a empresa deixará retido e os motivos que provocaram essa retenção. De acordo com Van Horne (1971), o pagamento de dividendos reduz o montante de ganhos retidos pela empresa e afeta o montante total do financiamento interno.

Cash dividend, *stock dividend* e *extraordinary dividend* são os três géneros de dividendos mais utilizados. De acordo com Tillier (2013), o primeiro é o mais comum, reflete o pagamento regular aos acionistas, em dinheiro, dos lucros de uma empresa. *Stock dividend* ocorre quando é definido recompensar os investidores através de ações na empresa. Por último, *extraordinary dividend*, ocorre quando é determinada a distribuição de dinheiro previamente retido aos acionistas (Tillier, 2013).

Quanto à regularidade dos dividendos, podem ser ordinários, ou seja, uma remuneração estável e sustentada, ou, por exemplo, quando uma empresa quer pagar um dividendo adicional, está-se perante uma regularidade extraordinária (Farinha e Soro, 2012).

Conforme Farinha e Soro (2012) referem, os dividendos podem ser avaliados pelo *dividend payout* que mostra o montante dos resultados produzidos que é distribuído aos acionistas, sendo esta uma medida que pode auxiliar na estimação do crescimento futuro da empresa. *Dividend yield*, é outra medida que apresenta o lucro previsto, representa a percentagem do retorno esperado de uma ação que é obtido por dividendos (Farinha e Soro, 2012).

Ou seja, a política de dividendos das empresas é uma área financeira que tem sido objeto de interesse para os economistas ao longo dos últimos séculos. As empresas cotadas em bolsa têm-se debatido bastante quanto à questão de distribuição de dividendos sendo que, a investigação sobre a relevância desta temática apresentou um forte aumento. Os autores que defendem as várias investigações têm como objetivo principal simplificar a

compreensão dos comportamentos do processo de tomada de decisão das empresas (Bildik, Fatemi e Fooladi, 2015).

Foram bastantes os modelos estudados e analisados, no entanto nenhum terá sido conclusivo para conseguir explicar o tema da política de dividendos.

2.2. Breve História dos Dividendos

Neste subcapítulo será evidenciada uma breve história sobre os dividendos, demonstrando a sua evolução ao longo do tempo. Desde o século XVI que, começaram a ser desenvolvidas questões sobre as políticas de dividendos que envolvem os gestores, relacionadas com várias áreas, tais como, a distribuição de elevadas remunerações, os lucros, a realidade económica, o risco de negócio, os impostos de renda, a assimetria de informação e a preferência dos investidores (Frankfurter e Wood, 1997 citado em Santos e Galvão, 2015).

O aparecimento dos dividendos, no século XVI, ocorreu através das companhias marítimas, conhecidas como determinantes no desenvolvimento das trocas comerciais internacionais. Foi nesta altura que, se iniciou uma nova vaga de empresas que causaram o princípio da continuidade da atividade. Sendo que, o fator fundamental na evolução dos dividendos foi a modernização das empresas (Farinha e Soro, 2012).

Conforme descrito por Farinha e Soro (2012), foi no século XVIII, que o primeiro colapso financeiro (mais conhecido por *South Sea*) ocorreu, gerado pela Revolução Industrial e pela procura contínua efetuada pelas empresas ao corrente com um mercado bolsista excessivo. Tal como Farinha e Soro (2012), muitos autores indicaram que a “*diminuição acentuada do nível de payout anunciada pela empresa que deu o mote ao crash bolsista*” foi a grande causa deste colapso financeiro.

O dividendo voltou a surgir como remuneração, devido à industrialização dos EUA e, também, ao surgimento de novas empresas que estão associadas a novas atividades.

No século XIX, o marco importante foi a normatização da política de dividendos e os elevados pagamentos aos acionistas. O pagamento dos dividendos estava relacionado com o nível de lucro do setor económico, com a riqueza da economia e com o risco (Santos e Galvão, 2015). Baker (2009) afirmou que os investidores optavam pelos seus investimentos de acordo com o histórico de pagamento dos dividendos, uma vez que, as informações existentes não eram confiáveis.

É no século XX, época marcante na história dos dividendos, que as empresas começam a demonstrar preocupação em apresentar uma estável política de dividendos. Contudo, as experiências que destacaram a criação do conhecimento científico e empírico sobre dividendos, deu-se na segunda metade do século (Farinha e Soro, 2012).

Santos e Galvão (2015) referem no seu artigo que, o século XX foi assinalado pela entrada de um novo mercado americano e, pela inovação dos princípios da corporação moderna. Estes autores referem também que foi neste século que se iniciou a discussão sobre este tema. Verificou-se, ao longo do século, a ocorrência de uma relação significativa e de crescimento dos dividendos, do *dividend payout* e do lucro. Observou-se também um crescimento da extensão no preço das ações relativas ao lucro e aos dividendos que evidenciou um *payout* constante. Mais tarde, a forte variação do *payout* e a diminuição do preço das ações foi um marco importante. Por último, no fim do século, verificou-se um forte desenvolvimento do *payout* (Santos e Galvão, 2015).

Foi na segunda metade deste século que Lintner (1956) introduziu as bases fundamentais da política de dividendos e Miller e Modigliani (1961) introduziram a discussão sobre a irrelevância dos dividendos para o valor da empresa supondo um mercado perfeito (Santos e Galvão, 2015).

2.3. Política de Dividendos: Teorias

“The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together.” (Black, 1976)

São inúmeras as teorias existentes que procuram definir a política de dividendos nas empresas, cada teoria apresenta resultados e abordagens diferentes para tentar resolver este *puzzle* que é a política de pagamento de dividendos, e por este motivo se gera imensa controvérsia sobre este tema. Fisher Black (1976) instituiu a noção de *dividend puzzle*, ideia ainda hoje válida. Este conceito surgiu tendo em conta as variadas formas que as empresas abordam a distribuição de dividendos, de acordo com os fatores sociais e económicos das empresas.

Atualmente, a posição quanto à política de dividendos mais adequada não é consensual. A literatura dispõe de diversas teorias que tentam explicar o comportamento das empresas no que concerne à sua política de dividendos.

Neste estudo, apresentam-se algumas das mais significantes teorias para a presente

investigação, Teoria da Relevância e da Irrelevância dos Dividendos, Teoria da agência, Efeito clientela, Teoria da sinalização, Teoria do ciclo de vida, Teoria da assimetria de informação, Teoria *Pecking Order* e, Teoria do *Catering*.

2.3.1. Teoria da Relevância dos dividendos

Lintner (1956) e Gordon (1956) foram os pioneiros a desenvolver uma investigação sobre a política de dividendos. Estes autores defendem a teoria da relevância dos dividendos, Lintner e Gordon (1956) apoiam a existência de uma relação entre o montante de dividendos pagos e o valor de ações da empresa e do mercado. Constataram que os dividendos distribuídos pelas empresas decorrem do resultado líquido gerado e do *dividend payout* (indicador de distribuição de dividendos referente ao exercício económico anterior).

Lintner (1956) foi o primeiro investigador a estudar o modelo de ajuste parcial dos dividendos. O autor elegeu vinte e oito empresas, de um grupo de 600, para entrevistas a executivos norte-americanos, selecionou questões relativamente a decisões de distribuição de dividendos. Constatou que essas decisões incidiam basicamente em *payout*, concluindo que as empresas em vez de optarem por diminuir a distribuição de dividendos preferem recorrer a capitais alheios, o que provoca existência de estabilidade na política de dividendos em vários exercícios económicos. Ou seja, através da sua investigação, Lintner (1956) concluiu que, o determinante mais importante das decisões sobre dividendos de uma empresa era a existência de uma alteração acentuada nos lucros. (Baker e Powell, 2000).

De acordo com a investigação de Baker, Kilincarslan e Aarsal, (2018) relativamente à política de dividendos existente na Turquia, os autores, conservadores na tomada de decisões sobre dividendos como Lintner (1956), demonstraram como o pagamento de dividendos é realizado com base em ganhos sustentáveis, utilizando uma taxa de *payout* alvo sendo efetuados ajustes parciais no pagamento, ou seja, as empresas listadas no BIST (empresas que distribuem dividendos listadas na Bolsa de Valores de Istanbul) procuram uma política de dividendos estáveis.

Na opinião de Lintner (1956), o investidor prefere receber dividendos o mais rápido possível, ou seja, procura minimizar o contexto de incerteza a que se sujeita.

De acordo com Farinha e Soro (2012), verificaram-se três relevantes conclusões do estudo de Lintner, tais como, a existência de uma velocidade média de ajustamento dos

dividendos de cerca de 30% por ano, demonstra-se que as empresas apresentam reduzida disponibilidade em diminuir os níveis de *payout* e, por último, o coeficiente objetivo do *payout* médio é 50%, sendo que, metade dos resultados produzidos pela empresa são distribuídos como dividendos.

A investigação de Lintner não demonstrou como o valor da empresa é afetado pela política de dividendos, o estudo evidencia apenas a relevância dos dividendos numa situação de incerteza e o interesse da política de dividendos para os gestores da empresa.

2.3.2. Teoria da Irrelevância da política de dividendos

Numa investigação oposta à anterior, está a visão de Modigliani e Miller (1961) que defendem a teoria da irrelevância da política de dividendos, uma das teorias mais importante e estudada. Farinha e Soro (2012) declaram que, até aos dias de hoje, o pensamento tradicional se focava na elevada relevância que os dividendos detinham para definir o valor de uma empresa.

Esta teoria defende que os dividendos não influenciam o valor da empresa, no entanto, é uma teoria que tem pressupostos que causam alguma contrariedade entre autores. M&M (1961) para sustentarem as suas argumentações apresentaram como pressupostos:

- ✓ Inexistência de imperfeições de mercado, ou seja, inexistência de assimetria de informação para os envolvidos, desse modo, nenhum investidor conseguirá influenciar o preço das ações no mercado, não apresentando custos de transação ou de falência;
- ✓ investidores racionais;
- ✓ políticas de investimento e de financiamento não são manipuladas pela política de dividendos;
- ✓ inexistência de impostos sobre os dividendos, os ganhos obtidos através da valorização das ações são isentos de imposto.

Almeida, Pereira e Tavares (2015) afirmam que o valor da empresa, num mercado perfeito, é determinado pela política de investimento e pelo retorno que os seus ativos proporcionam, mais especificamente, pela capacidade de gerar lucro.

M&M (1961) concluem que a política de dividendos é irrelevante no cálculo do valor da empresa. A teoria exposta por estes autores foi bastante criticada devido ao estudo ser

baseado na perfeição do mercado e na ausência de impostos, e, mais tarde, ter sido comprovada a existência de assimetria de informação, o facto de o mercado apresentar anomalias e também a existência de custos de transação e impostos. Todos estes fatores implicam que o valor da empresa seja afetado pela política de dividendos. São várias as teorias contrárias à hipótese de mercados perfeitos e eficientes, Fama (1970) apresenta a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), e argumenta que, em mercados eficientes, o preço de um ativo demonstra todas as informações de forma sólida, não existindo a possibilidade de se conseguir lucros anormais. Esta hipótese de Fama (1970) foi também criticada por vários autores como Shiller (1981), Le Roy e Porter (1981), Summers e Shleiffer (1990), e mais atualmente estudos de Cordeiro e Machado (2013).

2.3.3. Teoria da Agência

Teoria desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), apresenta uma relação de agência como um conjunto de contratos entre o principal e a parte intitulada (o agente). Todavia, se o objetivo das duas partes for maximizar a sua utilidade, o agente nem sempre agirá de acordo com o interesse do principal, esta maximização é alcançada sob visões e perspectivas diferentes que provocam divergências e conflitos entre as partes (Almeida *et al.*, 2015). Assim, para excluir estes conflitos, geram-se custos, denominados custos de agência. Estes autores sugeriram que o nível de endividamento e a distribuição dos dividendos são ferramentas de controlo para os gestores.

De acordo com Jensen (1986), os acionistas atuam por aversão ao risco e, desse modo, usualmente, preferem receber os seus dividendos, mas por outro lado os gestores credores optam por reter os resultados de modo a não incorrerem em custos de oportunidade e o desejo de aumento do seu autofinanciamento. O autor comprovou que a relação, entre o potencial conflito de interesses entre gestor e o volume de *cash-flow* excedentário, é positivo.

De acordo com Jensen e Meckling (1976), as oportunidades de crescimento proporcionam aumento no endividamento, obrigando a que os executivos sejam mais eficientes. Deste modo, o pagamento de dividendos tem um resultado positivo sobre o valor de mercado das empresas, perante a distribuição de dividendos, o capital disponível diminui, reduzindo a margem de manobra dos gestores para manipular os recursos das empresas (Almeida *et al.*, 2015).

A teoria da agência, de acordo com Jensen e Meckling (1976), incute várias formas de diminuir os custos de agência, como por exemplo, os gestores aumentarem a sua participação acionista na empresa, o aumento dos dividendos e ainda, a utilização mais frequente de financiamento da dívida (Crutchley e Hansen, 1989). Segundo Saito e Silveira (2008), o melhor caminho para evitar os custos de agência, são as boas práticas de governança corporativa nas empresas.

Foram vários os autores que investigaram este tema de conflitos e de custos de agência. Rozeff (1982) que fortaleceu um modelo otimizador do *dividend payout*, no qual verifica que a contribuição para a diminuição dos custos de agência é apresentada pelo aumento do rácio de distribuição de dividendos, contudo os custos relacionados com o financiamento via capital alheio aumentará. Ou seja, Rozeff (1982) defende a presença de um *trade-off* entre benefícios e custos dos dividendos, teoria que foi alvo de várias réplicas (Farinha e Soro, 2012). Easterbrook (1984) demonstra que os custos de agência aglomeram o custo de monitorização da atuação dos gestores e ainda a aversão ao risco presente no seu comportamento.

DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004) concluíram que as empresas remuneram dividendos para diminuir os custos de agência relacionados a um indicador de baixa dívida e fluxos de caixa elevados.

As investigações, de acordo com Salsa (2009), onde a teoria da agência se emprega à política de dividendos sugerem díspares formas prováveis de diminuir ou controlarem os custos de agência referente ao capital próprio. Tem-se como exemplo, Jensen e Meckling (1976) que apoiam o aumento da participação dos gestores no papel acionista da empresa de modo a que se evidencie maior concordância entre os interesses das partes. Rozeff (1982) e Easterbrook (1984) defendem que, para aumentar a fiscalização e a pressão do mercado relativamente às decisões tomadas pela empresa sobre os investimentos e financiamentos, se devem aumentar os dividendos (Jensen, 1986).

Na investigação internacional de Shao, Kwok e Guedhami (2013), os dividendos concentram-se nos custos de agência do capital próprio decorrentes do conflito entre a empresa e os acionistas minoritários ou os custos de agência da dívida consequentes do conflito entre a empresa e os credores. No estudo são mencionados dois modelos, o modelo substituto que deve ser mais efetivo sob fortes direitos dos acionistas enquanto o modelo de resultado deve ser mais efetivo sob fortes direitos dos credores. Os autores

demonstraram que os seus resultados estão de acordo com as hipóteses sobre os modelos (Shao *et al.*, 2013).

2.3.4. Teoria do Efeito Clientela

De acordo com Modigliani e Miller (1961) através da política de dividendos, as empresas atraem o tipo de “clientela” de investidores que seja da sua preferência. As preferências dos investidores dependem dos escalões de imposto em que os mesmos se encontram (Almeida *et al.*, 2015).

Autores que confirmam esta afirmação, são Collins e Kemsley (2000) que apresentam evidências da não penalização dos investidores com a distribuição de dividendos, os investidores mantêm em carteira as ações que apresentam uma distribuição relacionada com os seus escalões de imposto (Almeida *et al.*, 2015).

Também Holanda e Coelho (2012) concluem que a política de dividendos é influenciada pelo efeito clientela, em empresas brasileiras. Estes autores confirmam a teoria do efeito clientela num estudo bastante completo, ao investigarem 410 empresas, no período de 1998 a 2010, deduziram que a política de dividendos de empresas brasileiras confirma a teoria de Miller e Modigliani (1961), de forma parcial, sobre o facto de o efeito clientela influenciar a decisão de dividendos das empresas (Sousa, Penedo e Pereira, 2018).

