



**ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)**

**Instituto Politécnico de Bragança**

**As Políticas de Distribuição de Dividendos:  
O caso das empresas do PSI-20 e do BEL-20.**

Tânia Isabel Santos Barra

*Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças*

*Sob orientação de:* Professora Doutora Ana Paula Monte

Bragança, maio de 2015





**ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)**

**Instituto Politécnico de Bragança**

Mestrado em Contabilidade e Finanças

**As Políticas de Distribuição de Dividendos:  
O caso das empresas do PSI-20 e do BEL-20.**

Tânia Isabel Santos Barra

Professora Doutora Ana Paula Monte

Bragança, maio de 2015

## RESUMO

Os fatores que impulsionam as políticas de dividendos de uma empresa têm sido tema de extensa pesquisa ao longo do tempo, existindo, por vezes, conflitos no que concerne ao comportamento deste tipo de rendimentos. O dividendo é o retorno que o acionista recebe de uma empresa, através dos lucros desta, mediante a sua percentagem de participação. A presente investigação tem como objetivo principal saber quais os determinantes das políticas de distribuição de dividendos. A amostra em estudo foi constituída por empresas do PSI 20 e do BEL 20, durante um período de seis anos, de 2008 a 2013. Através da utilização de regressões lineares multivariadas, foram estudadas três variáveis dependentes, *Dividend Rate*, *Dividend Payout* e *Dividend Yield*. Os resultados das regressões evidenciam que a rentabilidade é o fator mais significativo para a decisão de distribuir dividendos. A seguir, os determinantes mais importantes obtidos foram a estrutura de capital, as oportunidades de crescimento, o tamanho e as despesas com juros. No presente estudo verificou-se que o estudo dos dois mercados em conjunto obteve resultados um pouco diferentes da análise individual, pelo que esta transmite uma imagem mais verdadeira das suas políticas.

Palavras-chave: Política de dividendos, Determinantes da Política de dividendos, *Dividend Rate*, *Dividend Payout*, *Dividend Yield*, Portugal e Bélgica.

## **ABSTRACT**

The factors that drive companies' dividend policies have been subject of extensive research over time, existing, sometimes, some conflicts regarding the behavior of such profits. The dividend is the return that investor receives from the profits of a company by their percentage ownership. The study attempts to find the determinants of dividend policies. The sample is composed by companies of PSI-20 and BEL-20 and the period that has been considered is from 2008 to 2013. Through the use of multivariate linear regressions, three dependent variables, Dividend Rate, Dividend Payout and Dividend Yield have been studied. The regression results show that profitability is the most significant factor to the final decision to distribute dividends. After that, the most important determinants obtained are capital structure, growth opportunities, size and interest expenses. In this study, it was found that the study of two markets together got slightly different results of the individual studies, so the individual market analysis gives a truer picture of their policies.

*Keywords:* Dividend Policies, Determinants of Dividend Policies, Dividend Rate, Dividend Payout, Dividend Yield, Portugal and Belgium.

## RESUMEN

Los factores que impulsan las políticas de dividendos de una sociedad tiene sido objeto de una extensa investigación con el tiempo, a veces entra en conflicto con lo que se refiere al comportamiento de este tipo de ingresos. El dividendo es el rendimiento que los accionistas reciban de una compañía, a través de ganancias por medio de su participación. Esta investigación tiene como objetivo conocer los determinantes de las políticas de distribución de dividendos. La muestra del estudio consistió en los PSI 20 empresas y el BEL 20, durante un período de seis años a partir de 2008 a 2013. A través de la utilización de regresiones lineales multivariantes, se estudiaron tres variables dependientes, Tasa de Dividendo, pago de dividendos y Rentabilidad por dividendo . Los resultados de la regresión muestran que la rentabilidad es el factor más importante en la decisión de distribuir dividendos. Los siguientes son los determinantes más importantes obtenidos fueron los gastos de estructura de capital, las oportunidades de crecimiento, tamaño y tipos de interés. En el presente trabajo se encontró que el estudio de los mercados conjuntos tuvo resultados un poco diferentes de la análisis individuales, por lo que este le da una imagen más fiel de sus políticas.

*Palabras-clave:* La política de dividendos, Determinantes de la Política de Dividendos, *Dividend Rate, Dividend Payout, Dividend Yield*, Portugal y Belgium.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AB InBev – Anheuser-Busch InBev

AFT – Ativos Fixos Tangíveis

ALV – Alavancagem

BCP – Banco Comercial Português

BEL20 – Índice de referência do mercado de ações da Euronext Bruxelas

BES – Banco Espírito Santo

BPI – Banco Português de Investimento

CA – Comportamento das Ações

CF – *Cash Flow*

CH – *Cash Holding*

DC – Despesas de Capital

DIP – Dividendos Passados

DJ – Despesas com Juros

DP – *Dividend Payout*

DPS - *Dividend Per Share*

DR – *Dividend Rate*

DY – *Dividend Yield*

EA – Estrutura do Ativo

EC – Estrutura de Capital

EDP – Energias de Portugal

EPS - *Earning Per Share*

EUA – Estados Unidos da América

FCF – *Free Cash Flow*

GBL - *Groupe Bruxelles Lambert*

GF – Ganhos Futuros

IMP – Impostos

LIQ – Liquidez

LU – Lucros do ano corrente (N)

LUN1 – Lucros do ano anterior (N-1)

MAT – Maturidade da Empresa

MPS – *Market Price of Share* (cotação de fecho)

OC – Oportunidades de Crescimento

PI – Participação Institucional

PPS - *Price Per Share*

PSI20 - Índice de referência do mercado de ações da Euronext Lisboa (*Portuguese Stock Index*)

PT – Portugal Telecom

REN – Rede Elétrica Nacional

RENT – Rentabilidade

RLP – Resultado Líquido do Período

SACT – Setor de Atividade

TAM – Tamanho da Empresa

UCB – *Union Chimique Belge*

UE – União Europeia

# Índice Geral

ÍNDICE DE TABELAS.....	XI
ÍNDICE DE FIGURAS.....	XI
ÍNDICE DE ANEXOS.....	XI
INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO I – REVISÃO DE LITERATURA.....	4
1.1. Modelos e teorias de políticas de distribuição de dividendos.....	6
1.1.1. Modelos de informação simétrica ou completa.....	6
1.1.2. Modelos de informação assimétrica.....	8
1.1.2.1. Teoria da sinalização.....	8
1.1.2.2. Teoria dos custos de agência.....	9
1.1.2.3. Hipótese dos fluxos livres de caixa ( <i>Free Cash Flows</i> ).....	10
1.1.3. Modelos comportamentais.....	10
1.1.4. Outros modelos e teorias.....	11
1.1.4.1. Teoria da irrelevância dos dividendos.....	11
1.1.4.2. Teoria do pássaro-na-mão.....	12
1.1.4.3. Teoria Pecking Order.....	13
1.1.4.4. Teoria do ciclo de vida.....	14
1.2. Os Determinantes da Política de Dividendos.....	16
1.3. Estrutura de capital e pagamento de dividendos em empresas multinacionais.....	19
1.3.1. Fatores que influenciam a estrutura de capital e o pagamento de dividendos.....	20
1.3.2. Interdependência entre a estrutura de capital e a política de distribuição de dividendos.....	23
1.4. Estudos sobre as políticas de distribuição de dividendos em empresas europeias e americanas.....	24
1.5. O desaparecimento dos dividendos.....	27
1.6. A Recompra de Ações como alternativa aos Dividendos.....	29
CAPÍTULO II – METODOLOGIA.....	31
2.1. Objetivo.....	31
2.2. População e amostra.....	32
2.3. Variáveis e hipóteses.....	34
2.3.1. Variáveis dependentes.....	34
2.3.2. Variáveis independentes.....	35
2.4. Recolha e tratamento de dados.....	41
CAPÍTULO III – RESULTADOS.....	43
3.1. Análise descritiva dos dados da amostra em estudo.....	43
3.2. Análise dos resultados da investigação.....	47

3.2.1. Análise Multivariada.....	47
3.2.2. Análise Multivariada Global.....	48
3.2.2.1. Fatores explicativos do modelo .....	48
3.2.2.2. Estimção e Resultados dos modelos .....	49
3.2.2.2.1. Resultados para a variável <i>Dividend Rate</i> .....	50
3.2.2.2.2. Resultados para a variável <i>Dividend Payout</i> .....	51
3.2.2.2.3. Resultados para a variável <i>Dividend Yield</i> .....	51
3.2.2. Análise Multivariada para as empresas do PSI-20.....	52
3.2.3. Análise Multivariada para as empresas do BEL-20.....	53
3.3. <i>Análise dos resultados das variáveis</i> .....	54
CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÃO FUTURA.....	59
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	62
ANEXOS.....	73

## Índice de Tabelas

Tabela 1: Descrição das empresas da população e respetivos setores de atividade.....	32
Tabela 2: Empresas excluídas da amostra e respetivos motivos .....	33
Tabela 3: Estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes.....	47
Tabela 4: Valores do teste Durbin-Watson para cada modelo.....	49

## Índice de Figuras

Figura 1 – Distribuição de dividendos nas empresas portuguesas .....	44
Figura 2 – Distribuição de dividendos nas empresas belgas .....	44
Figura 3 – Setores de atividade da amostra .....	45
Figura 4 – Evolução do pagamento de dividendos de 2008 a 2013 .....	46
Figura 5 – Gráficos de distribuição normal para DR, DP e DY. ....	48

## Índice de Anexos

Anexo I - Hipóteses, sinal esperado e respetiva validação das hipóteses. ....	73
Anexo II - Coeficientes das variáveis.....	74
Anexo III – Fórmula de Cálculo das variáveis .....	75

# INTRODUÇÃO

*“Quanto mais olhamos para a imagem dos dividendos, mais se parece com um puzzle cujas peças simplesmente não encaixam.”*

Black, 1976

Os primeiros registos de dividendos remontam ao século XVI, na sequência do aparecimento das descobertas marítimas e a par da criação da unidade empresarial. Por essa altura, a vida da corporação abrangia apenas a duração de uma expedição, sendo depois atribuído ao acionista, no final dessa etapa, um dividendo de liquidação (Farinha & Soro, 2012).

Com o crescimento do número de empresas e o aumento da vida útil das companhias marítimas, houve a necessidade de uma criação do mercado de capitais, onde os investidores passaram a concentrar a sua atenção na valorização dos títulos que detinham. A partir daí, as empresas começaram, timidamente, a distribuir dividendos (Farinha & Soro, 2012).

A sua distribuição consolidou-se a partir da segunda metade do século XX. Depois de alguma instabilidade, após a quebra que surgiu com a Revolução industrial, e o período da segunda guerra mundial, as empresas passaram a preocupar-se em definir uma política de dividendos estáveis (Farinha & Soro, 2012).

Os dividendos são comumente definidos como a distribuição de lucros, passados ou presentes, em ativos reais entre os acionistas da empresa, na proporção das suas participações (Frankfurter & Wood Jr., 2003). Existem três partes desta definição, todas elas igualmente importantes (Frankfurter & Wood Jr., 2003): (i) os dividendos podem, apenas, ser distribuídos como lucros e não como qualquer outra fonte de capital próprio; (ii) os dividendos devem ser pagos monetariamente; e (iii) que todos os acionistas recebem os dividendos mediante a sua participação na empresa.

A política de dividendos das empresas tem captado o interesse de economistas financeiros ao longo do último século e tem sido objeto de modelagem teórica e empírica intensiva ao longo dos últimos 50 anos. Foram estudados e analisados alguns modelos, todos eles sem suporte empírico conclusivo, para conseguir explicar o fenómeno dos dividendos.

Na literatura existem duas linhas de pensamento sobre as teorias da política de dividendos. Uma parte prende-se com o estudo de Lintner (1956), que defende uma política de dividendos em função dos lucros correntes e dos dividendos passados, relacionada com o valor da empresa. A outra tem por base a investigação de Miller e Modigliani (1961), que defende a

teoria da irrelevância dos dividendos, afirmando que os dividendos pagos pelas empresas aos seus acionistas não alteram o valor das suas ações nem a rentabilidade dos investidores.

São vários os fatores sugeridos por autores em diversos estudos. Rozeff (1982) considera que a distribuição de dividendos não segue uma distribuição aleatória entre as empresas. O autor afirma que uma distribuição de lucros elevada ajuda na redução dos conflitos de agência entre os diretores e os investidores. LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) sugerem que o pagamento de dividendos varia consoante os regimes legais de cada país.

Contudo, Anil e Kapoor (2008) indicam que tem havido consensos na literatura de que não existe apenas uma explicação para as políticas de pagamento dos dividendos e, por isso, tem sido um tema que gera bastante controvérsia. Daí, já na investigação de 1976, Black sugere a existência de um “*dividend puzzle*”, pois a distribuição de dividendos não segue uma linhagem idêntica para todas as empresas, dependendo de diversos fatores, sociais e económicos, mediante o meio onde estas se inserem.

O presente estudo averigua quais os fatores que determinam as políticas de distribuição dos dividendos nas empresas presentes nos índices PSI-20 e BEL-20. Assim, os objetivos desta investigação prendem-se em identificar tais fatores através uma análise conjunta com as empresas dos dois índices, e de uma análise em separado de cada um dos mercados. Desta forma, gera-se uma análise comparativa para perceber se os mesmos fatores influenciam o pagamento de dividendos nos dois mercados ou se, ao invés disso, cada um possui os seus próprios determinantes.

Foram selecionados determinantes que se enquadram nos diversos grupos de teorias já exploradas pela literatura, nomeadamente a teoria da agência (ativos fixos tangíveis, oportunidades de crescimento), teoria da sinalização (participação institucional, rentabilidade), teoria *pecking order* (liquidez) (Al-Najjar, 2011).

As conclusões deste estudo deverão contribuir para a confirmação de quais são os determinantes das políticas de distribuição de dividendos, sobretudo confirmar a existência de um “*dividend puzzle*” ou descobrir um comportamento padrão que desmistifique os procedimentos da sua distribuição.

Na concretização desta investigação, dividiram-se os seus conteúdos em três capítulos. O Capítulo I é dedicado ao enquadramento teórico, com uma breve introdução sobre o que é a política de dividendos. Depois, são fundamentados os modelos e as teorias que sustentam a temática, tendo em consideração a literatura já existente. Como não poderia faltar, são também enumerados diversos determinantes das políticas de dividendos estudados ao longo das últimas décadas, seguindo-se a explicação da relação entre a estrutura de capital e o pagamento de dividendos. Este último tem sido alvo de estudo apenas nas últimas três décadas, já que anteriormente os autores não referiam qualquer tipo de ligação entre estes dois objetos e a sua investigação era totalmente independente e desassociada. Dado que

grande parte da literatura existente sobre as políticas de pagamento de dividendos incide em empresas americanas e europeias, também se expõe um breve subcapítulo sobre o tema. Mediante a conjuntura económica atual e o seu desenvolvimento nas últimas três décadas, é exposto também os argumentos existentes na literatura sobre o desaparecimento dos dividendos, finalizando o Capítulo I com uma explanação sobre os supostos procedimentos de substituição destes lucros, a recompra de ações.

No Capítulo II são desenvolvidos os procedimentos metodológicos da presente análise. Para além da exposição do objetivo do estudo e do tipo de investigação, são definidas a população e amostra bem como as variáveis e hipóteses a considerar. Serão adotados os métodos de regressão linear multivariada para estudar três variáveis dependentes (*Dividend Rate*, *Dividend Payout* e *Dividend Yield*).

O Capítulo III apresenta e explica os resultados obtidos. Serão efetuadas três regressões múltiplas para cada variável dependente e uma para um estudo do mercado português e belga em conjunto, e uma para cada um dos mercados individualmente, totalizando nove regressões lineares múltiplas. Finalmente são expostas as conclusões respondendo à pergunta de partida formulada para este estudo: quais os determinantes que influenciam as políticas de distribuição de dividendos?

## Capítulo I – Revisão de Literatura

A Política de Dividendos é uma das mais importantes pesquisas na área das finanças (Fairchild, Guney & Thanatawee, 2014). Vários autores estudam o porquê das empresas pagarem uma parte substancial dos seus ganhos como dividendos se, de acordo com o estudo sobre a irrelevância destes lucros de Miller e Modigliani (1961), a política de dividendos não altera a riqueza dos acionistas, num mercado perfeito e completo. É, então, por este motivo, que tudo isto é conhecido como “*dividend puzzle*” (Black, 1976).

Os dividendos são, comumente definidos como distribuição de lucros, passados ou presentes, em ativos reais, entre os acionistas e a empresa, mediante as suas percentagens de participação (Shubiri, 2011). Frankfurter, George & Wood Bob (2003) definem a política de dividendos como política de pagamentos onde os gestores decidem o tamanho e o padrão da distribuição de lucros aos acionistas.

A questão da política de dividendos é importante por várias razões, nomeadamente (Imran, 2011): (i) a empresa pode usar os dividendos como um instrumento de sinal financeiro para os *outsiders* verificarem a sua estabilidade bem como as suas oportunidades de crescimento; e (ii) o facto de os dividendos desempenharem um papel fundamental na estrutura de capital da empresa.

A política de dividendos pode ser de dois tipos: a gerenciada e a residual (Shubiri, 2011). A gerenciada acontece quando o gestor influencia positivamente o preço das ações, por acreditar que a política de dividendos é importante para os seus investidores. Já na residual, o montante do dividendo é, simplesmente, o dinheiro que sobra após a empresa fazer os investimentos desejados, o que torna o preço do dividendo muito variável, sendo, em grande parte, de valor nulo (Shubiri, 2011).

A política de dividendos é um dos temas mais intrigantes na literatura financeira (Shubiri, 2011). Atualmente, os economistas direcionam as suas atenções na resolução do *dividend puzzle*, resultando num grande número de hipóteses contraditórias, teorias e explicações (Shubiri, 2011).

## **1.1. Modelos e teorias de políticas de distribuição de dividendos**

Lam, Sami e Zhou (2012) afirmam que a literatura sobre política de dividendos divide-se em três grupos de modelos teóricos que explicam o seu comportamento. Os autores descrevem, então, que o primeiro grupo, designado por “modelos de informação completa”, explica que os investidores exigem um maior retorno esperado nas ações com pagamento de dividendos, em contrapartida do pagamento de um imposto sobre estes lucros (Miller & Scholes, 1978). Geralmente referido como o segundo grupo, os modelos de informação assimétrica, é baseado na hipótese de ineficiência do mercado relacionado com a informação assimétrica (Jensen, 1986). Por último, Lam *et al.* (2012) descreveram o terceiro grupo como “modelos comportamentais”. Estes modelos sugerem que o comportamento dos investidores é substancialmente influenciado pelas atitudes e normas da sociedade (Shiller, 1984) e que o pagamento de dividendos pode considerar-se como um efeito socioeconómico que decorre da evolução das empresas (Frankfurter & Lane, 1992).

### **1.1.1. Modelos de informação simétrica ou completa**

Um vasto número de modelos teóricos e pesquisas empíricas estuda o efeito da imperfeição do mercado de impostos sobre a política de dividendos das empresas (Frankfurter & Wood Jr., 2003).