Na investigação de Elton e Gruber (1970), os resultados empíricos mostraram que os investidores que se encontram numa faixa de imposto de renda elevado preferem ações com dividendos mais baixos (Sousa *et al.*, 2018).

Relativamente à participação estrangeira, Ferreira *et al.*, (2010), afirmam que esta participação afeta as políticas de pagamento de uma empresa devido a investidores institucionais estrangeiros que expõem uma baixa preferência por dividendos. Deste modo, o pagamento de dividendos pode minorar visto as empresas adaptarem as suas políticas de pagamentos para considerar as suas preferências (Abdulkadir, Abdullah e Wong, 2016).

No estudo de Holanda e Coelho (2012), o efeito clientela deriva da hipótese de que “*alguns investidores evitam firmas que partilham regularmente quantias na forma de dividendos, preferindo as que detenham os seus lucros e que proporcionem ganhos de capitais, por outro lado, outros investidores estariam interessados em receber fluxos de caixa imediatos*”

e, assim, investir em firmas que distribuem regularmente parte substancial dos seus lucros”.

Num artigo mais recente, Baker *et al.* (2018), referem que cada investidor tem o direito em escolher entre dividendos em dinheiro, elevado ou baixo, e selecionar as políticas de dividendos consoante a sua categoria tributária.

2.3.5. Teoria da Sinalização

Foi através de um estudo de Spence (1973) que esta teoria se tornou mais proeminente. O autor abordou a teoria da sinalização como componente de redução de informação assimétrica e por consequência, de disparidade em mercados com fluxos imperfeitos de informação (Rabelo *et al.*, 2017).

A teoria da sinalização baseia-se na assimetria de informação, uma vez que, subsiste o acesso privilegiado, por parte dos gestores, quanto à informação alusiva ao futuro da empresa. O anúncio antecipado de acréscimos nos dividendos indicaria que a empresa além de apresentar sólidos lucros atuais como também, as boas perspectivas quanto aos lucros posteriores. Ou seja, um aumento no valor dos dividendos denota que existe confiança, por parte dos gestores, quanto à aptidão da empresa em produzir *cash-flow* futuro, anúncio que se mostraria como uma agradável notícia para o mercado (Almeida *et al.*, 2015).

Deste modo, e de acordo com Damodoran (2001), os dividendos são considerados como “veículos” de informação, de fácil acesso e pouco onerosos (Almeida *et al.*, 2014).

Nissim e Ziv (2001) demonstraram a existência de uma relação positiva entre os dividendos e os lucros obtidos em anos posteriores e assim, pode concluir-se que os dividendos sinalizavam lucros futuros (Santos e Galvão, 2015). No entanto, estudos posteriores mostraram o oposto (Corso *et al.*, 2010), concluíram que, por vezes, a alta distribuição de dividendos não é acompanhada de um bom retorno.

Uma outra visão desta teoria, foi a visão de Grullon, Michaelly e Swaminathan (2002) que, defendem através da “*maturity hypothesis*” que os dividendos não sinalizam boas notícias, uma vez que, apenas quando as oportunidades de investimentos de uma empresa se esgotam, é que a mesma deveria pagar dividendos, e assim, existiria uma associação dos dividendos com o risco e os lucros decrescentes (Almeida *et al.*, 2015).

Neto *et al.* (2011) na sua investigação testaram a teoria da sinalização, no período de 1998 a 2006, de acordo com notícias conduzidas aos investidores, alusivas ao anúncio de distribuição de rendimentos, para as ações integrantes do Ibovespa. Os resultados apresentados expuseram que os investidores ao receberem as informações, demonstram reações (Sousa *et al.*, 2018).

De acordo com Silva *et al.* (2015), foi apresentada a evidência de um sinal positivo de lucros maiores quando se verifica um aumento na distribuição dos dividendos, coerente com a teoria da sinalização, mesmo que esses dividendos ainda não sejam uma obrigação na data de apresentação do balanço (Sousa *et al.*, 2018).

Baker *et al.* (2018) consideram que, na teoria da sinalização, a administração de uma empresa comparativamente com os acionistas e investidores externos, tem uma melhor percepção do valor intrínseco da empresa, visto estes últimos apenas apresentarem acesso à informação pública. Assim, os gestores, por vezes, usam os dividendos como forma de sinalização das suas informações superiores sobre as perspetivas futuras de uma empresa, uma vez que existe evidência de assimetria de informação entre *insiders* e *outsiders*. Estes autores estudaram, através de questionários apresentados a gestores de empresas cotadas na Bolsa de Istanbul, as opiniões dos gestores sobre as políticas de dividendos. Neste questionário, verificou-se que a maioria (84%) dos gestores consideram que as suas decisões sobre dividendos sinalizam informações sobre a empresa para os investidores, e ainda aproximadamente 60% dos gestores está convicto de que, o preço das suas ações habitualmente aumenta (diminui) quando as suas empresas aumentam (diminuem) os pagamentos de dividendos (Baker *et al.*, 2018).

Não obstante, houve estudos que rejeitaram a hipótese da sinalização. Na investigação de Moreiras, Tambosi e Garcia (2012), verificou-se que, o Brasil comparativamente aos EUA e Inglaterra, apresentam uma evolução dos dividendos oposta e, por essa razão, a hipótese da sinalização ser rejeitada (Sousa *et al.*, 2018).

2.3.6. Teoria do Ciclo de Vida

Teoria que demonstra o estudo de desenvolvimento da empresa. Todas as empresas, no seu desenvolvimento, passam por fases diferenciadas.

De acordo com Miller e Friesen (1984), a teoria do ciclo de vida sugere que as empresas atravessam várias fases de desenvolvimento, com início no nascimento até à maturidade, fase na qual enfrentam variados desafios estruturais e estratégicos.

Na investigação de Gup e Agrawal (1996), definiu-se que o ciclo de vida das empresas passa por quatro fases. Inicia-se com a fase pioneira que significa a inserção de um novo produto no mercado, fase caracterizada por perdas uma vez que ainda são poucas as vendas e os custos são elevados. Na segunda fase, fase da expansão, verifica-se crescimento nas vendas e na concorrência, sendo esta a fase alta do ciclo. Na fase da estabilização somente algumas empresas permanecem, e estas tentam inovar nos produtos e inaugurar em novos mercados. Na fase do declínio, fase final do ciclo de vida, observa-se o decréscimo das vendas e dos lucros (Gup e Agrawal, 1996).

Pela visão de DeAngelo e DeAngelo (2006) subsiste a relação entre a teoria do ciclo de vida e a teoria da agência. Os autores referem que as empresas modificam os dividendos ao longo do tempo, de modo a que estas se consigam adaptar à evolução das oportunidades. A teoria do ciclo de vida prevê que, nos anos inaugurais, as empresas não paguem muitos dividendos devido às suas oportunidades de investimento superarem o capital que foi gerado internamente. Opostamente aos últimos anos em que, os fundos internos excedem as oportunidades de investimento, resultando no pagamento dos fundos excedentes (Denis e Osobov, 2008).

Também Brockman e Unlu (2011), associam a teoria do ciclo de vida com a teoria de agência, onde concluem que *“os custos de agência suportam alterações ao longo dos estágios da empresa e advêm do nível de transparência e qualidade de informação transmitida pela empresa aos seus acionistas, sendo que, uma menor qualidade informativa veiculada da empresa para os acionistas resulta na exigência, por parte destes, de pagamentos mais generosos de dividendos, uma vez que, aumenta o risco de investimento”*.

Conforme referido por Farinha e Soro (2012), as empresas mais maduras com melhores rentabilidades, mas inferiores oportunidades de investimento rentável, tendencialmente, terão políticas de dividendos mais generosas analogamente a empresas mais juvenis, que enfrentam um limitado número de oportunidades de investimento e recursos financeiros.

São vários os autores que investigaram a teoria do ciclo de vida e, de acordo com Salsa (2010), existem numerosas variáveis financeiras associadas às fases do ciclo de vida de uma empresa que podem ser analisadas. O autor defende que as mais relevantes são as oportunidades de investimento presentes, os *free-cash-flows* disponíveis e o tipo de financiamento empregue. Farinha e Soro (2012) concluem que a tendência demonstrada é, as políticas de dividendos das empresas mais maduras serem mais generosas relativamente a empresas mais jovens, uma vez que, as empresas mais maduras apresentam rentabilidades maiores. No entanto, verificam-se menores oportunidades de investimento rentável, sendo limitado o número de oportunidades de investimento e de recursos financeiros.

Quando uma empresa transita de uma fase de crescimento para uma fase madura, é provável que a mesma pague dividendos mais altos. Esta alteração verifica-se uma vez que as taxas de crescimento e as oportunidades de investimento da empresa diminuem e, deste modo, a empresa começa a produzir quantidades elevadas de *free-cash-flow* (Baker *et al.*, 2018).

2.3.7. Assimetria de Informação

A teoria da assimetria de informação pressupõe que os intervenientes das empresas detenham acessos diferentes às informações, existe desigualdade de informação, os *insiders* detêm informação privilegiada quanto ao futuro da empresa.

Segundo Brigham e Houston (1999), de acordo com os pressupostos de M&M, refere-se que existe assimetria de informação relativamente às expetativas das empresas quando os gestores detêm informações distintas e melhores do que os investidores externos. Contudo, existe informação assimétrica quando tanto os gestores como investidores usufruem de equivalente informação sobre as expetativas da empresa.

Lintner (1956) e Modigliani e Miller (1961) defendem que os dividendos ao relatarem informações de expetativas futuras e presentes sobre o estado financeiro da empresa tendem a preservar um *dividend payout* estável. Segundo Modigliani e Miller (1961) a preocupação deveria ser apenas a alteração de dividendos uma vez que as informações são temporárias.

Greenwald e Stieglitz (1986) demonstram a não viabilidade do modelo económico neoclássico tradicional que prevê a existência de informações perfeitas para todos os

intervenientes do mercado. Todos os intervenientes sabem que as informações não são perfeitas.

2.3.8. Teoria *Pecking Order*

A teoria sugerida por Myers e Majluf (1984), Teoria *Pecking Order*, é fundamentada na ideia de assimetria de informação. Os gestores têm muito mais informações sobre as suas empresas do que os investidores externos, quer em termos da situação atual dos negócios quer em perspetivas futuras. É no artigo “*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*” de Myers e Mailuf (1984) que a teoria se encontra concretizada.

Esta teoria considera que as empresas acompanham uma sequência hierárquica quanto às decisões de financiamento, de acordo com o seu custo. A assimetria de informação estimula os gestores a seguirem uma ordem (*Pecking Order*), ou seja, quando as empresas financiam novos investimentos devem, primeiramente, recorrer aos lucros acumulados, devem preferir fundos internos. No caso de ser necessário recorrer ao financiamento externo, devem ter preferência pela emissão de passivo. Por último, e após o esgotamento da capacidade de endividamento, devem optar por novas emissões de capital. (Singhania e Gupta, 2012).

De acordo com Aggarwal e Kyaw (2010), as empresas com mais rendimentos devem apresentar menor alavancagem e pagamentos de controlo de oportunidades de investimento de menor curto prazo.

No entanto, esta é uma teoria que demonstra algumas implicações, entre as quais, a preferência das empresas por fundos internos e não externos, procura por estabilidade adaptando as políticas de dividendos às necessidades de investimentos, a tendência de, em períodos favoráveis, pagar passivo e conservar liquidez para períodos desfavoráveis, e ainda quando existe necessidade de financiamento externo, escolher aquele que será o menos arriscado.

2.3.9. Teoria do *Catering*

A teoria desenvolvida por Baker e Wurgler (2004), sendo uma das mais recentes no que concerne à decisão de pagamento de dividendos pelas empresas. A teoria do *Catering*, defende que a procura dos investidores (que pode ser manipulada pelos sentimentos dos

investidores) influência as decisões sobre os dividendos. De acordo com os autores, o tipo de dividendos que os investidores procuram varia ao longo do tempo entre ações de rendimento ou de crescimento, quer seja por motivos profissionais, quer por motivos psicológicos.

Ou seja, esta teoria incorpora três pressupostos, o facto de variar ao longo do tempo a procura por ações de empresas que distribuem dividendos, em segundo o facto de a arbitragem não ocorrer como esperado, o que afeta o preço dos títulos e, por último, os gestores basearem as suas decisões quanto à política de dividendos na procura dos investidores e o pagamento dos dividendos quando é demonstrada preferências por esses títulos (existindo omissão no caso oposto).

Outros autores como Baker *et al.* (2018) num estudo mais recente, afirmam que ao longo do tempo os investidores podem alterar as suas preferências por dividendos. Referem ainda, que os gestores podem reconhecer alterações na procura dos investidores, distribuindo dividendos quando os investidores dispõem de um prémio nessas ações. Do mesmo modo, os gestores podem omitir dividendos quando os investidores optam por empresas que não pagam dividendos.

2.4. Fatores determinantes que afetam a política de dividendos

Nas finanças empresariais, a panóplia de teorias existentes no mundo da política de dividendos são testadas por diversos autores. Desses estudos resultam variáveis que determinam a decisão realizada pelas empresas quanto à sua política de dividendos.

Os fatores determinantes da política de dividendos podem ser considerados indicadores que caracterizam a política de dividendos das empresas. São vários os estudos sobre este tema e também, diversos são os indicadores encontrados nas investigações (Santos e Galvão, 2015).

Como já referido no subcapítulo anterior, o anunciador dos estudos sobre dividendos foi Lintner (1956), propondo um modelo de ajuste dos dividendos que se foca em levantamento junto dos gestores das empresas (Bancel *et al.*, 2009 citado em Santos e Galvão, 2015). Lintner (1956) concluiu que, a estabilidade é uma variável que as empresas preferem quanto à política de dividendos que seguem, contudo Fama (1974) atesta a utilização da estabilidade na previsão do montante de dividendos do exercício.

Também a investigação de Miller e Modigliani (1961) sobre a irrelevância dos dividendos que continham pressupostos bastante controversos entre os autores, teve pertinência pelo facto de influenciar pesquisas que indagam sobre motivos e consequências da política de dividendos que contestavam as suas conclusões (Santos e Galvão, 2015).

Neste subcapítulo, serão analisados os fatores determinantes considerados mais imprescindíveis nos estudos.

2.4.1. Resultados e Rendibilidade

A rendibilidade avalia se os recursos de uma empresa são utilizados eficientemente e é, um fator que mede a capacidade de geração de lucros.

Conforme referido por Frank e Goyal (2009), as empresas com rendimentos mais elevados apresentam maior capacidade para usar dívida, uma vez que, estas empresas são as que revelam custos de falência menores. Sendo que, estas empresas, apresentam menores custos de falência devido à maior relevância dos benefícios fiscais.

De acordo com vários autores, como Fama e French (2001), DeAngelo *et al.* (2004), Ribeiro (2010), entre outros, referem que empresas que apresentam níveis maiores de rendibilidade demonstram tendência a um pagamento de dividendo mais elevado. Deste modo, é esperado que se verifique uma relação positiva entre rendibilidade e os dividendos (Almeida *et al.*, 2015).

De acordo com Santos e Galvão (2015), as empresas rentáveis pagam mais dividendos com o intuito de passar boas notícias relativamente ao desempenho financeiro da empresa.

Relativamente aos resultados obtidos pelas empresas, abrange-se o resultado operacional e o resultado líquido. O resultado líquido é considerado como um fator relevante para a política de dividendos.

De acordo com Almeida *et al.* (2014), demonstraram no seu estudo, a significância dos resultados relativamente à distribuição de dividendos.

2.4.2. Estabilidade

No estudo apresentado por Lintner (1956), é defendido que deve existir, na distribuição de dividendos, estabilidade. O autor concluiu que, esta distribuição de dividendos estável indica que os dividendos passados são bons indicativos dos dividendos atuais. Também

Fama (1974) constata que a utilização da estabilidade é favorável na antecipação do montante de dividendos do exercício.