Diversos estudos têm documentado que os fatores fiscais afetam os pedidos dos investidores em aumentar os retornos antes de impostos dos acionistas (Miller & Scholes, 1978; DeAngelo & Masulis, 1980).

A maioria dos investigadores não questiona a importância do efeito dos impostos sobre a determinação da política de dividendos, mas designam um modelo de impostos ajustados sobre os lucros (Frankfurter & Wood Jr., 2003).

O modelo dos impostos ajustados define que os investidores exigem e garantem maiores retornos esperados das ações que influenciam o pagamento de dividendos (Frankfurter & Wood Jr., 2002, 2003). A imposição de um imposto sobre os lucros faz com que o pagamento dos mesmos antes da aplicação de impostos seja uma via para aumentar o retorno dos acionistas (Frankfurter & Wood Jr., 2002, 2003). Uma das consequências do modelo dos impostos ajustados é a divisão dos investidores quanto ao chamado “efeito clientela de dividendos” (Frankfurter & Wood Jr., 2002, 2003).

Miller e Modigliani (1961) foram os primeiros a argumentar sobre este efeito. Para estes autores, clientela é um grupo composto por acionistas que preferem ter o seu próprio rácio de pagamento de dividendos, por razões fiscais. Mais tarde, Modigliani (1982) refere que as taxas

de tributação diferenciadas entre os investidores e entre as fontes de retorno irão resultar em efeitos clientela. O autor menciona que o efeito clientela é responsável apenas pelas alterações nos valores nominais da carteira.

O modelo definido por Masulis e Trueman (1988) prevê que os investidores com obrigações fiscais distintas terão preferências divergentes quanto à escolha da melhor empresa com a melhor política de dividendos, já que não é fácil conjugar estas duas circunstâncias. Os autores salientam que enquanto o imposto sobre os dividendos aumenta, o valor do pagamento do dividendo diminui e o reinvestimento nos lucros aumenta, ou vice-versa. Desta forma, as diferenças podem ser minimizadas através da segregação dos investidores em clientelas.

Farrar e Selwyn (1967) também definiram um modelo de informação completa, onde assumem que os investidores maximizam os seus rendimentos depois da aplicação do imposto. Este modelo refere que, se os débitos de impostos relativos às distribuições de ganhos de capital forem menor que os débitos incorridos pela distribuição dos dividendos, os investidores racionais vão optar pelos ganhos de capital, já que os pagamentos preferidos são os que possuem menos impostos. Desta forma, o modelo de Farrar e Selwyn (1967) defende que nenhum dividendo deve ser pago, optando por se fazer uma recompra de ações para distribuir os lucros das empresas.

Brennan (1970) estendeu o estudo de Farrar e Selwyn (1967), onde os investidores maximizam a utilidade esperada da riqueza. Apesar do modelo ser mais consistente, as conclusões são semelhantes às de Farrar e Selwyn (1967).

Auerbach (1979a) desenvolveu um modelo de horizonte infinito, onde os acionistas maximizam a sua riqueza. Se existe um diferencial entre os ganhos de capital e as taxas de dividendos, a maximização da riqueza já não implica a maximização do valor da empresa no mercado. Mais tarde, Auerbach (1979b) concluiu que os dividendos são distribuídos devido à consistente desvalorização de longo prazo do capital social.

O modelo dos impostos ajustados é criticado pela sua incompatibilidade com os modelos de comportamento económico racional (Frankfurter & Wood Jr., 2003). Miller (1986) afirma que os indivíduos podem abster-se de comprar ações para o distribuir dividendos, evitando, assim, a responsabilidade fiscal do pagamento dos mesmos.

DeAngelo e Masulis (1980) fazem referência ao uso de dividendos específicos e aos paraísos fiscais individuais (por exemplo, a isenção de rendimentos de dividendos atuais), para evitar obrigações fiscais. Estes investigadores afirmam, também, que a estratégia de impostos diferidos utilizada por Miller e Scholes (1978) não é suficiente para induzir o pagamento de dividendos positivos.

## **1.1.2. Modelos de informação assimétrica**

Kapoor e Anil (2007) afirmam que num mercado cuja informação é perfeitamente simétrica, todos os participantes interessados têm a mesma informação sobre uma empresa, inclusive gerentes, bancários, acionistas, entre outros. Contudo, se um grupo desses mesmos participantes possui mais informações sobre a situação atual da empresa e quais as suas perspectivas de futuro, os autores afirmam que existe, então, uma assimetria de informação.

Para Kajtazi (2010), os estudos efetuados até agora sobre os modelos de informação assimétrica sugerem que esta disparidade de informação denota a existência de um desequilíbrio no fluxo de informação em qualquer transação económica.

Frankfurter e Wood Jr. (2002, 2003) salientam que o mercado imperfeito de informação assimétrica é a base para três pontos distintos utilizados para explicar a política de dividendos das empresas. Para os autores, a existência de informação assimétrica entre os gestores e os proprietários das empresas, causadas pelas mudanças inesperadas nas políticas de dividendos das próprias instituições, são a base da existência de modelos de sinalização de dividendos.

Frankfurter e Wood Jr. (2002, 2003) também fazem referência à teoria dos custos de agência, salientando que esta teoria utiliza a política de dividendos para melhorar os interesses dos acionistas e gestores empresariais. Os autores também mencionam a hipótese dos fluxos de caixa livres, ou *free cash flow*, que combina os paradigmas dos modelos de sinalização de dividendos e os custos da agência, onde o pagamento de dividendos pode diminuir os recursos disponíveis pelas empresas para gratificação dos seus gestores.

### **1.1.2.1. Teoria da sinalização**

Os modelos de sinalização oferecem informações valiosas sobre o papel desempenhado pelos dividendos. Por outras palavras, este tipo de modelo explica a razão dos dividendos serem mais estáveis que os lucros das empresas, e o porquê destas permanecerem relutantes ao corte dos primeiros (Aivazian, Booth & Cleary, 2003). Desde que os economistas financeiros Ross (1977) e Bhattacharya (1979) exploraram as propriedades dos dividendos provenientes dos modelos de sinalização, as teorias de sinalização foram desenvolvidas para explicar os retornos positivos anormais, após o anúncio de aumento de dividendos por parte das empresas (Bernhardt, Douglas & Robertson, 2005).

Miller e Rock (1985) desenvolveram um modelo formal sobre o papel da política de dividendos na informação assimétrica. Nesta investigação, os autores assumem que os gerentes da empresa possuem mais informações sobre os lucros atuais que os investidores externos. Daí que, apenas através do anúncio de distribuição de dividendos, os investidores externos

consigam deduzir os ganhos atuais da empresa. Miller e Rock (1985) assumem, no seu modelo, que os ganhos estão correlacionados com o tempo e, por isso, os resultados futuros podem ser apurados quando os lucros atuais são conhecidos. Assim os dividendos atuam, indiretamente, como um sinal de lucros futuros da empresa. Este modelo sugere que uma empresa com ganhos correntes mais elevados deverá pagar um valor mais elevado de dividendos que uma empresa com lucros correntes inferiores. Isto também implica que, *ceteris paribus*, o pagamento de dividendos sob informação assimétrica será maior do que num cenário de informações completas (Miller & Rock, 1985).

Deste modo, o efeito de sinalização prevê que quanto maior o nível de assimetria de informações, maior será o nível de dividendos pagos (Patra, Poshakwale e Ow-Yong, 2012).

### **1.1.2.2. Teoria dos custos de agência**

Frankfurter e Wood Jr. (2002, 2003) declaram que a associação dos potenciais custos de agência com a separação da gestão e dos acionistas não é um tema novo, dado que as diferenças nas prioridades da gestão e dos acionistas foram, segundo os autores, reconhecidos por mais de três séculos.

A teoria dos custos de agência sugere que a estrutura de capital de uma empresa é influenciada pelas tentativas de minimizar os custos associados com a separação da gerência e dos acionistas (Patra *et al.*, 2012). As empresas com maior percentagem de participação deverão ter menos custos de agência, devido a um melhor alinhamento das metas dos gestores e dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976). Os problemas de agência resultam de assimetrias de informação, transferência de riqueza dos obrigacionistas para os acionistas por meio da aceitação de projetos de alto risco por parte dos gestores, a incapacidade de aceitar projetos positivos ao valor atual líquido e as gratificações em excesso por parte dos gestores (Barnea, Haugen, & Senbet, 1981).

Contudo, existe ainda outro nível dos custos de agência: os conflitos entre acionistas e credores (Patra *et al.*, 2012). Os interesses dos detentores da dívida não podem ser protegidos quando são pagos valores elevados de dividendos, daí as restrições aplicáveis a estes lucros sejam encontrados através de cláusulas restritivas para aliviar este conflito (Kalay, 1982). Rozeff (1982) sugere que as empresas com maior alavancagem financeira tendem a pagar dividendos mais baixos para reduzir os custos de transação associados com o financiamento externo.

Jensen (1986) indica que a dívida pode ser utilizada como dispositivo substituto para os dividendos na redução dos custos de agência dos fluxos de caixa livre. Isto é, que uma empresa com alavancagem financeira será gerida pelos seus detentores da dívida e terá

menos fundos discricionários à disposição dos seus gestores. Assim, de empresas altamente alavancadas espera-se que paguem dividendos mais baixos.

### **1.1.2.3. Hipótese dos fluxos livres de caixa (*Free Cash Flows*)**

De acordo com Frankfurter e Wood Jr. (2002), os gestores prudentes trabalham para o melhor interesse dos acionistas e, por isso, devem investir em todas as oportunidades rentáveis. No entanto, uma separação entre a gestão e os acionistas permite que os gerentes caiam na tentação de adquirir para si os fundos excedentes desperdiçados.