É sugerido, também, por Ribeiro (2010) que o lucro líquido e os dividendos relativos ao exercício económico anterior expõem um efeito positivo e estatisticamente significativo, para as empresas do PSI-20 (Almeida *et al.*, 2015).

Almeida *et al.* (2015) apresentam um estudo onde tentam verificar a existência de estabilidade nos dividendos, os autores concluem que as empresas não financeiras cotadas no mercado de capitais português expõem uma tendência para suportarem certa estabilidade na sua política de dividendos.

2.4.3. Tangibilidade

A tangibilidade é um fator relevante nas decisões de financiamento. Quanto maior for a tangibilidade, menor será a assimetria de informação. Myers e Majluf (1984) demonstram que os credores são mais propensos a conceder crédito a empresas que apresentam mais ativos tangíveis. Ou seja, as empresas com menor tangibilidade apresentam maior assimetria de informação, ou seja, empresas com menos ativos tangíveis recorrem menos à dívida (Myers e Majluf, 1984).

Na investigação apresentada por Aivazian, Booth e Cleary (2003) é apresentada a tangibilidade dos ativos. Os autores concluíram que as empresas que mostram tendência a distribuir quantidade menor de dividendos são aquelas que apresentam mais ativos tangíveis, uma vez que quanto maior for a quantidade de ativos tangíveis de uma empresa menor serão os ativos de curto prazo disponíveis. No estudo de Aivazian *et al.* (2003) mostrou-se resultados significativos para seis países que constituíam a amostra.

Ou seja, os autores afirmam que o financiamento de curto prazo será mais seguro quanto menor forem os ativos fixos tangíveis, e também menores serão os conflitos de agência (Aivazian *et al.*, 2003).

2.4.4. Liquidez

A liquidez é explicada pelo *free-cash-flow*, ou seja, as empresas com disponibilidade de caixa mais alta, contrariamente às empresas com disponibilidade de caixa escassa, pagam dividendos mais elevados (Santos e Galvão, 2015).

De acordo com autores como Ho (2003), Al-Shubiri (2011), Patra, Poshakwale e Ow-Yong (2012), entre outros, a liquidez apresenta relação positiva com a distribuição de dividendos. No entanto, autores como Naceur, Goaid e Belanes (2006) e Imran (2011) sugerem o oposto, afirmam que existe impacto negativo.

Al-Shubiri (2011) afirma que as empresas que pagam dividendos mais elevados são as que apresentam maior disponibilidade de caixa.

No estudo comparativo das políticas de dividendos do Japão e da Austrália, de Ho (2003), foram evidenciadas conclusões de como a liquidez e o risco das empresas influenciam a política de dividendos do Japão (Santos e Galvão, 2015).

2.4.5. Dimensão

Outro fator relevante é a dimensão da empresa. Salsa (2010) apresentou no seu estudo evidências estatisticamente significativas quanto à relação entre a dimensão e a distribuição dos dividendos (Almeida *et al.*, 2015). De acordo com Fama e French (2001), as empresas que apresentam maior maturidade no mercado, ou seja, as empresas com dimensão maior, associam-se a um pagamento de dividendos mais elevado, sendo que se relacionam a oportunidades de crescimento e investimento menores e a rácios de rentabilidade maiores.

No entanto, na investigação de Ferreira *et al.* (2015) em que são analisados os fatores determinantes da política de dividendos em Portugal, os autores concluíram, contrariamente ao expectável, a existência de uma relação negativa com os dividendos distribuídos (Almeida *et al.*, 2015).

2.5. O desaparecimento dos dividendos

O desaparecimento dos dividendos é um tema bastante estudado, assunto que foi debatido primeiramente por Fama e French (2001). Posteriormente, DeAngelo *et al.* (2004) explicam a que se deu este desaparecimento expondo que, a oferta de dividendos em dólares não é equivalente à tendência de desaparecimento dos dividendos uma vez que, a longo prazo, os dividendos se tornaram mais concentrados entre aqueles que pagavam menos dividendos. Também Júlio e Ikenberry (2004) estudaram este tema, e concluíram que a tendência de desaparecimento de dividendos, depois do ano de 2000, se começou a inverter (Hoberg e Prabhala, 2008).

Fama e French (2001), no seu estudo, verificaram que a proporção de empresas norte-americanas que distribuem dividendos sob forma de dinheiro apresentou um declínio de 66.5% para 20.8% entre os anos de 1978 e 1999. Os autores concluíram que, antes do ano de 1978, empresas listadas recentemente demonstravam oportunidades de investimento maiores e eram mais lucrativas. No entanto, depois de 1978, verificou-se um declínio na rentabilidade de novas empresas. As empresas mais pequenas tornaram-se menos propensas a pagar dividendos, contudo a incidência de pagar dividendos entre as grandes empresas também é menor, uma vez que estas empresas apresentam muitos investimentos e por essa razão serem menos propensas ao pagamento de dividendos.

Os resultados do estudo de Fama e French (2001) revelam que as grandes empresas e as mais lucrativas não apresentam uma alteração considerável depois de 1978. Os autores afirmam que ao se controlarem as características das empresas, estas tornam-se menos aptas a pagar dividendos, três possibilidades referenciadas para esta afirmação são o facto de os custos de transação serem menores para a venda de ações com o objetivo de consumo, a segunda possibilidade é o facto de *holdings* de opções de ações serem mais elevadas por gestores que optam por ganhos de capital em vez de dividendos, por último, a diminuição dos benefícios dos dividendos que controlam os problemas de agência entre acionistas e administradores devido a tecnologias de *corporate governance* melhores (Fama e French, 2001).

Também DeAngelo *et al.* (2004) ao estudarem o tema verificaram a existência de uma diminuição em mais de 50% relativamente aos pagadores de dividendos, nos últimos 25 anos. Os autores afirmam que a razão para este declínio é a presença de uma redução dos pagadores de dividendos que ocorre entre empresas que pagam dividendos muito pequenos e, também, pelo aumento de dividendos reais.

No entanto, estes autores afirmam que os dividendos industriais entre 1978 e 2000 aumentaram embora se tenha verificado um declínio de 50% quanto às empresas que pagam dividendos. Esta ocorrência deve-se à concentração dos lucros ser maior e mais elevado. Ou seja, em 2000, a maioria das empresas industriais registou perdas e, desse modo, raras foram as que pagaram dividendos (DeAngelo *et al.*, 2004).

DeAngelo *et al.* (2004) referiram que 57.4% das empresas, em 1978, que pagaram dividendos “*foram subsequentemente retiradas porque foram adquiridas, e que o nível*

anormal de aquisições durante a recente onda de fusões é responsável por muito, mas não todo, o declínio no número dos pagadores.”

São vários os autores que concluem que o desaparecimento dos dividendos é explicado essencialmente pela teoria de *Catering* (Vieira, 2008).

Num estudo realizado na Europa, Vieira (2008), afirma que o mercado português é menor do que a maior parte dos outros mercados como, por exemplo, o Reino Unido e a França. Neste estudo demonstra-se que, ao longo do tempo, existe um declínio no pagamento de dividendos que é provocado pelo desaparecimento das empresas através de fusões e aquisições ou, através das falências. O declínio verificou-se mais acentuado entre os anos de 1991 e 1992. Concluiu-se ainda neste estudo, tal como Fama e French (2001), que os mercados europeus apresentam maior proporção de pagadores de dividendos comparativamente com outros mercados e que são encontradas evidências de que, as empresas que pagam dividendos tendem a ser as maiores como o mercado francês e britânico e as empresas de maior rentabilidade como Portugal e Reino Unido.

Mais recentemente, o estudo de Fatemi e Bildik (2012), examina também o desaparecimento dos dividendos. Os autores recorreram a uma amostra de 17.000 empresas de países distintos (33 países), e concluíram que o declínio dos dividendos foi provocado pelas políticas de pagamentos das pequenas empresas e menos lucrativas. No entanto, e de acordo com DeAngelo *et al.* (2004), afirmaram também que as empresas que demonstram maior propensão a pagar dividendos são aquelas que detém mais lucro, ou seja, as grandes empresas, e as empresas com oportunidades de crescimento menor. Os resultados apresentados pelos autores indicam que, no decorrer dos anos, se verifica uma diminuição significativa nos índices médios de pagamento de dividendos. Ou seja, Fatemi e Bildik (2012) chegam à conclusão de que os dividendos estão a desaparecer a nível mundial, no entanto, uma vez que os mercados de ações estão a evoluir mundialmente significa que a importância atribuída aos ganhos a distribuir diminui e, deste modo, as empresas preferem a recompra de ações em vez dos dividendos.

2.6. Recompra de Ações

A recompra de ações (*Stock Repurchase*), tal como os dividendos, consiste no mecanismo de reposição de dinheiro aos acionistas. Tal como definido por Farinha e Soro (2012) consiste em transações pelas quais uma sociedade que, habitualmente é cotada em bolsa,

obtem um número considerável de ações detidas pelos acionistas, e consegue também promover uma diminuição do capital disperso em bolsa.

Vários autores, caracterizam a recompra de ações como um método substituto ao pagamento de dividendos sendo que, além disso, este é um método que é utilizado como estratégia da empresa para diminuir os custos de agência, para administrar a estrutura de capital bem como um modo de sinalização, uma vez que mostra se as ações da empresas estão subavaliadas pelo mercado (Nossa, Lopes e Teixeira, 2010).

Farinha e Soro (2012) caracterizam a recompra de ações através de quatro modalidades principais:

- ✓ **Recompra de Mercado Aberto:** aquisição sucessiva de ações em mercado aberto, na base de um programa predefinido e devidamente anunciado pelos gestores da empresa emitente, no entanto, esta é uma modalidade que é mais frequente nos EUA e no Reino Unido.
- ✓ **Operações Públicas de Recompra:** é anunciada, pela empresa emitente, a aquisição de um montante predefinido de ações próprias a um preço fixo e durante um determinado prazo.
- ✓ **Leilões à Holandesa:** são considerados como uma variante das Operações Públicas de Recompra. Nesta modalidade, uma empresa comunica a recompra dos seus títulos dentro de um intervalo de preços, sendo que, posteriormente, a empresa apresenta um preço uno ao qual se dispõe a comprar as ações com base nas ordens recebidas tendo em conta as quantidades oferecidas pelos acionistas para cada nível de preços.
- ✓ **Opções de Venda Transferíveis:** modalidade menos empregue pelas empresas. Neste caso, a empresa que pretenda obter uma determinada percentagem das suas ações oferece a cada um dos seus acionistas uma opção de venda quando a uma percentagem de ações que detenha idêntica à proporção global de ações que a empresa pretende adquirir.

Conforme indicado no estudo de Eije e Megginson (2008), a recompra de dividendos teve início, como substituição da distribuição de dividendos, nos EUA e só posteriormente apareceu na Europa, no entanto apesar de a Europa ter iniciado mais tarde, a recompra de dividendos aumentou de um modo mais rápido na última década. Os autores afirmam que

tanto a política de dividendos como a recompra de ações das empresas da UE apresentam vários aspetos idênticos às empresas americanas.

Podemos concluir que, comparativamente à distribuição de rendimentos efetuada aos acionistas por pagamento de dividendos, existe semelhanças com a atribuída à recompra de dividendos. Contudo, torna-se necessário para uma boa análise, compreender qual o método de distribuição de rendimentos adotados pelos acionistas, escolha efetuada pelos gestores tendo em conta vários fatores.

Bonaimé, Öztekin e Warr (2014) concluíram no seu estudo sobre recompra de ações, que uma razão para aumentar o valor numa recompra de ações são os ajustes da estrutura de capital. Os autores afirmam que, a recompra de ações ocorre devido à desconsideração da sinalização e, também ao decréscimo dos custos de agência associado ao excedente de caixa. Desta forma, a tentativa de aquisição por outras empresas é menor.

Numa investigação realizada a empresas canadenses relativamente aos dividendos e à recompra de ações, Jong, Dijk e Veld (2003) mostram que, como algumas das empresas investigadas são coordenadas por acionistas norte-americanos que devido a motivos fiscais optam por ganhos de capital, concluem que tanto os dividendos como a recompra são estimulados por fatores fiscais. No entanto, os pagamentos de dividendos são também influenciados por fatores comportamentais, posto que, a maioria dos acionistas na recompra de ações, é que decide se vende, ou não, ações. Esta é considerada uma vantagem devido ao benefício fiscal, visto poderem, ou não, adquirir ganhos de capital. Todavia, esta opção de escolha não é efetuada nos pagamentos de dividendos (Jong *et al.*, 2003).

É apresentado em muitos estudos a substituição do pagamento de dividendos pela recompra de ações, no entanto é um pensamento que não é apoiado por todos os autores. Jagannathan, Stephens e Weisbach (1999) afirmam que a distribuição de dividendos é caracterizada pela estabilidade apresentada a longo prazo e, a recompra de ações é caracterizada pela volatilidade e variabilidade agregada aos ciclos económicos. No entanto, ao longo do tempo, a recompra de ações tem-se tornado um importante mecanismo de remuneração acionista (Jagannathan *et al.*, 1999).

Capítulo III – Metodologia e Dados

3.1 – Objetivos e metodologia de investigação

A presente dissertação tem como objetivo analisar qual o impacto dos fatores considerados mais relevantes sobre a distribuição de dividendos das empresas portuguesas. Pretende-se observar, através de variáveis, quais apresentam maior influência sobre a distribuição de dividendos.

3.2 – Amostra, dados e recolha de informação

A seleção da amostra da investigação terá como base de dados a plataforma *online* “Sistema de Análise de Balanços Ibéricos” (SABI), disponível no ISCAL. Esta plataforma possui informação relevante para a elaboração da presente dissertação.

Através do SABI pretende-se obter uma amostra vasta de empresas portuguesas, de acordo com os dados económicos e financeiros apresentados. Esta base de dados engloba as maiores empresas portuguesas.

A amostra foi selecionada tendo em atenção as limitações relacionadas com a exiguidade de contas consolidadas completas e também, o horizonte temporal destas que é limitado.

O objetivo da amostra é selecionar as empresas portuguesas no período temporal de oito anos, 2010 a 2017. Foram selecionadas todas as empresas que apresentam contas individuais e que têm contas consolidadas, sendo que, neste caso, se assume o pressuposto de que são as empresas “mãe” dos grupos. Neste conjunto de empresas selecionado, verifica-se que não existe o problema de os dividendos distribuídos pelas empresas “mãe” serem dividendos internos, ou seja, todos os dividendos são destinados aos investidores externos e não a empresas do grupo excepcionalmente pequenas participações cruzadas existentes.

No entanto, como a amostra inicial não incluía todas as empresas cotadas, foram considerados também os dados relativamente às empresas cotadas que não estavam na amostra inicial.

Na base de dados apenas foram consideradas as empresas em que a sua situação atual era ativa e empresas que apresentam como forma jurídica serem sociedades anónimas, sociedades por quotas e sociedades unipessoais por quotas.

Relativamente à base de dados inicial, procedeu-se às seguintes exclusões:

- Empresas com contas consolidadas, permanecendo apenas as individuais;
- Empresas que não apresentaram valor no total de ativos ou, o mesmo, era equivalente a zero;
- Empresas subsidiárias;
- Empresas financeiras.

Quanto à exclusão das empresas financeiras, foi tida em consideração a revisão 3 do Código das Atividades Económicas (CAE). Deste modo, as empresas Financeiras excluídas contêm as “Atividades financeiras e de seguros”, mais especificamente, a secção K:

Secção K - Atividades financeiras e de seguros (64+65+66)

- 64 - Atividades de serviços financeiros, exceto seguros e fundos de pensões;
- 65- Seguros, resseguros e fundos de pensões, exceto segurança social obrigatória;
- 66 - Atividades auxiliares de serviços financeiros e dos seguros.

Para uma análise mais consistente, foi necessário proceder à integração de uma *dummy* na nossa base dados, ou seja, especificar através da *dummy* quais são, ou não, as empresas SGPS, para uma célere comparação entre as empresas.