O uso ineficiente de recursos em excesso provenientes de oportunidades de investimentos rentáveis por parte dos gestores foi reconhecido pela primeira vez por Berle e Means (1932). A hipótese dos fluxos livres de caixa (ou meios libertos líquidos) sugerida por Jensen (1986), uma ligeira variante da teoria da agência, atualiza esta informação, combinando as assimetrias de informação de mercado com as teorias da agência. Consoante o indicado pelo autor, os fundos excedentes após o financiamento de todos os projetos de valor atual líquido positivo provocam conflitos de interesse entre os gestores e os acionistas. No entanto, é difícil afirmar que a gerência é forçada a comportar-se de acordo com esta lógica, ou agir por sua própria vontade (Frankfurter & Wood Jr., 2003). Desta forma, a hipótese dos fluxos livres de caixa é uma contradição direta à teoria *pecking-order*, sugerida por Myers e Majluf (1984), que será abordada mais adiante.

O pagamento de dividendos e de juros da dívida diminuem o fluxo livre de caixa disponível para os gestores receberem gratificações (Frankfurter & Wood Jr., 2002). A combinação das teorias da agência e da sinalização oferecem uma melhor explicação da política de dividendos do que cada uma das teorias só por si, daí que a hipótese dos *free cash flow* explique melhor a agitação existente na gerência das empresas na década de 1980 em fornecer uma completa e observável política de dividendos (Myers, 1987).

### **1.1.3. Modelos comportamentais**

Nenhum paradigma discutido até hoje explica na totalidade os comportamentos dos dividendos observados nas empresas (Frankfurter & Wood Jr., 2002).

Infelizmente, essa motivação tem sido ignorada por grande parte de teóricos financeiros muito por culpa da dificuldade de introdução dos comportamentos dos investidores nos modelos tradicionais de precificação financeira (Arbel, Carvell, & Postnieks, 1988). Segundo Shiller (1989), incluir os comportamentos dos dividendos nos modelos já existentes pode enriquecer o desenvolvimento de uma teoria que explique a resistência da política de dividendos da empresa.

Como já antes foi observado, a literatura sobre a política dos dividendos também desenvolveu a teoria da clientela, que sugere que o comportamento dos investidores é francamente influenciado pelas normas e atitudes sociais (Shiller, 1984) e o pagamento de dividendos pode ser visto como um efeito socioeconómico da evolução das empresas (Lam *et al.*, 2012). Quer isto dizer, a distinção entre gerentes e acionistas é necessária para aumentar a atratividade das emissões de ações, apesar da grande desvantagem fiscal dos dividendos, pois o pagamento destes é um fator importante para atrair investidores individuais para ações próprias (Brav, Graham, Harvey & Michaely, 2005).

Lintner (1956) estudou os diretores executivos e diretores financeiros de determinadas empresas e verificou que a política de dividendos é uma variável de decisão ativa, dado que os gestores acreditam que quanto mais estáveis forem os seus dividendos, menos serão as reações negativas dos investidores. Darling (1957), Fama e Babiak (1968) e Turnovsky (1967) encontraram suporte empírico para os resultados de Lintner (1956), ao associarem negativamente os lucros atuais, passados e esperados com o nível de vendas.

O pagamento de dividendos pode ser visto como a repercussão socioeconómica da evolução corporativa da empresa, dado que as assimetrias de informação entre gestores e acionistas levam à distribuição de lucros para aumentar a atratividade de questões de equidade (Frankfurter & Lane, 1992).

Michel (1979) relata uma relação sistemática entre o tipo de indústria onde se insere uma empresa e a sua política de dividendos, onde afirma que os gerentes são influenciados pelas ações dos executivos de empresas competitivas quando definem o valor a pagar de dividendos. Quer isto dizer, os gerentes, percebendo que os acionistas desejam dividendos, pagam ou aumentam o valor destes para acalmar os investidores (Frankfurter & Lane, 1992).

O pagamento de dividendos aos acionistas ajuda na estabilidade da empresa, dado que serve como mostra do relacionamento entre a gerência e os acionistas (Frankfurter & Wood Jr., 2002). Como certificam Frankfurter e Lane (1992), os dividendos são parcialmente uma tradição e, parcialmente, um método para aliviar a ansiedade dos investidores.

Em suma, a política de dividendos é inconsistente com a maximização da riqueza do acionista e é melhor explicada pela adição de um paradigma de comportamento socioeconómico aos seus modelos económicos (Frankfurter & Wood Jr., 2002).

#### **1.1.4. Outros modelos e teorias**

##### **1.1.4.1. Teoria da irrelevância dos dividendos**

Antes do trabalho de Miller e Modigliani (1961) existia uma crença comum de que quanto maiores forem os dividendos, mais aumentava o valor da empresa (Al-Malkawi, Rafferty &

Pillai, 2010). Após a sua publicação, onde os autores relatam a irrelevância dos dividendos em mercados de capitais perfeitos, uma série de teorias foram apresentadas (Patra *et al.*, 2012).

Para Miller e Modigliani (1961), as premissas de um mercado de capitais perfeito para a hipótese da irrelevância dos dividendos pode ser resumida da seguinte forma: (i) não existe diferenças entre os impostos sobre os dividendos e sobre os ganhos de capital; (ii) não existem custos incorridos em transações ou flutuações quando os títulos são negociados; (iii) todos os participantes do mercado têm acesso livre e igual à mesma informação, informação essa que é simétrica e sem custos; (iv) ausência de conflitos de interesse entre gestores e acionistas, ou seja, não há problemas de agência; e (v) todos os participantes no mercado são “*price-takers*”.

Miller e Modigliani (1961) mostram como os dividendos e a sua política de distribuição podem afetar o valor da empresa quando os pressupostos de mercados estão relaxados. Os autores argumentam que, dada a política de investimentos de uma empresa, os investidores calculam o valor desta com base no valor capitalizado dos seus ganhos futuros, que não é afetado pelo facto de se pagar ou não dividendos, ou como definem as suas políticas. Miller e Modigliani (1961) vão ainda mais longe ao indicar, para um investidor, todas as políticas de dividendos são efetivamente o mesmo, desde que os investidores possam criar dividendos “caseiros”, ajustando as suas carteiras de forma a corresponder às suas preferências.

Al-Malkawi *et al.* (2010) comprovam que a política de investimento da empresa é o principal determinante do seu valor, que a política de dividendos é algo residual e que os fluxos de caixa operacionais dependem dos investimentos.

Em síntese, dadas as premissas de mercado de capitais perfeitos, os fluxos de caixa futuros da empresa, com origem nas atividades de investimento, são o único determinante do valor da empresa. Logo, a política de pagamento de lucros deve, portanto, ser independente do valor da empresa (Bishop, Crapp, Faff & Twite, 2000).

#### **1.1.4.2. Teoria do pássaro-na-mão**

A teoria “*bird-in-the-hand*” ou “pássaro-na-mão” afirma que, no nosso mundo incerto com a assimetria de informação, os dividendos são entendidos de forma diferente quando comparados com os lucros (Gordon, 1959).

Gordon e Shapiro (1956) foram os pioneiros a abordar esta hipótese. Os autores afirmam que os dividendos podem aumentar o valor da empresa, reduzindo o risco percebido pelos investidores nos fluxos de caixa da empresa. Esta tese sustenta que, comparando duas empresas, onde uma delas paga dividendos com expectativa de crescimento de dividendos futuros, então essa empresa terá uma maior percentagem de participação (Archbold & Vieira, 2010). No outro extremo da situação, Archbold e Vieira (2010) sugerem que, face às imperfeições do mercado, com a existência de impostos e de custos de transação, os

dividendos podem influenciar negativamente a riqueza dos acionistas. Elton e Gruber (1970) argumentam que se a taxa do imposto sobre o rendimento é superior aos ganhos de capital, o pagamento de dividendos acaba por ser economicamente irracional. Da mesma forma, os autores afirmam que, se uma empresa paga dividendos, e em seguida utiliza o financiamento de capital para financiar os seus investimentos, os custos de emissão daí provenientes geram uma redução desnecessária na riqueza do acionista.

Para os investidores, os dividendos são um “pássaro na mão”, enquanto os lucros retidos levam a ganhos futuros incertos, pelo que preferem os dividendos, mesmo que sejam ganhos retidos (Breuer, Rieger & Soypak, 2014). Desta forma, os investidores tendem a observar os dividendos como uma rede de segurança, tornando isto num fenómeno psicológico, dado que os investidores poderiam obter a mesma via de consumo vendendo as suas ações (Breuer, Rieger & Soypak, 2014). Cyert e March (1993) argumentam que as pessoas preferem pagamentos de dividendos a lucros acumulados, porque assim evitam que existam incertezas. Os investidores preferem o “pássaro na mão” que são os dividendos, ao invés de “dois a voar”, referindo-se aos ganhos de capital (Al-Malkawi *et al.*, 2010).

Assim, o aumento do pagamento de dividendos pode ser associado com o aumento do valor da empresa, já que, segundo a teoria *bird-in-the-hand*, um índice elevado de dividendos distribuídos maximiza o valor da empresa (Al-Malkawi *et al.*, 2010).

#### **1.1.4.3. Teoria Pecking Order**

O modelo *pecking order* sugerido por Myers & Majluf (1984) sugere que, devido aos custos associados às transações e à assimetria de informação, as empresas financiam os novos investimentos recorrendo, primeiramente, aos lucros acumulados. Caso seja necessário recorrer ao financiamento externo, as empresas preferem emitir dívida antes da emissão de capital (Singhania & Gupta, 2012). Assim, uma empresa em crescimento, com boas oportunidades de investimento, terá pagamento de dividendos mais baixos que as empresas maduras, onde as expectativas para pagar dividendos são elevadas (Al-Malkawi *et al.* 2010).