As SGPS não apresentam propriamente um negócio, são na maior parte dos casos, as empresas “mãe” dos grupos. Nestas sociedades, a maioria dos proveitos, nas suas contas individuais, podem ser equivalentes aos dividendos recebidos das participadas. Estas limitações referidas, podem ser amenizadas através das Sociedades Anónimas ou das Sociedades por Quotas uma vez que, estas empresas funcionam como “mãe” de grupos e que apresentam, simultaneamente, um negócio.

O estudo focou-se nas empresas portuguesas cotadas e não cotadas nos mercados financeiros para que seja, posteriormente, analisada a diferença das mesmas.

Segundo os critérios de seleção obteve-se um universo de 574 empresas que cumpriam os requisitos, ao longo do período de 2010-2017. Na Tabela 1 é demonstrada a relação da distribuição das empresas que constituem a amostra por setor de atividade económica.

Tabela 1 – Distribuição do número de empresas por setor de atividade económico

Setor de Atividade Económico (CAE Rev.3)	Nº Empresas	Porcentagem
Secção A - Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	11	1,91%
Secção B - Indústrias extrativas	1	0,17%
Secção C - Indústrias transformadoras	126	21,83%
Secção D - Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	8	1,41%
Secção E - Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	5	0,87%
Secção F - Construção	30	5,20%
Secção G - Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	78	13,56%
Secção H - Transportes e armazenagem	32	5,57%
Secção I - Alojamento, restauração e similares	12	2,25%
Secção J - Atividades de informação e de comunicação	14	2,43%
Secção L - Atividades imobiliárias	35	6,09%
Secção M - Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	193	33,66%
Secção N - Atividades administrativas e dos serviços de apoio	23	4,01%
Secção Q - Atividades de saúde humana e apoio social	4	0,70%
Secção R - Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas	2	0,35%
Total Geral	574	100,00%

Através da Tabela 1 salienta-se que os setores que apresentam maior percentagem são o setor M – Atividades de consultoria, científica, técnicas e similares (33,66%) , o setor C – Indústrias transformadoras (21,83%) e o setor G – Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos (13,56%), que perfazem aproximadamente 70% da atividade económica apresentada na nossa amostra.

Relativamente às variáveis macroeconómicas, também necessárias para a análise das hipóteses, foram obtidas através da base de dados PORDATA (Base de Dados Portugal Contemporâneo), pelo Banco de Portugal e pelo Instituto Nacional de Estatística (INE), tabela no anexo I.

O tratamento da informação foi elaborado com recurso ao STATA (*Data Analysis and Statistical Software*) que efetuou os cálculos estatísticos.

Na presente dissertação serão apresentados quadros realizados tendo em conta os resultados obtidos através do *software* STATA. Estes quadros de elaboração própria são apresentados com o objetivo de resumir os resultados obtidos e simplificar a leitura dos mesmos.

3.3 – Variáveis, Hipóteses e Modelos

Neste ponto, e de acordo com as teorias enunciadas sobre os determinantes da política de dividendos, serão expostas as variáveis relevantes para o estudo. E, de acordo com estas variáveis, serão apresentadas as hipóteses estudadas.

3.3.1. Definição das variáveis

Na presente dissertação, e de acordo com a literatura recente que contém investigações semelhantes ao presente estudo, identificamos as variáveis nas quais o estudo será focado e, como tal, teremos de definir as variáveis dependentes e as variáveis independentes.

Variáveis dependentes:

Para conseguir resultados mais relevantes e não limitar o estudo, optou-se por definir duas variáveis dependentes, os dividendos distribuídos e o *payout ratio*.

Os dividendos distribuídos, mais especificamente o montante de dividendos que a empresa distribui aos acionistas relativamente a cada um dos exercícios económicos analisados no estudo. Esta variável será calculada através do rácio entre os dividendos distribuídos do ano pelo total dos ativos.

São várias as investigações que optam por considerar esta variável expondo objetivos equivalentes à presente dissertação, tais como Lintner (1956), Watts (1973), Naceur *et al.* (2006), Ribeiro (2010), Yegon, Cheruiyot e Sang, (2014), Almeida *et al.* (2015), Abdulkadir *et al.* (2016) entre outros.

Para averiguar a estabilidade da política de dividendos defendida por Lintner (1956) vai ser também analisada a variável *Payout Ratio*. Optou-se por este indicador como variável dependente com o objetivo de expandir o estudo e conseguir resultados mais relevantes.

Estudos mais recentes, Fernandes e Ribeiro (2013) e Almeida *et al.* (2014), incluem também a estabilidade do *payout* nos seus modelos. Igualmente a estes autores, é de esperar que esta variável seja significativa no modelo.

O *Payout Ratio* é uma variável que evidencia a percentagem dos resultados líquidos distribuídos como dividendos num certo exercício económico. Para calcular esta variável, procedeu-se ao rácio entre os dividendos do ano pelos resultados líquidos.

Variáveis Independentes:

De acordo com a revisão bibliográfica apresentada, analisaremos alguns indicadores pertinentes ao estudo, tendo em consideração as hipóteses formuladas, que possam explicar as variáveis dependentes.

Dimensão

Para o estudo em questão espera-se uma relação positiva entre a variável dimensão da empresa e as variáveis dependentes.

Autores como Amaral *et al.* (2006), Naceur *et al.* (2006) e Rafique (2012), optaram por calcular a dimensão através do logaritmo do ativo líquido, obtendo uma relação positiva entre esta variável e a variável dependente dividendos. Contudo, contrariamente aos estudos anteriores, Fernandes e Ribeiro (2013), Politelo *et al.* (2013) e Salsa (2010) obtiveram resultados negativos quanto a esta relação, sendo que esperavam um resultado oposto.

Tal como Abdulkadir *et al.* (2016), também Ofori-Sasu *et al.* (2017) concluíram resultados negativos quanto à relação entre a dimensão da empresa e os dividendos distribuídos, sendo que o estudo destes últimos autores foi realizado com uma amostra de empresas em Gana.

Adjaoud e Bem-Amar (2010) e Al Shabibi e Ramesh (2011) citados por Rabelo *et al.* (2017) afirmaram que a dimensão de uma empresa pode influenciar positivamente os dividendos uma vez que as maiores empresas têm melhor e mais acesso ao mercado financeiro.

Rendibilidade Operacional do Ativo

A rendibilidade operacional do ativo é um indicador que demonstra a capacidade de os ativos da empresa originarem resultados. Esta variável é calculada pelo rácio entre o EBIT e o total dos ativos.

São vários os autores que calculam a rendibilidade operacional do ativo através do EBIT, tais como Frank e Goyal (2007), Salsa (2010), Fernandes e Ribeiro (2013), Catapan e Colauto (2014), entre outros. Sendo de esperar um sinal positivo relativamente a esta variável.

Na investigação realizada por Catapan e Colauto (2014), foi também utilizado este indicador de rendibilidade baseado em alguns autores mais antigos, como Matarazzo (2002) e Assaf Neto (2003). Para estes autores, a rendibilidade operacional do ativo é um indicador que comprara o desempenho de cada empresa ano a ano, e ainda, a avaliação da capacidade da empresa em produzir lucro líquido para assim se conseguir capitalizar (Catapan e Colauto, 2014).

Frank e Goyal (2007) concluíram no seu estudo, ao utilizar também a variável rendibilidade operacional do ativo, que as empresas com uma capacidade maior para utilizar mais dívida são as empresas mais rentáveis, ou seja, aquelas que apresentam custos de falência menores.

É concedida maior importância aos benefícios fiscais nas empresas em que é verificada maior rendibilidade, visto os custos de falência apresentados nestas empresas não serem tão elevados comparativamente aos restantes (Frank e Goyal, 2007).

No entanto, houve autores que testaram esta variável, mas baseada num cálculo diferente, testaram a rendibilidade através do rácio entre o resultado líquido e o ativo total. Verificou-se que, no artigo de Almeida *et al.* (2015), relativamente às empresas cotadas portuguesas, que esta variável apresenta um sinal positivo, ou seja, que estas empresas apresentam uma tendência maior para pagar dividendos quando a rendibilidade demonstrada é também maior. Os resultados demonstrados por estes autores coincidem com os resultados obtidos por DeAngelo *et al.* (2004), Fama e French (2001), Naceur *et al.* (2006), e Holanda e Coelho (2012).

Contudo o estudo de Guzman (2004) e Ribeiro (2010) mostram evidências contrárias (Almeida *et al.*, 2015).

Idade das empresas

A variável idade representa o número de meses desde a fundação da empresa.

Numa investigação mais recente, Ofori-Sasu *et al.* (2017) concluíram que, à medida que as empresas ficam com mais idade, a política de dividendos diminui. Foi confirmada uma relação negativa e significativa entre a idade e o rendimento de dividendos.

Ou seja, espera-se a existência de uma relação negativa entre as variáveis dependentes e a idade das empresas.

Cash-Flow

Variável que se transpõe pelo montante de *cash-flow* gerado pela empresa, ou seja, apresenta as entradas e saídas de dinheiro da empresa num certo período de tempo com objetivo de perceber se a empresa apresenta disponibilidade financeira que garanta as suas responsabilidades. É utilizada no presente estudo de modo a conseguir-se avaliar a influencia que a variável exerce sobre a política de dividendos, sendo calculada através do quociente entre o fluxo de caixa operacional pelos ativos totais. Utiliza-se esta fórmula para assim se conseguir combater a heteroscedasticidade.

Num estudo, em 1997, sobre as visões dos gestores relativamente aos fatores que determinam a política de dividendos, em empresas norte-americanas, Baker e Powel (2000), obtiveram como resultados que a estabilidade do *cash-flow* é o quinto fator mais influenciado pela política de dividendos. Os autores afirmam que os fluxos de caixa fornecem uma base para a política de dividendos, e por isso são relevantes.

Abdulkadir *et al.* (2016) incluiu também como variável explicativa o fluxo de caixa, sendo a variável obtida através do fluxo de caixa operacional líquido obtido diretamente dos relatórios das empresas. Os autores afirmaram, após análise dos resultados do modelo, relativamente ao mercado nigeriano, que as empresas que apresentam maior *cash-flow* têm maior probabilidade de distribuir dividendos. Ou seja, o *cash-flow* é um indicador relevante.

O *cash-flow* foi testado no estudo de Ribeiro e Vilar (2012), onde se procede à soma do resultado líquido com as amortizações e as provisões de cada uma das empresas que compõem a amostra. Os resultados obtidos pelos autores evidenciam um efeito significativo positivo entre o fluxo financeiro e o montante de dividendos por ação que a empresa distribui aos acionistas. Conclui-se que, quanto maior o *cash-flow* gerado maior será também o montante de dividendos distribuídos.

Crise Financeira

A crise financeira será definida como *dummy*, assumindo valor 1 para os anos de crise, que neste caso serão assumidos os anos de 2010, 2011 e 2012, e o valor 0 para os restantes anos. Foram selecionados estes três anos por se verificar que as empresas ainda estavam em recuperação.

No estudo de Abdulkadir *et al.* (2016), sobre o mercado nigeriano, foi também utilizada a crise financeira como variável *dummy*, neste estudo em específico, os anos de crise foram em 2008 e 2009. Os autores demonstraram que a crise apresentou resultados significativos e positivos, a relação positiva da crise financeira indica a probabilidade de que o pagamento de dividendos durante a crise é mais elevado.

Também Kuo *et al.* (2013) apresenta uma relação positiva entre a crise e o pagamento de dividendos.

Ciclo de vida das empresas

A variável ciclo de vida será avaliada em função da percentagem do valor das vendas.

A taxa de crescimento das vendas, testada por alguns autores, tais como, Salsa (2010), Ribeiro e Villar (2012) entre outros, não apresentaram resultados consensuais. Por esta razão, não se espera nenhum sinal quanto à relação entre a variável da taxa de crescimento e as variáveis dependentes. Esta variável representa as fases pelas quais as empresas atravessam até ao declínio.

Baseamos o nosso estudo na investigação Gup e Agrrawal (1996). Estes autores demonstraram, com uma amostra de 981 empresas, resultados estatísticos em que o ciclo de vida das empresas fornece uma visão única para avaliar o crescimento corporativo, o desempenho, o risco corporativo e o retorno (Gup e Agrrawal, 1996).

Deste modo, e tendo em conta o estudo de Gup e Agrrawal (1996), apresentam-se as cinco fases do ciclo de vida como uma variável *dummy*.

Conforme os autores, também na presente dissertação, serão distinguidos cinco grupos com as respetivas taxas de crescimento das vendas. De acordo com os dados, apresentam-se a seguinte tabela que demonstra as taxas de crescimento das vendas para o ciclo de vida das empresas e para a dimensão:

Tabela 2 – Taxa média de crescimento das vendas para o ciclo de vida das empresas

Ciclo de Vida	Número de empresas	Taxa média de crescimento das vendas nos 8 anos (%)
Nascimento	762	≥ 50
Expansão Acelerada	398	$\geq 20 < 50$
Expansão Moderada	452	$\leq 10 < 20$
Maturidade	1040	$\geq 0 < 10$
Declínio	1652	< 0

Variáveis macroeconómicas:

Com o objetivo de inovar, introduz-se variáveis macroeconómicas apenas estudadas internacionalmente.

Como variáveis macroeconómicas relevantes para a análise, optou-se pelo IPC, crescimento do PIB, taxa de juro, desemprego, variação do crédito concedido e crescimento do investimento.

IPC

O IPC corresponde à taxa de inflação global, ou seja, taxa de variação homóloga. Este indicador mede a variação média ao longo do tempo dos preços pagos pelas famílias por um cabaz de bens de consumo e serviços. É de esperar que se verifique relação positiva entre a inflação e as variáveis dependentes.

A taxa de inflação será baseada nos estudos de Basse (2009) realizados ao mercado australiano. Basse (2009) examinou a relação existente entre os dividendos e a inflação na Austrália, obtendo resultados que demonstram a contribuição da inflação no crescimento dos dividendos. Deduz-se que as empresas aparentam aumentar os seus pagamentos de dividendos quando há aumento do nível de preços que tem como objetivo a estabilização do valor real da receita de dividendos.

Ou seja, de acordo com Basse (2009), um importante estimulador do aumento de dividendos é a elevada inflação, contudo uma maior variação da inflação pode alterar a

capacidade das empresas quanto ao facto de estas utilizarem as mudanças de dividendos como forma de sinalizar as expectativas de lucros para os seus investidores.

Crescimento do PIB

Variável definida como Produto interno bruto a preços de mercado (PIB). De acordo com a literatura existente, é de esperar uma relação negativa entre o crescimento do PIB e as variáveis dependentes.

Autores como Ofori-Sasu *et al.* (2017), analisaram o crescimento do PIB no seu modelo optando pelo *dividend yield* como variável dependente, e verificaram que esta variável macroeconómica aumenta à medida que os pagamentos de dividendos diminuem. Ou seja, os resultados mostram uma relação negativa entre o crescimento do PIB e a política de dividendos.

Taxa de juro

Pode concluir-se através da literatura existente, em que a taxa de juro é considerada, que esta variável é um determinante relevante da política de dividendos, uma vez que afeta o pagamento de dividendos. Ou seja, espera-se a verificação de efeito positivo entre taxa de juro e pagamento de dividendos. Na presente dissertação será considerada como taxa de juro das obrigações do tesouro a 10 anos, em Portugal (OT10).

De acordo com Abdulkadir *et al.* (2016) onde foi considerado o pagamento ou não de dividendos como variável dependente, o estudo analisa também a taxa de juro (considera uma taxa anual em que o Banco Central empresta a outros bancos.), e obteve-se resultados significativos e positivos relativamente a esta variável macroeconómica. Também Kuo *et al.* (2013) apresentaram resultados positivos, e afirmaram que as empresas quando optam por pagar dividendos elevados aliciam capital sempre que as taxas de juro sobem.

Também Chen *et al.* (2005), ao considerar o impacto de variáveis macroeconómicas, verificou que a taxa de juro apresenta impacto no pagamento de dividendos futuros, visto que as variáveis macroeconómicas provocam um retorno das ações que afetam os dividendos.

Ofori-Sasu *et al.* (2017) ao analisar o efeito das taxas de juro (considera a taxa de juros real) no seu modelo, demonstrou uma relação positiva e estatisticamente significativa com os dividendos distribuídos.

Desemprego, Variação do crédito concedido e Crescimento do investimento

Relativamente a estas três variáveis, não foi verificada existência de literatura relevante, e desse modo, não será de esperar nenhum sinal quanto à relação entre estas e as variáveis dependentes. No entanto, optou-se por incluir o desemprego (DESEMP), a variação do crédito concedido (VAR_CREDITO) e o crescimento do investimento (CRES_INVESTIMENTO) na investigação com o objetivo de tentar perceber qual o impacto que causam nas variáveis dependentes.

Tabela 3 – Variáveis a testar para os modelos

Variáveis	Nomenclatura	Definição	Literatura
Dependentes	DIV	Montante de dividendos distribuídos aos acionistas em cada um dos exercícios económicos	Lintner (1956); Naceur <i>et al.</i> (2006); Almeida <i>et al.</i> (2015), Abdulkadir <i>et al.</i> (2016)
	PAYOUT	Rácio entre os dividendos do ano pelos resultados líquidos.	Fernandes e Ribeiro (2013); Almeida <i>et al.</i> (2014)
Independentes	TAMANHO	Maturidade da empresa. Calculado através do logaritmo do ativo líquido	Amaral <i>et al.</i> (2006); Naceur <i>et al.</i> (2006); Salsa (2010); Rafique (2012); Politelo <i>et al.</i> (2013); Fernandes e Ribeiro (2013), Abdulkadir <i>et al.</i> (2016); Ofori-Sasu <i>et al.</i> (2017); Rabelo <i>et al.</i> (2017)
	ROA	Indicador que demonstra a capacidade de os ativos da empresa originarem resultados. Calculada através do rácio entre EBIT e total dos ativos.	Fama e French (2001); DeAngelo <i>et al.</i> (2004); Naceur <i>et al.</i> (2006); Frank e Goyal (2007); Salsa (2010); Holanda e Coelho (2012); Fernandes e Ribeiro (2013); Catapan e Colauto (2014); Almeida <i>et al.</i> (2015).
	IDADE	Número de meses desde a fundação da empresa.	Ofori-Sasu <i>et al.</i> (2017)
	CF	Montante de <i>cash-flow</i> gerado pela empresa. Calculado pelo quociente entre o fluxo de caixa operacional e os ativos totais.	Baker e Powel (2000); Ribeiro e Vilar (2012); Abdulkadir <i>et al.</i> (2016)
	Dummy_Nascimento	Observações em que a taxa de crescimento das vendas é superior ou igual a 50%	Basse (2009)
	Dummy_ExpansãoA	Observações em que a taxa de crescimento das vendas é superior ou igual a 20% ou inferior a 50%	
	Dummy_ExpansãoM	Observações em que a taxa de crescimento das vendas é inferior ou igual a 10% e inferior a 20%	
	Dummy_Maturidade	Observações em que a taxa de crescimento das vendas é superior ou igual a 0% e inferior a 10%	
	Dummy_Declínio	Observações em que a taxa de crescimento das vendas é inferior a 0%	
IPC	Taxa de inflação global	Chen <i>et al.</i> (2005); Kuo <i>et al.</i> (2013); Abdulkadir <i>et al.</i> (2016); Ofori-Sasu <i>et al.</i> (2017)	

	PIB	Produto Interno Bruto	Ofori-Sasu <i>et al.</i> (2017)
	OT10	Taxa de juro das obrigações do tesouro a 10 anos portuguesa	Gup e Agrawal (1996); Salsa (2010); Ribeiro e Villar (2012)
	DESEMP	Desemprego	
	VAR_CREDITO	Variação do Crédito Concedido	
	CRES_INVESTIMENTO	Crescimento do investimento	

3.3.2. Hipóteses do estudo

Conforme a literatura revista e investigações realizadas no passado, tem-se como hipóteses desta investigação:

H1: As empresas pagam dividendos na sequência dos desempenhos passados.

H1.1. As empresas têm uma perspetiva de longo prazo, não alterando de forma significativa o montante de dividendos pagos, só porque determinado ano foi excecional – hipótese da cadência de dividendos estável.

H1.2. As empresas reagem rapidamente e, em função dos resultados, no ano seguinte pagam mais ou menos dividendos, mantendo o *Payout* – hipótese *Payout* estável.

Estas hipóteses deverão ser analisadas de acordo com a teoria da estabilidade de Lintner (1956), e a teoria dos Custos de agência.

H2: As empresas são influenciadas nas decisões sobre dividendos, pelo contexto económico-financeiro.

H2.1. As decisões sobre dividendos das empresas são influenciadas pela inflação.

H2.2. As decisões sobre dividendos das empresas são influenciadas pelo crescimento do PIB.

H2.3. As decisões sobre dividendos das empresas são influenciadas pelas taxas de juro.

H2.4. As decisões sobre dividendos das empresas são influenciadas pelo desemprego.

H2.5. As decisões sobre dividendos das empresas são influenciadas pela variação do crédito.

H2.6. As decisões sobre dividendos das empresas são influenciadas pelo crescimento do investimento

Hipóteses que serão analisadas tendo em conta os fatores macroeconómicos.

3.3.3. Modelos e variáveis de análise

Para explicar a relação entre a variável dependente e as diversas variáveis independentes, utiliza-se o modelo de regressão linear múltipla (MRLM). Este modelo, de acordo com Salsa (2009) e Ribeiro (2010) é o mais utilizado em estudos em Finanças Empresariais uma vez que, tem como objetivo avaliar a relação entre as variáveis.

Para o MRLM, as variáveis utilizadas devem respeitar os pressupostos da homocedasticidade, da normalidade de resíduos, da ausência de correlação entre os resíduos, da linearidade dos coeficientes, e da multicolinearidade.

Na hipótese **H1.1** o objetivo é verificar a hipótese da estabilidade dos dividendos a longo prazo.

Para verificar se as empresas apresentam o mesmo valor absoluto de exercício para exercício, utilizamos a regressão linear múltipla abaixo:

$$DIV_t = B_0 + B_1DIV_{t-1} + B_2IDADE + B_3TAMANHO + B_4ROA + B_5CF + B_6NASCIMENTO + B_7EXPANSÃO_A + B_8EXPANSÃO_M + B_9MATURIDADE + B_{10}DECLINIO + B_{11}List + \epsilon_i$$

Nesta regressão são utilizados como variável explicativa os dividendos referentes ao exercício anterior (DIV_{t-1}), sendo que, a variável dependente, dividendos (DIV).

Considera-se que as variáveis DIV_t e DIV_{t-1} obtém-se através do rácio entre os dividendos e o total dos ativos, com o objetivo de normalização dos dados, ou seja, evitar a existência de heteroscedasticidade.

Para a **hipótese H1.2**, o objetivo é verificar a hipótese do *payout* estável, ou seja, verificar se as empresas, em função dos seus resultados, pagam mais ou menos dividendos no ano seguinte, mantendo o *payout*.

O modelo será apresentado pela seguinte expressão:

$$\text{PAYOUT}_t = B_0 + B_1\text{PAYOUT}_{t-1} + B_2\text{IDADE} + B_3\text{TAMANHO} + B_4\text{ROA} + B_5\text{CF} + B_6\text{NASCIMENTO} + B_7\text{EXPANSÃO}_A + B_8\text{EXPANSÃO}_M + B_9\text{MATURIDADE} + B_{10}\text{DECLINIO} + B_{11}\text{List} + \varepsilon_i$$

Nesta regressão o PAYOUT_t representa a variável dependente, mais especificamente o *payout ratio* referente ao ano presente. A variável explicativa PAYOUT_{t-1} é adicionada ao modelo e representa o *payout ratio* referente ao exercício anterior. O ε_i representa os resíduos do modelo, ou seja, os fatores que não são explicados pelo modelo.

Os betas (B) correspondem aos coeficientes da regressão a estimar, sendo que para análise deste modelo, se o valor de B_1 corresponder a um valor aproximado ou igual a 1 significa que o *payout* da empresa é estável, de exercício para exercício.

Relativamente às hipóteses **H2**, recorre-se também ao modelo de regressão linear múltipla. Iremos testar qual a influência de cada variável macroeconómica em cada uma das duas variáveis dependentes.

3.4 – Tratamento de dados e método de estimação

Relativamente ao método de estimação, optou-se pela estimação das regressões lineares múltiplas, no entanto foi essencial proceder a alguns ajustes em termos dos dados da amostra.

Foi necessário proceder à criação de variáveis *lead* para os dividendos e para o *payout*, uma vez que estas variáveis correspondem ao valor do ano anterior. Deste modo, a análise relativa aos dividendos será efetuada apenas para 7 anos, uma vez que não temos informação quanto aos dividendos do último ano (2017). Quanto ao *payout* do ano anterior, perde-se informação de 2 anos (2010 e 2017), uma vez que não temos os dados sobre os dividendos de 2018 nem os resultados líquidos referentes a 2009.

Procedeu-se ao alisamento dos dados a 1% em cada uma das abas da distribuição para a variável ROA, uma vez que esta apresentava valores muito extremos. Deste modo, o ROA a 1% tem um valor de -0,643522 e para 99% um valor de 0,495168.

Foi também criada uma *dummy* para as empresas listadas em Bolsa (*Dummy_List*) assumindo valor “1” para as empresas cotadas e valor “0” para as não cotadas e excluídas da Bolsa para assim se conseguir analisar melhor os modelos.

Para tratamento dos dados obtidos, inicialmente optou-se pela utilização de modelos com dados de painel uma vez que estes dados são apresentados preferencialmente, em literatura mais recente.

Nos modelos com dados em painel observa-se um só modelo que aglomera as características intrínsecas (Woolridge, 2000). Os dados em painel apresentam como vantagens o foco no controlo da heterogeneidade individual, a existência de uma maior quantidade de informação e, uma maior variabilidade. No entanto, também se identificam algumas desvantagens nos dados em painel, tais como, enviesamento que resulta da heterogeneidade entre indivíduos e também dos indivíduos que compõem a amostra.

A estimação através de dados em painel irá ser realizada através dos modelos dos *fixed-effects* (FE) e o modelo *random-effects* (RE). Nos FE, os coeficientes são parâmetros fixos enquanto nos RE são tidos como variáveis aleatórias.

Contudo, e após análise, e dado o período de temporal ser curto e com algumas particularidades. É um período que não é considerado homogéneo uma vez que inclui anos em que se verificam ainda os efeitos da crise financeira sendo compreensível que os dados de painel não tenham sido estatisticamente significativos. Deste modo, como os resultados obtidos através destes modelos não eram os esperados, optou-se pelo cálculo das regressões *cross-section* ano a ano, para se conseguir efetuar uma análise mais detalhada.

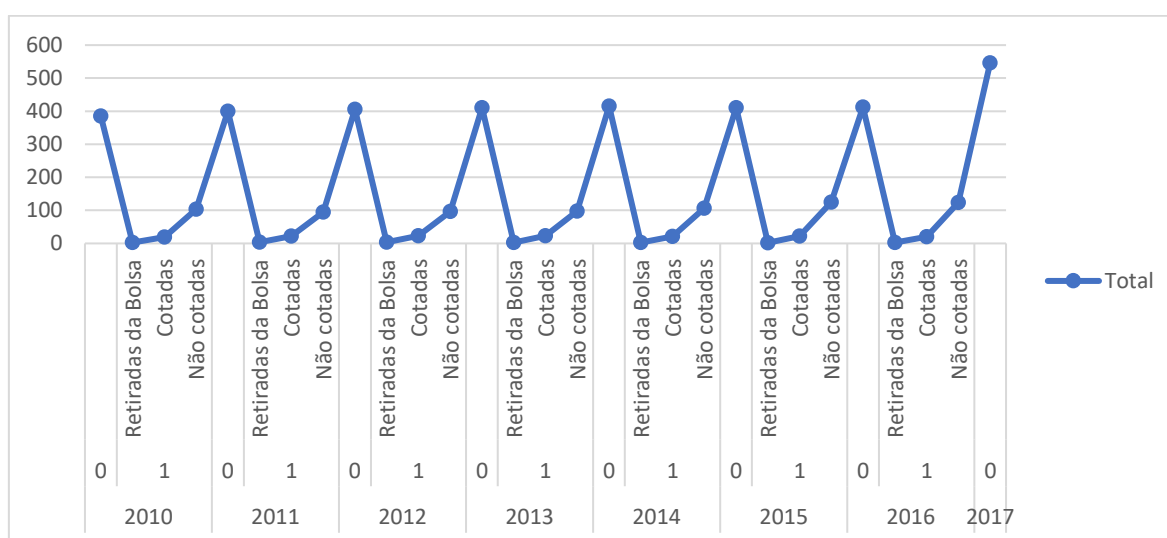
Capítulo IV – Resultados Obtidos

No presente capítulo apresentam-se algumas tendências de evolução consideradas relevantes para o estudo em causa bem como as estatísticas descritivas alusivas à amostra investigada, destacando os resultados de estimação e análise dos mesmos.

4.1 – Tendências de Evolução

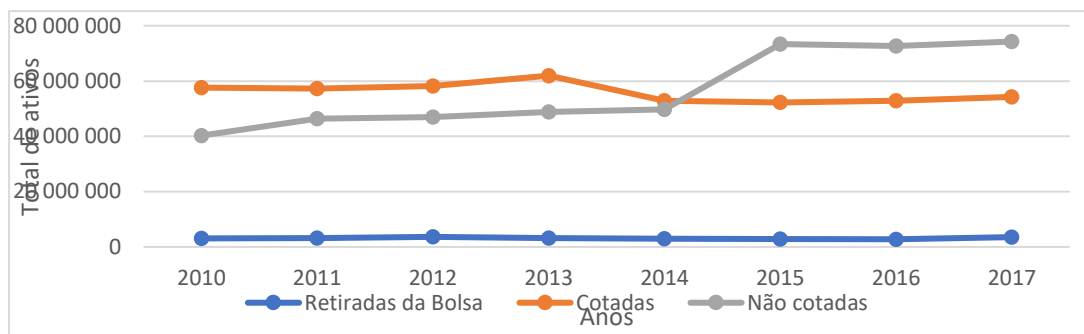
Neste subcapítulo procedemos à análise da evolução de alguns indicadores considerados relevantes.

Gráfico 1 – Evolução das empresas que distribuem dividendos, nos 8 anos.



Para primeira análise, verificámos a evolução das empresas, nos 8 anos em análise, relativamente ao número de empresas que distribuem, ou não, dividendos. A amostra é constituída por 574 empresas, sendo que estas se compõem em três categorias, empresas retiradas da bolsa (10), cotadas em bolsa (43) e não cotadas (521). Ao longo dos 8 anos, das empresas retiradas da bolsa, existem oito empresas que distribuem dividendos. Quanto às empresas cotadas em bolsa o valor é equilibrado ao longo dos anos. Neste período, verifica-se que as empresas não cotadas em bolsa também permanecem equilibradas, não se verificam oscilações relevantes na quantidade de empresas que distribuem dividendos. No entanto, uma vez que a quantidade de empresas não cotadas é elevado quando comparada com as restantes, também as empresas que distribuem dividendos são mais. Assim, conclui-se que, em todos os anos, o número de empresas que distribui dividendos é sempre bastante maior nas empresas não cotadas.