De acordo com esta teoria, as empresas mais rentáveis devem ter uma menor alavancagem e pagamentos de controlo de oportunidades de investimento de menor curto prazo (Aggarwal & Kyaw, 2010). Numa versão mais simplificada da teoria *pecking-order*, as empresas com alto nível de investimento e oportunidades de crescimento são propensas a ter uma alta alavancagem, sob a condição de que o investimento é mais do que capital interno. Por outro lado, num formato mais complexo desta mesma teoria, as empresas com alto investimento e oportunidades de crescimento irão possuir uma baixa alavancagem bem como baixos custos de financiamento futuro (Aggarwal & Kyaw, 2010).

A política de dividendos pode ser usada para gerir os problemas da falta de investimento decorrentes da informação assimétrica. Com base neste raciocínio, quanto maior é o nível de assimetria de informação, menor será o pagamento de dividendos, a fim de atenuar o problema da falta de investimento (Patra *et al.*, 2012).

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

Segundo Brockman e Unlu (2011), a teoria do ciclo de vida de dividendos descreve como as empresas ajustam as suas políticas de pagamento ao longo do tempo, e como enfrentam as mudanças entre o declínio dos custos de informação e o aumento dos custos de agência.

A teoria financeira do ciclo de vida de dividendos depende, implícita ou explicitamente, da relação *trade-off* entre os benefícios de retenção, como por exemplo, redução de custos financeiros para empresas que não distribuem dividendos, e os custos, como agentes de redução de gastos dos fluxos de caixa livres para empresas que distribuem lucros (Shin, Know & Kim, 2010).

Os dividendos tendem a ser pagos por empresas maduras, refletindo um ciclo de vida financeiro onde as empresas jovens enfrentam oportunidades de crescimento relativamente abundantes com recursos limitados, de modo a que a retenção impede a distribuição de dividendos, enquanto as empresas maduras são as melhores candidatas para distribuírem lucros, pois possuem uma maior rentabilidade e menores oportunidades de crescimento atraentes (Shin *et al.*, 2010).

Fama e French (2001) analisaram a propensão em pagar dividendos por parte das empresas norte americanas entre 1926 e 1999, e concluíram que as empresas que menos dividendos distribuem fazem-no devido a uma onda de novos anúncios de pequenas empresas com baixa rentabilidade, mas com grandes oportunidades de investimento, empresas essas que nunca pagam dividendos.

DeAngelo, DeAngelo & Stulz (2006) testaram a hipótese do ciclo de vida, verificando se a probabilidade de pagamento de dividendos está relacionada com o mix de capital auferido/subscrito através da medição dos lucros acumulados do capital total, ou através de lucros acumulados dos ativos totais.

Normalmente, as empresas com baixos lucros acumulados do capital total tendem a estar na fase de crescimento e dependentes de capitais externos, enquanto as empresas com elevados lucros acumulados de capital total pendem a ser mais maduras, com altos ganhos armazenados, tornando-se, assim, boas candidatas a pagar dividendos (Fairchild *et al.*, 2014).

Denis e Osobov (2008) estudaram a propensão de pagar dividendos de empresas sitas em seis mercados financeiros desenvolvidos (Alemanha, Canadá, EUA, França, Japão e Reino

Unido) durante o período de 1989-2002. Tal como Fama e French (2001), Denis e Osobov (2008) constataram que a probabilidade de distribuir dividendos está fortemente associada com a proporção de lucros acumulados no capital total, em todos os países em análise. De acordo com o estudo de DeAngelo *et al.* (2006), os autores mostram que os dividendos acumulados não entram sempre em declínio, mas tendo em conta as maiores e mais rentáveis empresas, mais uma vez se comprova, desta vez perante a teoria do ciclo de vida, que os fluxos de caixa livres são o principal determinante da política de dividendos.

## 1.2. Os Determinantes da Política de Dividendos

Durante os últimos 60 anos, um grande número de determinantes financeiros e não financeiros da política de dividendos das empresas foi discutido tendo por base o artigo pioneiro de Lintner (1956). Ao longo deste período, a quantidade de estudos permitiu chegar a três pontos de vista: (i) O pagamento de dividendos pode, possivelmente, alterar o valor de mercado da empresa (Lintner, 1962; Gordon, 1963); (ii) Uma alteração positiva nos dividendos faz diminuir o valor da empresa (Litzenberger & Ramaswamy, 1979); e (iii) a política de dividendos não afeta o valor de mercado da empresa (Miller & Modigliani, 1961).

Diversos fatores podem ser considerados como determinantes da política de dividendos e uma série de lógicas têm sido expostas nas diversas literaturas, porém, os pesquisadores discordam apenas num único ponto (Imran, 2011).

Miller e Modigliani (1961) foram os pioneiros a estudar esta questão, com o seu teorema da irrelevância. Este teorema afirma que a política de dividendos da empresa não influencia o valor de mercado da mesma considerando mercados perfeitos.

Vários investigadores não concordam com Miller e Modigliani (1961) no que respeita ao “mercado perfeito”, dado que, através do pagamento de um valor suficiente de dividendos, as empresas podem prevenir-se dos problemas de agência e que as políticas de distribuição destes resultados são úteis para manter as empresas no mercado, onde o controlo dos gerentes está disponível a baixo custo (Imran, 2011). Anil e Kapoor (2008) afirmam que a decisão de distribuir dividendos é tomada juntamente com as decisões financeiras e de investimento, já que, segundo os autores, o pagamento de lucros não está totalmente decidido após as deliberações sobre o investimento e financiamento terem sido concluídas. Contudo, isto leva a concluir que os fatores determinantes da política de dividendos são diversificados (Imran, 2011).

A alavancagem de uma empresa desempenha um papel fundamental para explicar a política de dividendos desta (Shubiri, 2011). Empresas alavancadas são mais propensas a acumular dinheiro devido à maior probabilidade de dificuldades financeiras (Al-Najjar, 2013). Rozeff (1982) sugere que as empresas com maior alavancagem financeira tendem a pagar menos dividendos, com o intuito de reduzir os custos de transação associado ao financiamento externo. Jensen (1986) indica que a dívida pode ser usada como mecanismo suplente para os dividendos, na redução dos custos de agência dos fluxos de caixa livres. Assim, as empresas altamente alavancadas são propensas a pagar dividendos mais baixos (Shubiri, 2011).

A participação institucional pode atuar como um dispositivo de supervisão alternativo, que vai reduzir a necessidade de utilizar os mercados de capitais como sistemas de controlo externo (Shubiri, 2011).

A rentabilidade é um fator determinante da política de dividendos, como sugerem Lintner (1956), Aivazian *et al.*, (2003), Nacuer, Goaiad e Velanes (2006) e Patra *et al.*, (2012). Isto acontece porque, as empresas mais rentáveis, estão dispostas a pagar valores mais elevados de dividendos.

O risco de negócio é, também, considerado um dos determinantes da política de dividendos, dado que uma empresa com ganhos estáveis pode prever ganhos futuros com maior precisão (Shubiri, 2011). As empresas com alto risco de negócio são mais propensas a enfrentar dificuldades financeiras e, conseqüentemente, têm maior probabilidade de entrar em falência (Al-Najjar, 2011).

Relativamente aos ativos de uma empresa, Koch e Shenoy (1999) afirmam que existe uma relação entre a estrutura de ativos e a política de dividendos, já que as empresas com mais ativos fixos tangíveis têm benefícios fiscais maiores, sem depender da dívida e, por isso, podem utilizar a política de dividendos para influenciar a assimetria da informação e os custos de agência.

Também é expectável que o pagamento de dividendos seja influenciado pela liquidez da empresa (Patra *et al.*, 2012). Naceur *et al.* (2006) e Imran (2011) sugerem que liquidez tem um impacto negativo na distribuição de lucros, contrariando Ho (2003), Anil e Kapoor (2008), Al-Najjar (2011), Shubiri (2011) e Patra *et al.*, (2012) que afirmam que a liquidez tem uma relação positiva com a política de distribuição de dividendos. A liquidez do mercado de ações e os dividendos são substitutos aos olhos de investidores, o que leva a liquidez das suas ações ordinárias a estar associada às políticas de distribuição e, por isso, quanto maior essa liquidez, menos dividendos serão pagos (Imran, 2011). No sentido inverso, as empresas com maior disponibilidade de caixa pagam dividendos mais elevados que as empresas com dinheiro insuficiente (Shubiri, 2011).

As oportunidades de crescimento também influenciam a decisão quanto às políticas de distribuição. Quanto maiores são as oportunidades de crescimento, maior é a necessidade de utilização de fundos para se financiar, e maior é a retenção de lucros, já que não serão pagos dividendos (Chang & Rhee, 1990).

As grandes empresas tendem a ser mais diversificadas e menos propensas a entrar em falência, logo, é de esperar que o tamanho também seja um determinante das decisões de pagamento de dividendos (Al-Najjar, 2011). As grandes empresas têm acesso mais facilitado aos mercados de capitais e, por isso, são mais suscetíveis a pagar dividendos (Shubiri, 2011). Sawicki (2005) afirma que a distribuição de resultados pode ajudar, de uma forma indireta, a controlar o desempenho dos gestores neste tipo de sociedades. Por outras palavras, nas grandes empresas, a assimetria da informação aumenta, devido ao seu tamanho, diminuindo a capacidade de controlo das atividades internas e externas da sociedade, por parte dos acionistas. Isto leva a um controlo ineficiente pela administração da empresa (Sawicki, 2005). O pagamento de dividendos pode solucionar o problema da assimetria de informação, pois

elevam a necessidade de financiamento externo, e a necessidade de financiamento leva ao aumento do controlo das grandes empresas, em virtude da existência de credores (Shubiri, 2011).

Lintner (1956) revela que a maturidade de uma empresa também influencia o pagamento de dividendos. Assim, o autor destaca que as empresas maduras com ganhos estáveis pagam, normalmente, uma alta proporção de lucros. No sentido oposto, o autor afirma que nas empresas ainda em fase de crescimento, os pagamentos de lucros são baixos e os gerentes possuem uma certa relutância em distribuir dividendos mais elevados, pois são situações que poderão ter de ser revertidas no futuro.

A percentagem de ações detidas pelos acionistas não pode ser o único determinante na relação entre os gerentes e o pagamento de dividendos. Os fluxos de caixa livres podem ser significativos na tomada de decisões relativas aos pagamentos (Shubiri, 2011). Jensen (1986) entende que os fluxos de caixa livres são “dinheiro em caixa em excesso” dos fundos necessários para os projetos de financiamento. O autor afirma que, enquanto os acionistas desejam ver o valor das suas ações maximizadas, os gestores têm interesses diferentes em obter benefícios para si próprios. Desta forma, e tendo por base a teoria da agência, prevê-se que o pagamento de dividendos reduza os fluxos de caixa livres (Easterbrook, 1984).

Os impostos também podem influenciar o padrão de pagamento dos dividendos (Jeong, 2013). Uma empresa pode distribuir lucros depois de pagar os seus impostos (Parua & Gupta, 2009). São vários os estudos que relacionam a questão fiscal com a teoria da sinalização, dado que tem sido demonstrado que os dividendos podem ser utilizados como sinal de confiança no valor da empresa, devido à sua desvantagem fiscal (Jeong, 2013). As empresas que se encontram no sistema clássico de tributação apresentam menores níveis de lucros pagos (Shinozaki & Uchida, 2013). O pagamento elevado de impostos significa uma menor quantidade disponível para pagar dividendos. Mas ao mesmo tempo, o pagamento de impostos mais alto também significa ganhos mais elevados. Por isso, rendimentos mais elevados traduzem-se numa maior capacidade para pagar dividendos, dada a liquidez da empresa (Parua & Gupta, 2009). Se uma empresa tem de pagar um valor elevado de despesas de capital durante o ano em curso, a quantidade de fundos disponíveis para pagar dividendos vai diminuir (Parua & Gupta, 2009). Os requisitos para as despesas de capital com a finalidade de adicionar capacidade produtiva à empresa geram um impacto sobre os fluxos de caixa durante um determinado período. Daí se conclui que o nível de impostos a pagar pode ser um dos determinantes das políticas de distribuição de dividendos (Parua & Gupta, 2009).

Relativamente aos ganhos futuros, através da teoria da sinalização prevê-se que, se os lucros futuros crescerem, no ano em curso a empresa irá pagar mais dividendos e vice-versa (Parua & Gupta, 2009).

O padrão de dividendos pagos no passado despenha um papel muito importante na determinação do dividendo atual (Lintner, 1956). As empresas tendem a manter um registo

ininterrupto de pagamento de resultados e estão, normalmente, relutantes em diminuir a taxa de lucros pagos, já que preferem uma política de dividendos estável (Parua & Gupta, 2009). Assim, se no histórico de pagamentos o valor do lucro atribuído aumentar, a tendência é para aumentar também no ano presente. Mas, no caso de os resultados serem decrescentes nos anos transatos, no ano em curso as empresas evitam que também diminua o valor do dividendo (Parua & Gupta, 2009).

Os juros sobre os dividendos devem ser pagos antes destes serem distribuídos. Estes pagamentos são de natureza contratual e devem ser pagos, independentemente dos ganhos obtidos no ano financeiro. Deste modo, a magnitude do pagamento de juros tem impacto sobre os rendimentos disponíveis para pagar dividendos, sobre o dinheiro em caixa e os fluxos de caixa livres no final do ano financeiro (Parua & Gupta, 2009).

O comportamento do preço das ações no ano  $n$  é importante na decisão de pagar dividendos, pois se o histórico dos preços mostrar tendência de queda, para estabilizar o preço no mercado, a empresa devem manter ou pagar mais dividendos, para transmitir uma boa imagem das políticas da empresa aos seus investidores (Parua & Gupta, 2009).

Baker, Farrelly e Edelman (1986) citam que os principais determinantes do pagamento de dividendos é o nível esperado de rendimentos futuros e o padrão de dividendos passados. Os dividendos são, geralmente, pagos através de lucros ou ganhos do período corrente. Logo, os lucros do ano tornam-se um importante determinante da decisão de pagar dividendos. O valor dos lucros só é conhecido após o pagamento de impostos contratuais da empresa. Assim, só depois de proceder às obrigações fiscais, é que se torna um fator de decisão de distribuição de lucros (Parua & Gupta, 2009).

### **1.3. Estrutura de capital e pagamento de dividendos em empresas multinacionais**

As teorias modernas de estrutura de capital tiveram início nos resultados apresentados por Modigliani e Miller (1958). Estes resultados mostram que, num mercado eficiente, sem atritos, sem impostos ou custos de falência, o valor da empresa não varia com a sua estrutura de capital. Entretanto, esta teoria foi alterada de modo a que a estrutura de capital ótima de uma empresa existe na realidade e é influenciada por diversos fatores, entre eles os impostos e custos de falência, e os custos do mundo real como os problemas de agência, assimetria de informação, risco moral e outros desvios de mercados perfeitos (Aggarwal & Kyaw, 2010).

Define-se estrutura de capital como sendo o peso que o valor de mercado da dívida de uma empresa e o seu capital próprio têm no capital total desta (Vieito & Maquieira, 2013).

### **1.3.1. Fatores que influenciam a estrutura de capital e o pagamento de dividendos**

Aggarwal e Kyaw (2010) começaram por estudar o rácio de alavancagem operacional e outras influências na estrutura de capital e na política de dividendos.

Sabendo que a alavancagem operacional de uma empresa reflete o seu risco de negócio, os autores afirmam que as entidades com um nível de alavancagem financeira elevado enfrentam maiores probabilidades de falência, tendo, portanto, necessidade de criar uma alavancagem financeira menor. No entanto, ter um nível de alavancagem elevado é normalmente associado a níveis altos de ativos fixos tangíveis, pelo que, na literatura, parte desses ativos são amplamente utilizados como medida para este rácio (Hamidizadeh & Abdulbaghi, 2011).

Friend e Lang (1988) e Long e Malitz (1985) declaram que os níveis de ativos fixos tangíveis de uma empresa devem ser positivamente correlacionados com ao nível de alavancagem, bem como os níveis elevados desses mesmos ativos podem ser utilizados como garantias para empréstimo. Os autores Jensen, Solberg e Zorn (1992) fornecem suporte empírico para esta relação positiva.

Devido às práticas institucionais decididas entre gestores, banqueiros e financiadores, e à influência destes no risco da empresa, também o tamanho da entidade e a classificação da indústria na qual se insere podem afetar a estrutura de capital bem como as políticas de dividendos (Aggarwal & Kyaw, 2010).

Relativamente à teoria *trade-off*, as decisões da estrutura de capital das empresas dependem não só dos benefícios, mas também dos custos da utilização da dívida (Aggarwal & Kyaw, 2010). A teoria *trade-off* defende que as entidades maximizam os seus valores considerando os custos e benefícios marginais da detenção de moeda (Al-Najjar, 2013).

A primeira teoria “estática de *trade-off*” deriva de Modigliani e Miller (1963) cuja hipótese se centrava na irrelevância da estrutura de capital e onde os autores sugeriam que as empresas delineassem as suas próprias estruturas de capital, negociando os benefícios e os custos da dívida e do capital próprio (Mazur, 2007). Kim e Sorensen (1986) e Graham (2000) expõem que a dívida menor é utilizada se os custos de falência forem maiores que os benefícios fiscais ou outros benefícios de utilização da dívida, o que leva Lasfer (1995) e Cloyd, Limberg, & Robinson (1997) a certificarem que existe uma relação negativa entre a alavancagem e os custos de falência, e uma relação positiva entre a alavancagem e a taxa de imposto marginal da empresa. Já Rozeff (1982) apresenta uma relação negativa entre dividendos, custos de

falência e o montante da dívida utilizado por uma empresa, dado que as empresas mais arriscadas tendem a pagar dividendos mais baixos.

Como já antes foi referido, a teoria da agência moderna procura explicar a estrutura de capital das empresas como resultado da existência de tentativas para minimizar os custos associados com a separação do património e da gestão da empresa (Jensen & Meckling, 1976, Al-Najjar, 2011). Os custos de agência também têm impacto na política de dividendos e na estrutura de capital, como afirmam Jensen e Meckling (1976, pp.39) *“A disponibilidade de fluxos livres de caixa cria um problema de agência, a partir do momento que os gerentes podem usar parte do dinheiro disponível para seu próprio benefício, diminuindo, desta forma, o valor da empresa.”*

Para se protegerem contra este tipo de “comportamento de gerência”, Aggarwal e Kyaw (2010) sugerem que as empresas com altos níveis de *cash flow* utilizem uma alavancagem elevada. O termo “agência” na decisão de pagamento de dividendos é semelhante às decisões de estrutura de capital na presença de custos de agência (Aggarwal & Kyaw, 2010).

Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986) desenvolveram um modelo de agência onde os dividendos e a dívida controlam os custos de agência do investimento excessivo, se existirem conflitos de interesses entre gestores e acionistas. Desta forma, os autores expõem que os custos de agência preveem uma relação positiva entre os fluxos livres de caixa da empresa e o pagamento de dividendos.

Já Ross (1977), com a hipótese de sinalização, mostra que empresas com alta rentabilidade vão pagar mais dividendos como forma de assegurar a sua credibilidade. O modelo de informação assimétrica de Ross (1977) sugere a presença de uma relação positiva entre a dívida e a rentabilidade da empresa.