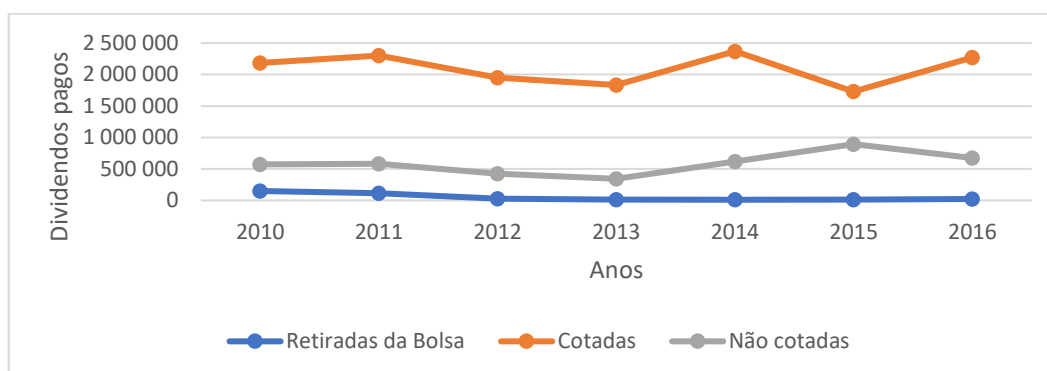
Gráfico 2 - Evolução do total de ativos das empresas no período de 2010 a 2017



Através do gráfico 2 podemos verificar que as empresas cotadas em bolsa apresentam valor de total de ativos superior às empresas não cotadas. No entanto, este facto, apenas se verifica até 2014, este é um ano de viragem, uma vez que se demonstra uma elevada recuperação das empresas não cotadas, ultrapassando claramente as empresas cotadas. Com esta alteração em 2014, observa-se que, na soma de todos os anos, as empresas não cotadas, detém maior valor de total de ativos (452 669 308) do que as empresas cotadas (447 499 051). No que concerne às as empresas retiradas da bolsa, estas apresentam valores estáveis ao longo dos anos.

Podemos inferir que, quando as empresas não cotadas distribuem maior valor total de ativos, é de esperar que estas empresas distribuam mais dividendos, o que não se verifica através da análise do gráfico 3.

Gráfico 3 - Evolução dos dividendos pagos pelas empresas



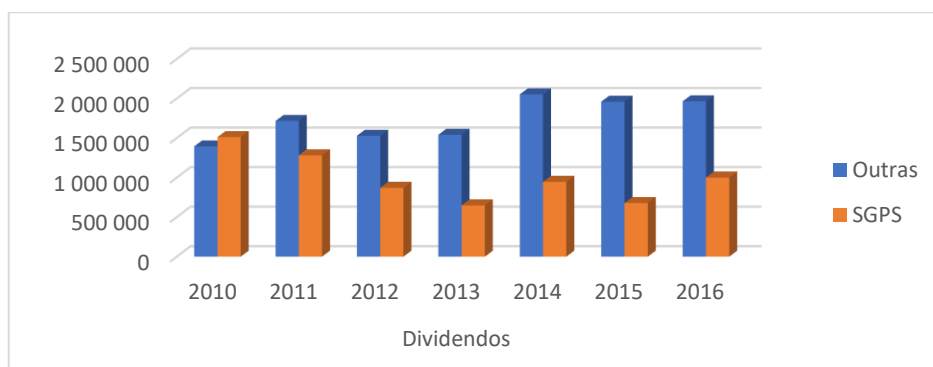
Conclui-se pela análise do gráfico 3 que, as empresas cotadas apresentam um valor de dividendos pagos bastante superior, comparativamente com as empresas não cotadas e as retiradas da Bolsa, com um valor total de aproximadamente 14 640 000 ao longo dos 8

anos. O valor total de dividendos pagos, ao longo dos anos, foi de 19 094 584, pelo que se conclui que as empresas cotadas detêm a maior parte deste valor.

Em 2014, foi o ano em que se observou maior valor de dividendos distribuídos pelas empresas (2 998 997). Ou seja, deduz-se que até 2014 as empresas ainda estão em recuperação devido à crise financeira, em 2012 e 2013 atingiu-se os valores mais baixos de dividendos pagos, e só a partir de 2014 a tendência de distribuição de dividendos aumentou.

Procede-se à análise das empresas SGPS, através do gráfico 4.

Gráfico 4 - Evolução da distribuição de dividendos das empresas SGPS



Observa-se que é, apenas em 2010, que as SGPS apresentam maior distribuição de dividendos comparativamente com as Outras empresas, mesmo que o número de empresas seja mais elevado nas Outras empresas do que nas SGPS. Nos 8 anos, dentro das empresas que distribuem dividendos, apenas 51 empresas são SGPS, sendo que 206 correspondem às outras empresas. Entre 2012 e 2015 verificam-se diferenças mais acentuadas, o valor de dividendos distribuídos em todos estes anos é sempre mais elevado nas Outras empresas. As SGPS apresentam uma distribuição de dividendos bastante menor, no entanto em termos de número de empresas, também é menor.

Em termos totais, nos 8 anos apresentados, o valor de dividendos distribuídos pelas empresas SGPS foi de 6 939 082, enquanto as restantes distribuíram 12 155 503.

4.2 – Estatística Descritiva

Tabela 4 – Estatística Descritiva das Variáveis

Variável	OBS	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
PAYOUT_t	3628	0.2526722	6.680003	-75.24689	381.5068
PAYOUT_{t-1}	3628	0.2526722	6.680003	-75.24689	381.5068
DIV_t	3629	0.013633	0.0479484	0	0.8224497
DIV_{t-1}	4186	0.0143258	0.0623682	0	2.377731
Dummy_List	4304	0.0769052	0.2664719	0	1
ROA	4304	0.0388766	0.1231007	-0.643522	0.495168
CF	4189	0.0264	0.1774467	-5.424096	4.729335
Tamanho	4304	10.40672	1.767244	1.547562	17.14904
Idade	4304	28.36106	22.64534	0	118

Na Tabela 4, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis mais relevantes do estudo. Observa-se que, em média, o montante de dividendos distribuídos pelas empresas, na amostra, é de 0.013 euros por ação. Verifica-se que as empresas podem pagar um máximo de 0.82 euros por ação, no entanto, não se observa um desvio acentuado em relação à média uma vez que o desvio-padrão dos dividendos é 0.05, aproximadamente.

Relativamente à variável dependente *payout*, apresenta-se um desvio-padrão de 6.68, que mostra um desvio acentuado comparativamente à média. Verifica-se grande amplitude entre o valor máximo (381.51) e mínimo (-75.25). Ou seja, quando é apresentado um valor mínimo negativo significa que na amostra, no mínimo, uma empresa apresentou um valor de resultado líquido do período negativo.

As empresas pertencentes à amostra apresentam uma rendibilidade operacional do ativo, em média, positiva (3,9%), no entanto é um valor reduzido. Sendo que o valor máximo apresentado foi aproximadamente 50% e o valor mínimo de 64% negativos.

Verificam-se diferenças relevantes entre os valores máximos e mínimos das variáveis.

Correlação entre as variáveis

Para verificar a existência de multicolinearidade, apresenta-se a tabela 5 com as correlações existentes entre as variáveis. Tendo por base a matriz de correlação de Pearson, consideram-se correlações fortes quando o valor é superior a 0.60. Ou seja, analisa-se a dependência existente entre variáveis. Se esta dependência for considerada forte (valor superior a 0.60) verificar-se-á problemas de multicolinearidade séria, facto que afetará as

estimativas dos coeficientes de regressão de um modo negativo e também, prejudicar a viabilidade dos modelos.

Tabela 5 – Matriz de Correlação entre Variáveis

	PAYOUT _t	PAYOUT _{t-1}	DIV _t	DIV _{t-1}	ROA	CF	Desemprego	IPC	PIB	Tamanho	Idade
PAYOUT_t	1.0000										
PAYOUT_{t-1}	0.0062 (0.7306)	1.0000									
DIV_t	0.0334 (0.0444)	0.0776 (0.0000)	1.0000								
DIV_{t-1}	0.0188 (0.2608)	0.0261 (0.1155)	0.4274 (0.0000)	1.0000							
ROA	0.0094 (0.5725)	0.0155 (0.3516)	0.3166 (0.0000)	0.2527 (0.0000)	1.0000						
CF	0.0009 (0.9562)	-0.0045 (0.7886)	0.0555 (0.0009)	0.0667 (0.0000)	0.1757 0.0000	1.0000					
Desemprego	0.0195 (0.2395)	0.0098 (0.5544)	-0.0214 (0.1977)	-0.0227 (0.1423)	-0.0423 (0.0055)	0.0044 (0.7778)	1.0000				
IPC	-0.0159 (0.3395)	-0.0232 (0.1629)	-0.0151 (0.3618)	0.0026 (0.8640)	-0.0085 (0.5754)	-0.0042 (0.7845)	0.1076 (0.0000)	1.0000			
PIB	0.0062 (0.7072)	0.0028 (0.8641)	0.0128 (0.4422)	0.0150 (0.3326)	0.0469 (0.0021)	-0.0085 (0.5845)	-0.7504 (0.0000)	-0.5961 (0.0000)	1.0000		
Tamanho	0.0318 (0.0554)	0.0304 (0.0674)	0.0783 (0.0000)	0.0463 (0.0027)	0.0936 (0.0000)	0.0395 (0.0105)	-0.0117 (0.4435)	0.0007 (0.9648)	0.0051 (0.7374)	1.0000	
Idade	0.0224 (0.1765)	0.0224 (0.1765)	0.0383 (0.0211)	0.0362 (0.0211)	0.0222 (0.1462)	0.0621 (0.0001)	-0.0442 (0.0038)	-0.0298 (0.0506)	0.0363 (0.0172)	0.1846 (0.0000)	1.0000

Salienta-se que os coeficientes das variáveis são inferiores ao limite tolerável de 0.60, e por essa razão podemos concluir que não existem problemas de multicolinearidade e que os modelos são considerados viáveis.

Verifica-se a existência de relações significativamente estatísticas a 1% (ou seja, *p-value* <0.01) entre algumas das variáveis apresentadas, destaca-se a significância entre os dividendos e o *payout* do ano anterior, os dividendos do ano anterior, o ROA, o *cash-flow* e o tamanho, entre o ROA e o *cash-flow*, PIB e tamanho. E também entre o desemprego e o IPC, PIB e idade.

Pode concluir-se que à medida que o tamanho da empresa aumenta, o dividendo do ano também aumenta. Também a rendibilidade do ativo aumenta à medida que se distribuem mais dividendos.

Estimação das regressões

Procedeu-se à estimação das regressões lineares múltiplas do estudo, primeiramente, tendo como variável dependente os dividendos. É importante referir que em todos os anos foi excluída uma das variáveis *dummy* do ciclo de vida que se deve à colinearidade.

Primeiramente, para uma análise mais detalhada, procedemos à estimação da hipótese através da regressão *cross-section*, tendo como variável dependente os dividendos.

$$DIV_t = \beta_0 + \beta_1 DIV_{t-1} + \beta_2 Idade + \beta_3 Tamanho + \beta_4 ROA + \beta_5 CF + \beta_6 Nascimento + \beta_7 Expansão_A + \beta_8 Expansão_M + \beta_9 Maturidade + \beta_{10} Declínio + \beta_{11} Dummy_List + \epsilon_i$$

Tabela 6 – Resultados do modelo de estimação

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
B₀	0.0496636	-0.0176273	0.0149914	0.0357869	0.0223886	0.015871	-0.0311182
	0.235	0.624	0.744	0.270	0.671	0.745	0.514
DIV_{t-1}	0.2309492	0.4129253	0.1311131	0.8770331	0.5692632	0.341939	0.1094914
	0.001	0.000	0.178	0.000	0.000	0.000	0.060
Idade	0.0000469	-0.0000945	0.0002515	-0.0001289	-0.0001833	0.000133	-0.0002001
	0.834	0.619	0.313	0.469	0.470	0.590	0.351
Tamanho	-0.0022803	0.0019728	-0.0027847	-0.0025538	0.0033667	-0.0002627	0.0035286
	0.501	0.518	0.477	0.377	0.429	0.951	0.353
ROA	0.4152293	0.3023029	0.7052426	0.1058324	0.414712	0.2624156	0.3778779
	0.000	0.000	0.000	0.167	0.000	0.000	0.000
CF	-0.0275627	0.0602213	-0.1348615	0.0438826	-0.0730724	0.0034962	0.1432255
	0.659	0.234	0.120	0.429	0.263	0.968	0.026
Nascimento	-0.0022803	0.0204412	0.0223805	0.0166567	-0.0475962	0	0.0371602
	0.241	0.293	0.367	0.340	0.097		0.196
Expansão_A	0	0	-0.0030592	0	0	-0.0239369	0
			0.913			0.409	
Expansão_M	-0.0191366	0.008284	0	-0.0006997	-0.0763381	-0.0032814	0.0000774
	0.358	0.684		0.971	0.008	0.826	0.998
Maturidade	-0.0141588	-0.0126056	-0.0011044	0.0053382	-0.0560793	0.0050014	0.0000535
	0.472	0.465	0.958	0.716	0.019	0.826	0.998
Declínio	-0.0248392	0.0074385	-0.0058368	-0.002721	-0.057575	-0.0049944	-0.0027783
	0.171	0.658	0.767	0.849	0.015	0.818	0.902
Dummy_List	-0.0175456	-0.00083	0.021574	-0.0055268	0.0035446	-0.0079311	0.0250779
	0.307	0.955	0.242	0.677	0.851	0.701	0.166
R²	0.4928	0.5709	0.5470	0.7172	0.5974	0.2962	0.2997
R² Ajustado	0.4467	0.5315	0.5069	0.6922	0.5633	0.2448	0.2474

Através da estatística F, testa-se a hipótese da significância conjunta do modelo. Para os anos em análise a estatística F varia entre 5.73 e 29.66 e verifica-se que, para todos os anos o F apresenta um *p-value* de 0.000 (<0.01), o que leva a concluir que existe significância conjunta do modelo. Ou seja, com F significativo aceita-se a hipótese de que existe pelo menos uma variável explicativa que contribui significativamente para o modelo e ajuda a explicar a variabilidade média da variável dependente.

O modelo estimado apresenta, para 2010, um coeficiente de determinação (R^2) de 0.4928, o que significa que a variável dependente dividendos é explicada em 49.28% pelo modelo definido e as variáveis explicativas. Quanto ao R^2 ajustado, tal como em todos os anos apresentados, o valor é ligeiramente próximo do R^2 , o que significa que, mesmo existindo variáveis com baixo poder explicativo, não se verifica a existência de variáveis com poder explicativo irrelevante.

Verifica-se que, em 2010, o dividendo referente ao ano anterior, a idade e o ROA são as únicas variáveis que apresentam relação positiva com a variável dependente dividendos e as restantes (tamanho, *cash-flow*, nascimento, expansão moderada, maturidade, declínio e a *dummy_List*) apresentam relação negativa. Contudo, a variável dividendos do ano anterior e o ROA são estatisticamente significativas uma vez que apresentam um *p-value* <0.05 .

No ano 2011, a variável dependente é explicada em 57.09% pelo modelo definido e as variáveis explicativas. Neste ano, o ROA e os dividendos do ano anterior continuam a apresentar-se estatisticamente significativos (*p-value* <0.05). Neste ano, as variáveis, idade, maturidade e a *dummy_List* foram as únicas que apresentam relação negativa com a variável dependente, sendo que as restantes apresentaram relação positiva.

Em 2012 a variável dependente é explicada em 54.70%. Este é o único ano em que a variável explicativa, dividendos do ano anterior, não é estatisticamente significativa uma vez que apresenta um *p-value*=0.178 (*p-value* >0.05). Apenas o ROA se mostra estatisticamente significativo (*p-value* <0.05). As variáveis que apresentam relação negativa com a variável dependente são o tamanho, o *cash-flow*, a expansão acelerada, a maturidade e o declínio.

No ano 2013, a variável dependente é explicada em 71.72% pelo modelo definido e as variáveis explicativas. Verifica-se que, apenas os dividendos do ano anterior são estatisticamente significativos (*p-value* <0.05), sendo este, o único ano em que o ROA não

apresenta significância estatística ($p\text{-value} = 0.167$). Neste ano, as variáveis com relação positiva com a variável dependente, foram o dividendo do ano anterior, o ROA, o *cash-flow*, o nascimento e a maturidade, e as restantes apresentam relação negativa.