No sentido oposto, Easterbrook (1984) aponta que as entidades cujas probabilidades de crescimento são mais elevadas, pagam menos dividendos, quando existe uma alternativa disponível, a dívida, como técnica de controlo.

A teoria *pecking-order* pressupõe que não há meta de alavancagem e que as empresas usam a dívida apenas quando os seus recursos internos são insuficientes (Mazur, 2007). Esta teoria tem por base os estudos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), cujos autores argumentam que, com a existência de informação assimétrica, a empresa seguirá uma ordem de hierarquia no seu financiamento, onde estas preferem financiar-se com fontes internas ao invés de recorrer ao financiamento exterior, e assim ajustam o pagamento de dividendos desejado para as oportunidades de investimento. De acordo com o modelo de Myers e Majluf (1984), as empresas mais lucrativas devem ter uma menor alavancagem e um pagamento de controlo a curto prazo para as oportunidades de investimento.

Numa versão mais simples do modelo *pecking-order*, as empresas com níveis altos de investimento e de oportunidades de crescimento estão conjeturadas para possuir uma

alavancagem elevada, com a condição do investimento ser maior que o capital interno (Aggarwal & Kyaw, 2010). Numa versão mais complexa deste modelo, as empresas com grande investimento e oportunidades de crescimento irão possuir uma baixa alavancagem, tendo em conta os custos de financiamento atuais bem como os futuros (Aggarwal & Kyaw, 2010). Em contraste com a teoria de agência do fluxo livre de caixa, Myers e Majluf (1984) preveem que a alavancagem diminui com um valor maior de fluxo livre de caixa.

Aggarwal e Kyaw (2010) argumentam que a teoria *pecking-order* prevê que as empresas com grandes oportunidades de crescimento futuro devem pagar dividendos mais baixos. No entanto, Shyam-Sunder e Myers (1999) sugerem um modelo de défice de financiamento para testar a hipótese *pecking-order* da estrutura de capital de uma empresa. Shyam-Sunder e Myers (1999), à exceção de empresas com capacidade de endividamento no seu limite, argumentam que a teoria *pecking-order* prevê que os défices serão superados por novas emissões de dívida, pelo que se pode esperar uma relação positiva entre o défice de financiamento e a alavancagem, assumindo que as empresas se encontram abaixo da sua capacidade de endividamento.

Em relação à teoria da sinalização, que se foca na diferença de informação fornecida entre os *insiders*, como por exemplo, os gerentes, e os *outsiders*, como investidores e bancos, os investidores podem reagir positivamente a qualquer anúncio de aumento de dividendos, e negativamente a todo o tipo de dedução na distribuição de lucros (Al-Najjar, 2011). Por outro lado, a comunicação do financiamento da dívida pode considerar-se como um sinal positivo por parte dos investidores, pois, como *outsiders*, estes podem interpretar a emissão de dívida como um sinal positivo para um bom desempenho financeiro (Koch & Shenoy, 1999).

Em relação à teoria da falência, Modigliani e Miller, nos seus estudos de 1958 e 1963, não levaram em conta o efeito dos custos de falência nos seus modelos de política de dividendos e estrutura de capital. Contudo, estes custos realmente existem e afetam as decisões de financiamento (Al-Najjar, 2011). Segundo Al-Najjar (2011), os custos de falência existem quando a empresa tem obrigações fixas que não podem ser pagas, e, por consequência, o seu património terá de ser transferido e as decisões de financiamento, incluindo a estrutura de capital, serão reestruturadas. Miller (1977) e Haugen e Senbet (1978) alegam que os custos de falência são irrelevantes nas decisões de financiamento de uma empresa.

No entanto, Titman e Wessels (1988), Holder, Langrehr, e Hexter (1998), Bhaduri (2002), Ho (2003), Aivazian *et al.* (2003) descobriram um efeito significativo do risco de negócio como um sinal de dificuldades financeiras e de falência na estrutura de capital e decisões da política de dividendos.

### 1.3.2. Interdependência entre a estrutura de capital e a política de distribuição de dividendos

Alguns estudos empíricos têm-se focado no impacto da estrutura de capital e no custo da dívida relativamente ao pagamento de dividendos (Jiang & Jiranyakul, 2013). Easterbrook (1984) afirma que os dividendos existem porque induzem as empresas a vender novos títulos sugerindo que as decisões de distribuir dividendos das empresas se relacionem com as decisões de financiamento destas. Evidentemente, a relação do pagamento de dividendos pela empresa determina a sua taxa de retenção e, por conseguinte, a sua estrutura de capital. O mesmo autor também mostra evidência empírica para apoiar a teoria *pecking-order*, teoria essa que, segundo Vieito e Maquieira (2013), defende que as empresas preferem optar por se financiarem com recursos económicos gerados internamente ao longo do tempo, recorrendo apenas aos fundos do exterior quando os internos se esgotam.

Devido à dependência existente entre a política de dividendos e a estrutura de capital, os estudos empíricos que analisam apenas a estrutura de capital têm mais probabilidade de estarem mal formulados, a menos que incluam uma avaliação da política de dividendos (Aggarwal & Kyaw, 2010). Aggarwal e Kyaw (2010) apresentam estudos com evidências consideráveis sobre esta interdependência.

Adedeji (1998), em linha com a teoria *pecking-order*, declara que, se as empresas reagem à carência de lucros contraindo empréstimos para pagar dividendos, devido à relutância em cortar nestes lucros, a alavancagem financeira tem uma relação positiva com o pagamento de dividendos, e de uma forma positiva ou negativa com o investimento, dependendo se as empresas realizam os empréstimos para financiar os investimentos ou para os adiar ou reduzir. Essa relação positiva é também confirmada empiricamente por Baskin (1989). O autor confirma, de acordo com a teoria *pecking-order*, a estrutura de capital das empresas está positivamente relacionada com as suas políticas de dividendos.

Por outro lado, Jensen (1986) assegura que os dividendos e a dívida são mecanismos alternativos para controlar os custos de agência dos fluxos livres de caixa. Também Agarwal e Jayaraman (1994) suportam a tese de Jensen. Os autores defendem que os rácios de pagamento de dividendos de uma amostra de empresas de capital são significativamente mais elevados que um grupo de controlo de empresas endividadas.

Jensen, Solberg e Zorn (1992) também constatarem uma relação negativa entre a dívida e o pagamento de dividendos. Os autores afirmam que as empresas com distribuição de lucros elevados podem encontrar financiamento da dívida menos atraente do que financiamento de capital. Allen e Michaely (2002) defendem que as empresas não podem pagar dividendos elevados quando são obrigados a pagar níveis altos de outros encargos financeiros fixos.

Desta forma se conclui que a estrutura de capital e a política de dividendos tendem a ser determinadas simultaneamente, na prática (Aggarwal & Kyaw, 2010).

#### **1.4. Estudos sobre as políticas de distribuição de dividendos em empresas europeias e americanas**

Lintner (1956) fez um estudo pioneiro que analisa vários aspectos da distribuição de lucros nas empresas entre dividendos, lucros acumulados e impostos. O autor afirma que as empresas se preocupam essencialmente com a estabilidade dos dividendos, e que os gestores acreditam que, mantendo uma política de dividendos estável, o mercado coloca um prêmio sobre as empresas. Observou também que os lucros são o fator determinante na decisão de distribuir dividendos, e se ocorre um aumento repentino do lucro, as empresas ajustam-se os seus dividendos lentamente.

Desde que Miller e Modigliani publicaram o seu estudo em 1961, uma vasta literatura investigou as políticas de dividendos nas empresas norte americanas (Eije & Megginson, 2008). Contudo, poucos são os estudos efetuados sobre as políticas de distribuição de lucros em empresas fora dos EUA (Choy, Gul & Yao, 2011).

A política de dividendos é observada em vários países e sistemas legais diversos (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer & Vishny, 2000). As empresas dos países com melhor proteção ao investidor fazem pagamentos de dividendos mais elevados do que aquelas sitas em países com menor proteção aos mesmos. Além disso, nos estados com uma proteção legal mais elevada, as empresas que possuem maiores probabilidades de crescimento têm rácios de pagamento mais baixos. Desta forma, os autores suportam a teoria da agência onde os investidores usam o seu poder legal para forçar a distribuição de resultados quando as perspectivas de crescimento são baixas. Assim, *La Porta et al.* (2000) concluem que, sem o incentivo à distribuição de dividendos, não se consegue transmitir a qualidade das empresas através das suas políticas de pagamento.

DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004) observaram que, durante o período do seu estudo (1978-2000) os dividendos nominais pagos pelas empresas nos EUA aumentou exponencialmente e os dividendos reais duplicaram nesse tempo. Este aumento agregado de lucros acompanha o declínio do número de contribuintes a receber dividendos.

Apesar do modelo de Miller e Modigliani (1961) defender que a política de dividendos é irrelevante para uma empresa, evidências empíricas, como as de Brav, Graham, Harvey, e Michaely, (2005) e Dhanani (2005), mostram que tanto investidores como gestores se preocupam com as políticas de dividendos. Dhanani (2005) demonstra que os gestores de empresas dos EUA e do Reino Unido mantêm ativas essas mesmas políticas. Estudos sobre as políticas norte americanas, como Baker, Veit e Powell (2001), mostram que os gestores têm mais em conta a mudança na distribuição de dividendos que os níveis de crescimento destes resultados, e que tendem a suavizar o padrão de crescimento de dividendos. Os mesmos autores também defendem que os gerentes normalmente tentam aumentar os dividendos

apenas e só quando sabem que estes aumentos são sustentáveis e que a sua diminuição irá causar uma reação adversa nos preços.