Só neste ano, é que a variável, dividendo do ano anterior, se aproxima da unidade (aproximadamente 0.88), ou seja, é somente neste ano que há sintoma da existência de estabilidade.

Em 2014, a variável dependente é explicada em 59.74%. Este é o ano em que mais variáveis apresentam resultados estatisticamente significativos, o dividendo do ano anterior, o ROA, a expansão moderada, a maturidade e o declínio são variáveis significativas. Neste ano, apenas o dividendo do ano anterior, o tamanho, o ROA e a *dummy_List* apresentam uma relação positiva com a variável dependente.

Em 2015, a variável dependente é explicada em 29.62%. Volta a verificar-se apenas o ROA e o dividendo do ano anterior com significância estatística. Variáveis que se encontram com relação negativa com a variável dependente, tem-se o tamanho, a expansão acelerada e moderada, o declínio e a *dummy_List*.

Por último, em 2016, a variável dependente dividendos é explicada em 29.97% pelo modelo definido e as variáveis explicativas. Além do ROA e do dividendo do ano anterior, também o *cash-flow* apresenta significância estatística. Apenas as variáveis idade e declínio apresentam relação negativa com a variável dependente e as restantes apresentam relação positiva.

Podemos concluir através destes resultados que o ROA se apresentou praticamente sempre com significância estatística, apenas em 2013 não se verificou esta conclusão. Os resultados estão de acordo com o esperado, conforme também concluído por Frank e Goyal (2007), Salsa (2010), Fernandes e Ribeiro (2013) e Catapan e Colauto (2014).

A variável, dividendo referente ao ano anterior, também se demonstrou estatisticamente significativa em todos os anos à exceção de 2012. Deste modo, de acordo com o defendido por Lintner (1956), quando apresentou a política de dividendos estável, concluiu-se através deste modelo que o dividendo distribuído no ano anterior é estatisticamente significativo e apresenta relação positiva com a variável dependente dividendos.

Quanto à variável tamanho, esperava-se uma relação positiva com a variável dependente, no entanto, tal como os estudos de Fernandes e Ribeiro (2013), Politelo *et al.* (2013) e Salsa (2010) obteve-se resultados negativos quanto a esta relação, apenas em 2011 e 2014 se verificou uma relação positiva. Podemos assim concluir que o tamanho das empresas não influencia os dividendos distribuídos.

O *cash-flow* é utilizada de modo a conseguir avaliar-se a influencia que a variável exerce sobre a política de dividendos, no entanto, verificou-se que esta variável, ao contrário do esperado não é estatisticamente significativa, apenas em 2016 se conseguiu obter significância.

Já na variável idade, os resultados obtidos estão de acordo com o esperado. Tal como Ofori-Sasu *et al.* (2017), também o nosso estudo concluiu uma relação negativa entre a idade da empresa e os dividendos, sendo a idade uma variável não significativa. Ou seja, as empresas distribuem menor quantidade de dividendos à medida que a empresa amadurece.

No que se relaciona com as fases do ciclo de vida, observa-se que o nascimento tem relação positiva (excetuando os anos 2010 e 2014) com a variável dependente. A fase de expansão acelerada, nos dois anos que se apresentaram resultados, mostram relação negativa com os dividendos distribuídos. Quanto à fase de expansão moderada obteve-se, em 2010, 2013, 2014 e 2015, relação negativa com a variável dependente. Na fase de maturidade das empresas, verifica-se relação positiva com a variável dependente apenas em 2013, 2015 e 2016. Por último, a fase de declínio tem relação negativa com os dividendos em todos os anos excluindo em 2011. Estas três últimas fases do ciclo de vida das empresas, em 2014 demonstraram ser estatisticamente significativas ($p\text{-value}<0.05$).

Verifica-se que se confirma que a hipótese H1.1, hipótese da cadência de dividendos estável se verifica. Conclui-se que as empresas pagam dividendos na sequência dos desempenhos passados, uma vez que a variável referente ao dividendo do ano anterior é significativa.

Seguidamente, apresentam-se os resultados da estimação, ano a ano, através da regressão *cross-section*, para a variável dependente *payout*.

$$Payout_t = \beta_0 + \beta_1 Payout_{t-1} + \beta_2 Idade + \beta_3 Tamanho + \beta_4 ROA + \beta_5 CF + \beta_6 Nascimento + \beta_7 Expansão_A + \beta_8 Expansão_M + \beta_9 Maturidade + \beta_{10} Declínio + \beta_{11} Dummy_List + \epsilon_i$$

Tabela 7 - Resultados do modelo de estimação

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
B₀	-10.69048 (0.046)	1.876974 (0.366)	19.277 (0.427)	0.8225955 (0.639)	0.9394928 (0.444)	-1.273115 (0.822)
PAYOUT_{t-1}	-0.0816851 (0.938)	0.26943 (0.031)	-0.4288761 (0.699)	0.0001466 (0.980)	-0.0174615 (0.844)	1.1465 (0.299)
Idade	0.0012898 (0.960)	-0.0078399 (0.486)	0.0375111 (0.780)	0.0096235 (0.254)	0.0008816 (0.887)	0.0209388 (0.415)
Tamanho	0.9657053 (0.021)	-0.1003198 (0.568)	-2.040226 (0.344)	0.1439132 (0.310)	-0.785595 (0.467)	-0.0615596 (0.893)
ROA	8.26313 (0.289)	-0.5414413 (0.866)	-19.95606 (0.616)	-1.183095 (0.623)	-0.0805721 (0.957)	11.391 (0.206)
CF	6.808104 (0.318)	-2.912202 (0.448)	4.002114 (0.923)	-5.703808 (0.009)	-0.524345 (0.811)	-2.146854 (0.778)
Nascimento	-4.005977 (0.133)	-0.5866906 (0.600)	-0.3305756 (0.980)	-1.992315 (0.036)	0	-7.159544 (0.042)
Expansão_A	0.9623432 (0.727)	-1.712965 (0.189)	0	0	0.24480084 (0.736)	0
Expansão_M	0	0	0.1223827 (0.993)	-1.130899 (0.226)	0.3389757 (0.596)	0.2634498 (0.932)
Maturidade	-0.4637617 0.835	0.6156832 (0.517)	10.40158 (0.347)	-1.666819 (0.034)	0.4486838 (0.430)	-0.331501 (0.902)
Declínio	0.627014 (0.773)	0.6867185 (0.446)	0.3116279 (0.977)	-1.583205 (0.039)	0.9229001 (0.092)	0.5553534 (0.836)
Dummy_List	-2.542543 (0.212)	0.8873213 (0.284)	23.15342 (0.021)	0.961649 (0.880)	1.080141 (0.033)	-1.641102 (0.446)
R²	0.1020	0.1169	0.0685	0.1359	0.0640	0.0970
R² Ajustado	0.0189	0.0373	-0.0140	0.0627	-0.0043	0.0291

Dos resultados obtidos através da regressão acima, verifica-se que apenas em 2014 o modelo é considerado válido. Apenas neste ano a regressão apresenta um *p-value* de F inferior a 0.01. Deste modo, não se pode concluir que exista significância conjunta deste modelo.

Em 2014, obteve-se que o *cash-flow*, a fase de nascimento, maturidade e declínio eram variáveis estatisticamente significativas.

A análise acima foi efetuada ano a ano, sendo que para efeitos de comparação efetuámos a regressão do *payout* recorrendo a *panel data*, através dos métodos *Fixed-effects* e *Random-effects*, onde se obteve os seguintes resultados:

Tabela 8 – Resultados do modelo de estimação através de *Fixed-effects* e *Random-effects*

	<i>Fixed-Effects</i>		<i>Random-Effects</i>	
	Não cotadas	Cotadas	Não cotadas	Cotadas
B_0	-1.15592 (0.783)	-194.8135 (0.269)	-2.571175 (0.368)	15.53975 (0.539)
PAYOUT_{t-1}	-0.5431923 (0.000)	-0.2708376 (0.009)	-0.5259382 (0.000)	-0.0127392 (0.890)
Idade	-0.0321875 (0.442)	-1.685338 (0.361)	0.0084348 (0.656)	0.0638742 (0.637)
ROA	-0.4920612 (0.691)	-49.98211 (0.392)	-0.2618849 (0.831)	-18.78141 (0.588)
CF	-1.214008 (0.190)	-120.708 (0.236)	-1.017271 (0.268)	-22.88758 (0.744)
Tamanho	0.2969529 (0.470)	19.72734 (0.128)	0.2528115 (0.351)	-0.9588651 (0.593)

Através da tabela 8, podemos concluir que apenas se verifica significância estatística nas empresas não cotadas em bolsa. Verifica-se que tanto no método *fixed-effects* como no *random-effects* apenas a variável *payout* do ano anterior é estatisticamente significativa ($p\text{-value} < 0.05$) para as empresas não cotadas. Em FE, todas as variáveis, à exceção do tamanho, apresentam relação negativa com a variável dependente *payout*. Através do método RE, apenas a idade e o tamanho apresentam relação positiva com a variável dependente.

Relativamente à hipótese H1.2, concluímos que não se confirma a estabilidade do *payout*, uma vez que não se verifica significância nos modelos testados.

A insignificância do modelo do *payout* pode explicar-se pelo facto se existirem muitos valores negativos, o que prejudica os resultados obtidos, conforme se pode verificar pela tabela 9 que representa o *payout* médio. O *payout* negativo (empresas que distribuem dividendos, mas que apresentam resultados negativos) pode contribuir para que não se observe a estabilidade do *payout*.

Tabela 9- *Payout* médio

Ano	Não Cotadas	Cotadas
	Média	Média
2010	0.5803144	0.3775103
2011	0.6510949	0.316325
2012	0.6800265	1.497523
2013	0.3584053	0.6110095
2014	0.6363075	1.315108
2015	0.4375576	0.5367538
2016	0.3786236	-1.619156
2017	-	-
TOTAL	0.5289792	0.463183

Para finalizar, procede-se ao cálculo das regressões *panel data*, através do método *random-effects*, para perceber qual a influência das variáveis macroeconómicas nas variáveis dependentes.

$$DIV_t = \beta_0 + \beta_1 DIV_{t-1} + \beta_2 Idade + \beta_3 Tamanho + \beta_4 ROA + \beta_5 CF + \beta_6 Dummy_{List} + \beta_7 PIB + \beta_8 IPC + \beta_9 Desemprego + \beta_{10} DVar_Crédito + \beta_{11} Cres_Investimento + \beta_{12} OT10 + \epsilon_i$$

Tabela 10 - Resultados do modelo de estimação

Variável	B	Desvio-padrão	t-Statistic	p-value
B₀	0.1640598	0.1363194	1.20	0.229
DIVt-1	0.1001138	0.0270991	3.69	0.000
Idade	-0.000122	0.000144	-0.85	0.397
Tamanho	-0.0024584	0.0023189	-1.06	0.289
ROA	0.3008725	0.0270727	11.11	0.000
CF	-0.0442673	0.0251021	-1.76	0.078
Dummy_List	0.0031456	0.0121063	0.26	0.795
PIB	-0.0054918	0.0054862	-1.00	0.317
IPC	0.0144734	0.0269425	0.54	0.591
Desemprego	-0.0020536	0.0029543	-0.70	0.487
Var_Crédito	-0.003417	0.0049703	-0.69	0.492
Cres_Investimento	-0.0036587	0.0059185	-0.62	0.536
OT10	-0.0085828	0.0124042	-0.69	0.489

Através dos resultados obtidos, verifica-se que, como o modelo apresenta um *p-value* <0.01, podemos concluir que existe significância conjunta do modelo.

Na tabela 10, verifica-se apenas o ROA e o dividendo do ano anterior são estatisticamente significativos. Nenhuma das variáveis macroeconómicas é significativa para este modelo, e, todas as variáveis, com exceção do IPC que apresentam relação positiva, apresentam relação negativa com a variável dependente dividendos.

Conclui-se que, conforme Basse (2009) também o nosso estudo verifica que existe relação positiva entre os dividendos e a inflação. Ou seja, quando se verifica um aumento do nível de preços deduz-se que as empresas aparentam aumentar os seus pagamentos de dividendos.

Quanto à variável PIB, tal como os nossos resultados, também Ofori-Sasu *et al.* (2017) e Wang *et al.* (2010) verificaram a existência de relação negativa entre o crescimento do PIB e a distribuição de dividendos. No entanto, relativamente à variável OT10, os resultados mostram uma relação negativa com os dividendos, o que não está de acordo com o esperado. As variáveis, desemprego, variação do crédito concedido e crescimento dos investimentos, relevam relação negativa com a variável dependente dividendos.

Posteriormente, procedeu-se ao cálculo da regressão do *payout* para perceber qual a influência das variáveis macroeconómicas.

$$Payout_t = \beta_0 + \beta_1 Payout_{t-1} + \beta_2 Idade + \beta_3 Tamanho + \beta_4 ROA + \beta_5 CF + \beta_6 Dummy_{List} + \beta_7 PIB + \beta_8 IPC + \beta_9 Desemprego + \beta_{10} DVar_Crédito + \beta_{11} Cres_Investimento + \beta_{12} OT10 \epsilon_i$$

Tabela 11 - Resultados do modelo de estimação

Variável	B	Desvio-padrão	t-Statistic	p-value
B₀	-22.23876	24.02435	-0.93	0.355
PAYOUT_{t-1}	-0.0054711	0.0376377	-0.15	0.884
Idade	0.0135023	0.0208598	0.65	0.517
Tamanho	-0.1069924	0.3488538	-0.31	0.759
ROA	-0.3841888	6.004998	-0.06	0.949
CF	0.3726681	6.140155	0.06	0.952
Dummy_List	3.295999	1.648699	2.00	0.046
PIB	0.9008091	0.8933858	1.01	0.313
IPC	0.2023383	1.13995	0.18	0.859
Desemprego	1.255405	1.071068	1.17	0.241
Var_Crédito	0.0348087	0.4048883	0.09	0.931
Cres_Investimento	0.3666743	0.7902231	0.46	0.643
OT10	-	-	-	-

Através dos resultados obtidos, verifica-se que, o modelo acima não apresenta significância conjunta, uma vez que apresenta um $p\text{-value} > 0.01$.

Podemos concluir que as variáveis macroeconómicas não influenciam a variável dependente *payout*.

Capítulo V – Conclusão

A presente dissertação apresentava como objetivo principal verificar qual o impacto obtido na política de dividendos das empresas portuguesas, no período compreendido entre 2010 e 2017.

Teoricamente, procurou-se compreender quais as teorias existentes que tentam explicar a política de dividendos das empresas. Dessas teorias, destacam-se a teoria da irrelevância dos dividendos (Miller e Modigliani, 1961), teoria que foi das mais contestadas por diversos autores uma vez que, assumia a existência de mercados perfeitos ao considerar a ausência de impostos, verificando-se mais tarde a não viabilidade na realidade económica desta teoria. Contrariamente, verifica-se a teoria da Relevância dos dividendos, defendida por Lintner (1956) e Gordon (1959), que demonstram que o investidor prefere receber dividendos o mais rápido possível, ou seja, procura minimizar o contexto de incerteza a que se sujeita. A teoria da agência desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) alega que o aumento do pagamento de dividendos provoca conflitos de interesses entre acionistas e gestores. A teoria do efeito clientela afirma que as empresas atraem o tipo de “clientela” de investidores que seja da sua preferência. As preferências dos investidores dependem dos escalões de imposto em que os mesmo se encontram. Quanto à teoria da sinalização, esta teoria é considerada componente de redução de informação assimétrica e tem como objetivo atrair investidores ao avisar o mercado de perspetivas futuras de crescimento. A teoria do ciclo de vida sugere que as empresas atravessam várias fases de desenvolvimento, com início no nascimento até à maturidade, fase na qual enfrentam variados desafios estruturais e estratégicos (Miller e Friesen, 1984). Quanto à teoria da assimetria da informação pressupõe que existe desigualdade de informação entre os intervenientes das empresas, os insiders detêm informação privilegiada quanto ao futuro da empresa. Tendo como fundamento a assimetria da informação, têm-se a teoria sugerida por Myers e Majluf (1984), *Pecking Order*, que salienta que as empresas tendem a optar por fontes de financiamento internas às externas, ou seja, autofinanciamento. Por último, a teoria do

Catering (Baker e Wurgler, 2004) defende que, o tipo de dividendos que os investidores procuram varia ao longo do tempo entre ações de rendimento ou de crescimento, quer seja por motivos profissionais, quer por motivos psicológicos.

Pode concluir-se que a diversidade de teorias sobre esta matéria é vasta e, as discórdias entre autores visíveis, e por esta razão ainda hoje se confirmar o conceito instituído por Black (1976), *dividend puzzle*.

Efetou-se primeiramente uma análise de evolução de alguns indicadores, de acordo com a base de dados. Detetou-se que, em todos os anos analisados, existem mais empresas não cotadas a distribuir dividendos do que empresas cotadas. No entanto, em termos de valor de dividendos que cada empresa distribui, as empresas cotadas apresentam maior valor do que as não cotadas. As empresas cotadas lideram com um valor bastante superior (14 639 994) de dividendos distribuídos do que as empresas não cotadas (4 106 308).

Relativamente às empresas SGPS, verifica-se que o valor de dividendos distribuídos não tem uma diferença acentuada comparativamente com as restantes empresas. Apenas em 2010 se observou que as empresas SGPS detinham maior valor de dividendos do que as restantes.

Recorreu-se à estimação dos modelos econométricos com recurso ao *software* STATA.

Os resultados permitem concluir que o ROA e o dividendo distribuído no ano anterior são estatisticamente significativos, ou seja, estas variáveis explicativas influenciam a variável dependente dividendos. Tal como observado por Lintner (1956), que apresentou a política de dividendos estável, verifica-se uma relação positiva entre a variável dependente e os dividendos do ano anterior. As variáveis tamanho e *cash-flow* não apresentam influencia com os dividendos distribuídos. Já a variável idade está de acordo com o esperado, verifica-se que as empresas distribuem maior quantidade de dividendos à medida que a empresa amadurece.

Conclui-se que as empresas pagam dividendos na sequência dos desempenhos passados, uma vez que a variável referente ao dividendo do ano anterior é significativa.

Quanto à estimação do modelo do *payout* não existe validade no modelo, apenas em 2014 o modelo se apresentou válido. Assim, verifica-se que não há significância conjunta do modelo. Deste modo, pode confirmar-se a não estabilidade do *payout*.

Quanto ao impacto das variáveis macroeconómicas, apenas o IPC apresentou relação positiva com os dividendos. Conforme Basse (2009), conclui-se que ao se verificar um aumento do nível de preços se deduz que as empresas aparentam aumentar os pagamentos

de dividendos. As restantes variáveis (PIB, taxa de juro, desemprego, variação do crédito concedido e crescimento do investimento) apresentam relação negativa com os dividendos. Verifica-se ainda que as variáveis macroeconómicas não influenciam a variável dependente *payout*.

As principais limitações encontradas na investigação consistiram na divulgação de informação financeira *online*, verificou-se que, na plataforma SABI, as contas consolidadas não se encontram completas, não se verifica a existência de mapa de fluxos de caixa entre o período de 2010 a 2014, e não existe mapa de fluxos de caixa para a maioria das empresas.

Como recomendações para investigações futuras sugere-se a análise de um período mais alargado de estudo. Sugere-se também a analogia entre a política de dividendos das empresas portuguesas com outros países Europeus. Seria também interessante analisar mais detalhadamente o desaparecimento dos dividendos e até que ponto a recompra de ações se pode considerar substituta da distribuição de dividendos.

Referências Bibliográficas

- Abdulkadir, R. I., Abdullah, N. A. H., e Wong, W. C. (2016). Dividend payment behaviour and its determinants: The Nigerian evidence. *African Development Review*, 28(1), 53-63.
- Aggarwal, R., e Kyaw, N. A. (2010). Capital structure, dividend policy, and multinationality: Theory versus empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 19(2), 140-150.
- Aivazian, V.; Booth, L.; Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from u.s. firms? *Journal of Financial Research, Lubbock*, 26(3), 371-387
- Almeida, L.A.G., Tavares, F.O., e Pereira, E.T. (2014). Determinantes da Política de Dividendos em Portugal. *Revista Universo Contábil*, 10(4), 162-181. doi:10.4270/ruc.2014435
- Almeida, L.A.G., Tavares, F.O., e Pereira, E.T. (2015). Efeito subprime na distribuição de dividendos em Portugal. *R. Adm FACES Journal Belo Horizonte*, 4(14), 9-25. ISSN: 1984 6975
- Al-Shubiri, F. N. (2011). Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange. *Far East Journal of Psychology and Business*, 4 (2), 1 15.
- Baker, H. K. (2009). *Dividends and dividend policy* (1). John Wiley e Sons.
- Baker, H. K., e Powell, G. E. (2000). Determinants of corporate dividend policy: a survey of NYSE firms. *Financial Practice and education*, 10, 29-40.
- Baker, H. K., Kilincarslan, E. e Arsal, A. H. (2018). Dividend policy in Turkey: Survey evidence from Borsa Istanbul firms. *Global Finance Journal*, 35, 43-57.
- Baker, M., e Wurgler, J. (2004). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of financial economics*, 73(2), 271-288.
- Bancel, F., Mittoo, U. R., e Bhattacharyya, N. (2005). Cross-country determinants of payout policy: A survey of European firms. Available at SSRN 683111.
- Barra, T. (2015). *As Políticas de dividendos: O caso das empresas do PSI-20 e do BEL-20*. (Dissertação de mestrado). Instituto Politécnico de Bragança, Bragança.

- Barreto, A. T. (2011). *O impacto da Política de Dividendos no valor de mercado da empresa: O caso das empresas cotadas na Euronext Lisbon – Portugal*. (Dissertação de mestrado). Faculdade de Economia, Faro.
- Basse, T. (2009). Dividend Policy and Inflation In Australia: Results From Cointegration Tests. *International Journal of Business and Management*, 4(6), 13-16.
- Bildik, R., Fatemi, A., e Fooladi, I. (2015). Global dividend payout patterns: The US and the rest of the world and the effect of financial crisis. *Global Finance Journal*, 28, 38-67.
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *The journal of Portfolio management*, 2(2), 5-8.
- Bonaimé, A. A., Öztekin, Ö., e Warr, R. S. (2014). Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 26, 182-200.
- Booth, L. e Zhou, J. (2017). Dividend policy: A selective review of results from around the world. *Global Finance Journal*, 34, 1-15.
- Brigham, F. E. e Houston F.J. (1999). *Fundamentos da Moderna Administração Financeira* (4ª Tiragem). Rio de Janeiro – Brasil: Editora Campus Ltda.
- Brockman, P., e Unlu, E. (2011). “Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study”, *Journal of Banking e Finance* 35, 1610-1625.
- Candimba, C. (2015). *A política de dividendos e o ciclo de vida das empresas*. (Dissertação de mestrado). Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal.
- Catapan, A., e Colauto, R. D. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), 137-164.
- Chen, Z., Cheung, Y. L., Stouraitis, A., e Wong, A. W. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 431-449.
- Cordeiro, R. A., e Machado, M. A. V. (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., e Lima, G. A. F. S. (2012). Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio versus retorno das ações. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 6(2).

- Couto, G. e Ferreira, S. (2010). Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 1-2 (9), 26-38. ISSN:1645-4464
- Crutchley, C. E., e Hansen, R. S. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, 36-46.
- De Jong, A., Van Dijk, R., e Veld, C. (2003). The dividend and share repurchase policies of Canadian firms: empirical evidence based on an alternative research design. *International Review of Financial Analysis*, 12(4), 349-377.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., e Skinner, D. J. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial economics*, 72(3), 425-456.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., e Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial economics*, 81(2), 227-254.
- Denis, D. J., e Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial economics*, 89(1), 62-82.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
- Eije, H. e Megginson, W. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89, 347-374.
- Escola Superior de Gestão e Tecnologia, Instituto Politécnico de Santarém, Santarém.
- Farinha, J. e Soro, M. (2012). *Dividendos e Recompra de acções*. Porto: Vida Económica
- Fatemi, A., e Bildik, R. (2012). Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence. *Journal of Banking e Finance*, 36(3), 662-677.
- Fernandes, D. J. M., e Ribeiro, A. M. O. (2013). Fatores determinantes da política de distribuição de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras da Euronext Lisbon. *Revista de Estudos Do ISCA*, 4(7), 2-12.
- Frank, M.; Goyal, V. (2007). Capital Structure Decisions: Which Factors are Really Important? *Working Paper Series*, Social Science Research Network.
- Frank, MZ e Goyal, VK (2009). Decisões de estrutura de capital: quais fatores são confiáveis? *Gestão financeira*, 38 (1), 1-37.

Frankfurter, G. M., e Wood Jr, B. G. (1997). The evolution of corporate dividend policy. *Journal of financial education*, 16-33.

Frankfurter, G., Wood, BG, e Wansley, J. (2003). *Política de dividendos: teoria e prática*. Elsevier

Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics*, 41(2), 99-105.

Greenwald, BC, e Stiglitz, JE (1986). Externalidades em economias com informações imperfeitas e mercados incompletos. *O jornal trimestral de economia* , 101 (2), 229-264.

Grullon, G., Michaely, R. e Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, 75(3), 387-424.

Gup, B. E., e Agrawal, P. (1996). The product life cycle: A paradigm for understanding financial management. *Financial Practice and Education*, fall/winter.

Gup, B. E., e Agrawal, P. (1996). The product life cycle: A paradigm for understanding financial management. *Financial Practice and Education*, fall/winter.

HO, S. K. e WU, C. (2003). The earnings information content of dividend initiation and omissions. *Journal of Business Finance e Accounting*. 28 (7, 8).

Hoberg, G., e Prabhala, N. R. (2008). Disappearing dividends, catering, and risk. *The review of financial studies*, 22(1), 79-116.

Holanda, A. e Coelho, A. (2012). Dividendos e efeito clientele: Evidências no mercado brasileiro. *RAE*, 52(4), 448-463.

Imran, K., (2011). Determinants of Dividend *Payout* Policy: A Case of Pakistan Engineering Sector. *The Romanian Economic Journal*, 14 (41), 47-60.

Iquiapaza, R., Lamounier, W., e Amaral, H. (2006). Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa.

Jagannathan, M., Stephens, C. P., e Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of financial Economics*, 57(3), 355-384.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

- Jensen, M. C., e Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kuo, JM, Philip, D. e Zhang, Q. (2013). O que impulsiona o fenômeno do desaparecimento de dividendos? *Journal of Banking e Finance* , 37(9), 3499-3514.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 1, 1-33.
- LeRoy, S. F., e Porter, R. D. (1981). The present-value relation: Tests based on implied variance bounds. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 555-574.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Malkiel, B. G., e Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Miller, D., e Friesen, P. H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management science*, 30(10), 1161-1183.
- Miller, M., e Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal Of Business*, 34(4), 411-433. <http://dx.doi.org/10.1086/294442>
- Moreiras, L., Tambosi Filho, E., e Garcia, F. (2012). Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. *Revista Administração*, 47(4), 671-682.
- Myers, S. C., e Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Naceur, B., Goaid, M., e Belanes, A., (2006). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International Review of Finance*, 6 (1, 2), 1-23.
- Neris Nossa, S., Broedel Lopes, A., e Teixeira, A. (2010). A Recompra de ações e a análise fundamentalista: um estudo empírico na Bovespa no período de 1994 a 2006. *BBR Brazilian Business Review*, 7(1).
- Ofori-Sasu, D., Yindenaba, J. e Osei, A. (2017). Dividend policy and Shareholders' Value: Evidence from Listed Companies in Ghana. *African Development Review*, 29(2), 293-304.
- Patra, T., Poshakwale, S., e Ow-Yong, K. (2012). *Determinants of corporate dividend policy in Greece. Applied Financial Economics*, 22(13), 1079-1087.

- Politelo, L., Chiarello, T. e Silva, T. (2013). Concentração de capital e política de dividendos em empresas familiares brasileiras. Seminários em Administração. Recuperado de <http://sistema.semead.com.br/16semead/resultado/trabalhosPDF/1190.pdf>
- Rabelo, G. B., Ponte, V. M. R., Júnior, D. B. C. V., e Domingos, S. R. M. (2017). A Distribuição De Dividendos Como Ferramenta Sinalizadora De Desempenho Futuro Nas Companhias Listadas Na BMEFBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 162-182. doi: 10.4270/ruc.2017323
- Rafique, M. (2012). Factors Affecting Dividend *Payout*: Evidence from Listed Non Financial Firms of Karachi Stock Exchange. *Business Management Dynamics*, 1(11), 76-92.
- Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 9(1-2), 15-25.
- Ribeiro, A., e Villar, M. (2012). Determinantes da Política de Dividendos: Evidência Empírica para as Empresas não Financeiras Cotadas na Euronext Lisbon. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9, 15-25.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- Saito, R. e Silveira, A. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 79-86. Recuperado de <https://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902008000200007>
- Salsa, M. L. C. d. R. (2009). A política de dividendos e o ciclo de vida das empresas.
- Salsa, M. L. C. R. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Revista Encontros Científicos-Tourism e Management Studies*, (6), 162-174.
- Santos, J. F. e Galvão, K. (2015). Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. *Revista da FAE*, 18(1), 52-69.
- Santos, J. F., e Silveira Galvão, K. (2015). Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. *Revista da FAE*, 18(1), 52-69.

- Shao, L., Kwok, C. e Guedhami, O. (2013). Dividend Policy: Balancing Shareholders' and creditors' interests. *The Journal of Financial Research*, 36(1), 43-66.
- Silva, P. R. C. (2015). *Determinantes da distribuição de dividendos em países emergentes e desenvolvidos*. (Dissertação de mestrado). Faculdade de Economia, Porto.
- Singhania, M., e Gupta, A. (2012). Determinants of corporate dividend policy: A Tobit model approach. *Vision*, 16(3), 153-162.
- Sousa, V. H., Penedo, A. S. e Pereira, V. (2018). Estudo bibliométrico sobre dividendos no Brasil. *Revista Capital Científico – Electrónica*, 16(3), 82-94.
- Tillier, M. (2013). What Is A Dividend? Obtido em setembro de 2018, de Nasdaq: <http://www.nasdaq.com/article/what-is-a-dividend-cm269103>
- Van Horne, J. (1971). Dividend Policy and new equity financing. *The Journal Of Finance*, 26(2), 507-519. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1971.tb00911.x>
- Van Horne, J. C., e McDonald, J. G. (1971). Dividend policy and new equity financing. *The Journal of Finance*, 26(2), 507-519.
- Vieira, E. (2008). Are Dividends Disappearing Mixed Evidence From Europe. *Journal of the Spanish Association of Accounting and Administration Business*.
- Vieira, P. M. C. (2016). *Determinantes da Política de dividendos: Um estudo em período de crise para as empresas do PSI-20*. (Dissertação de mestrado). Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto.
- Von Eije, H., e Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of financial economics*, 89(2), 347-374.
- Watts, R. (1973). The information content of dividends. *The Journal of Business*, 46(2), 191-211.
- Yegon, C., Cheruiyot, J., e Sang, J. (2014). Effects of dividend policy on firm's financial performance: Econometric analysis of listed manufacturing firms in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(12), 136-144.

Anexos

Anexo I – Variáveis macroeconómicas entre 2010 e 2017

Ano	Cresc. PIB	% IPC	% Desemprego	Var. Credito concedido	% Crec. Investimento	OT10 (%)
2017	2,53	1,6	7,88	-3,2	20,09	3,10
2016	2,75	0,9	10,09	-3,8	19,14	3,20
2015	1,58	0,3	12,11	-2,6	18,20	2,40
2014	0,74	-0,3	13,55	-7,8	16,79	3,80
2013	1,85	0,2	15,05	-11	15,78	6,30
2012	-4,47	2,1	17,28	-4,5	14,62	10,50
2011	-3,49	3,5	14,36	-1,7	19,80	10,20
2010	1,42	2,4	12,15	-3,1	21,51	5,40