Frankfurter, Kosedag, Chiang, Collison, Poer, Schmidt e Topalov (2004), na sua análise comparativa efetuada em cinco países, de três continentes (Hong Kong, Turquia, Reino Unido, EUA e Alemanha) encontraram perceções uniformes para alguns aspetos relacionados com os dividendos, mas desvendaram ainda mais diferenças. Os autores concluem que não se podem criar teorias e explicações sobre o pagamento de dividendos por parte das empresas que sejam aplicadas de forma consistente em todos os países. Frankfurter *et al.* (2004) vão ainda mais longe e negam a possibilidade de aplicação universal das teorias atuais, mesmo dentro de um país apenas.

As diferenças existentes entre os países são expostas por Bancel, Mittoo e Bhattacharya (2005) na sua pesquisa que envolve 16 países europeus. No entanto, ao explorarem os determinantes das políticas de dividendos noutros países, os seus resultados estão em linha com os de Lintner (1956), nomeadamente no que se refere à relutância em reduzir o pagamento de dividendos. Bancel *et al.* (2005) concluíram que a política de dividendos é fortemente influenciada pela estrutura da empresa. Contudo, e contrariando a ideia de La Porta *et al.* (2000), Archbold e Vieira (2010) encontraram pouca evidência de que essas políticas sejam influenciadas pela natureza dos sistemas jurídicos. De acordo com Baker, Saadi, Dutta e Gandhi (2007), os determinantes mais importantes da política de dividendos são o nível de expectativa de rentabilidade no futuro, a estabilidade de rendimentos, o padrão de dividendos passados e o nível de salário atual, contrariando a ideia de Bancel *et al.* (2005), onde as políticas de distribuição não são influenciadas pela estrutura da empresa.

Eije e Megginson (2008) verificaram que os dividendos e a recompra de ações nas empresas da Europa são semelhantes, em vários aspetos, às empresas americanas. Os autores, a título de exemplo, referem que as sociedades europeias que distribuem resultados sofreram um declínio severo nos anos mais recentes, enquanto o valor total e real de dividendos pagos aumentou. Também referem que os dividendos estão concentrados nitidamente tanto nas empresas europeias como nas americanas e, enquanto a probabilidade global das empresas da UE que distribuem lucros diminui continuamente com o tempo, a probabilidade de recompra de ações caminha em sentido contrário, aumentando constantemente.

Em Portugal, nos últimos 20 anos, as empresas cotadas em bolsa distribuíram cerca de 25% dos seus lucros pelos acionistas, sob a forma de dividendos (Farinha & Soro, 2012). Archbold e Vieira (2010) estudam as políticas de dividendos nas empresas de Portugal e do Reino Unido. Os autores encontraram um número considerável de semelhanças entre as políticas destes dois países, mas também encontraram algumas diferenças. Relativamente a Portugal, Archbold e Vieira (2010) concluem que as políticas de pagamento são de natureza mais conservadora e que alterações nos lucros têm pouco impacto sobre as decisões de dividendos, enquanto que as políticas históricas dos resultados, a estabilidade e a sustentabilidade de

ganhos futuros são fatores importantes na determinação das políticas. Vieira e Raposo (2007) afirmam que as empresas portuguesas não têm políticas de distribuição de dividendos estáveis, devido a uma grande dependência da dívida bancária e porque as suas empresas são, normalmente, de capital fechado, o que ajuda a reduzir a assimetria de informação.

Na Bélgica, segundo Annaert, Buelens e Ceuster (2012), além da distribuição de dividendos, as empresas também optam pela recompra de ações. No entanto, o pagamento de dividendos continua a ser mais importante, constituindo a maior parte do retorno do capital próprio. Além disso, os autores verificaram um padrão sazonal na distribuição de lucros, onde o período mais suscetível a esta ocorrência é entre janeiro e junho.

## 1.5. O desaparecimento dos dividendos

Na investigação realizada em 2001, Fama e French concluíram que a proporção de empresas que pagam dividendos em dinheiro diminuiu de 66,5% em 1978 para 20,8% em 1999. Tal facto deve-se às constantes mudanças das características do capital aberto destas empresas, que caminham para características de empresas que não pagam dividendos: (i) baixo rendimento, (ii) forte investimento, e (iii) tamanho pequeno; e, dadas as alterações das características das empresas, estas tornam-se menos propensas a distribuir resultados (Fama & French, 2001).

O mesmo constataram Baker e Wurgler (2004), que afirmam que, nos últimos anos, uma grande fração das empresas são pequenas mas, aparentemente, têm fortes oportunidades de crescimento e, por isso, não será expectável que estas paguem dividendos.

Fama e French (2001) verificaram que o número de empresas que pagam dividendos diminuiu mais de 50%. Os autores apontaram duas razões para o sucedido: (i) as empresas distribuem um valor muito reduzido de lucros, e (ii) o valor dos dividendos reais distribuídos pelas principais empresas do grupo aumentaram, acabando assim por eliminar o pagamento de dividendos mais modestos, distribuído pelas empresas mais pequenas do grupo, que possuem baixa rentabilidade, mas fortes oportunidades de investimento, pelo que, assim, nunca pagam dividendos.

DeAngelo, *et al.* (2004) mostram que esta tendência reflete uma grande concentração da oferta de dividendos que, por sua vez, transmite a existência de uma grande retenção de ganhos. Os mesmos autores afirmam ainda que as grandes empresas, chamadas multinacionais, possuem uma estrutura de dois níveis, onde um pequeno número de empresas com lucros muito elevados geram coletivamente grande parte dos lucros e domina o fornecimento de dividendos, ao invés da grande maioria das empresas, que têm, no máximo, um impacto coletivo modesto sobre os resultados agregados.

Os resultados de DeAngelo *et al.* (2004) sugerem que o declínio do pagamento de dividendos entre 1978 e 2000 não é atribuível a fatores que pressionem, ou reduzam, a distribuição de resultados ou os rácios de pagamento. Os autores apresentam, a título de exemplo, a alteração na lei de imposto sobre os dividendos. Afirmam que esta lei não pode estar diretamente associada à queda no pagamento de lucros, uma vez que qualquer aumento na taxa do respetivo imposto sobre dividendos, que levou muitas empresas a não distribuir resultados, também deveria ter causado uma redução significativa nos rácios de pagamento das empresas que distribuem ganhos. E os autores não verificaram qualquer tipo de redução. Desta forma, DeAngelo *et al.* (2004) concluem, então, que os dividendos estão a desaparecer desde 1978.

O estudo de Fama e French (2001) fornece evidências que suportam a ideia de existência de um declínio significativo na tendência de distribuir lucros nas empresas americanas. Contudo,

poucos estudos focam a sua atenção sobre o tema de uma forma internacional. Assim sendo, a investigação de Fatemi e Bildik (2012) fornece dados nesse aspeto, contribuindo assim para uma melhor análise a este nível. Estes autores estudaram os padrões das políticas de dividendos em 33 empresas espalhadas pelo mundo.

Fatemi e Bildik (2012), utilizando dados de uma grande amostra de mais de 17.000 empresas, encontraram uma variação substancial na propensão a pagar dividendos, a nível global. Mais concretamente, ao longo dos 22 anos em análise, Fatemi e Bildik (2012) confirmam que a proporção de empresas que distribuem resultados diminuiu drasticamente de 87% para 53%, e este declínio é persistente em todos os 33 países incluídos na amostra. Fatemi e Bildik (2012) concluem, de forma inevitável, que os dividendos estão a desaparecer a nível mundial. Contudo, concluem também que a evolução dos mercados de ações pelo mundo têm desempenhado um papel significativo na redução da importância atribuída aos ganhos a distribuir. Isto leva a que as empresas tenham preferência pela recompra de ações como alternativa aos dividendos.

## 1.6. A Recompra de Ações como alternativa aos Dividendos

A recompra de ações, ou *buyback*, consiste numa ou mais transações pelas quais uma empresa, normalmente cotada em bolsa, adquire um número significativo de ações que, até à data da ocorrência, eram detidas pelos seus acionistas (Farinha & Soro, 2012). Através deste mecanismo, a empresa continua a distribuir dinheiro pelos acionistas, como acontece com a distribuição de dividendos, e ainda consegue promover uma redução da percentagem do volume disperso em bolsa (Farinha & Soro, 2012).

A recompra de ações acontece por vários motivos, nomeadamente a desvalorização da sinalização e a redução dos custos de agência associado ao excesso de caixa, afastando assim tentativas de aquisição por parte de outros grupos de sociedades, e imitando as empresas do mesmo setor (Bonaimé, Öztekin & Warr, 2014). Este mecanismo, que substitui a distribuição de dividendos, surgiu nos EUA e só anos mais tarde apareceu na Europa, tendo aumentado a sua proporção no início do século XXI (Eije & Megginson, 2008).

Durante as últimas duas décadas, os pesquisadores têm documentado retornos positivos anormais para os acionistas aquando do anúncio da recompra de ações (Dann, 1981; Vermaelen, 1981). As principais teorias que explicam estes retornos anormais incluem os efeitos de sinalização, as transferências de riqueza dos obrigacionistas para os acionistas e os conflitos de agência (Jun, Jung & Walkling, 2009).

As recompras de ações podem assumir quatro modalidades (Farinha & Soro, 2012): (i) Recompras em Mercado Aberto ou *Open Market Repurchases* (compra gradual de ações em mercado aberto, na base de um programa predefinido e antedito pelos gestores da empresa); (ii) Operações Públicas de Recompra ou *Tender Offers* (a empresa anuncia a aquisição de um prefixado número de ações a um preço normalmente mais elevado ao praticado aquando do momento do anúncio, durante algumas semanas); (iii) Leilões à Holandesa ou *Dutch Auctions* (variante da anterior, onde uma empresa anuncia a recompra dos seus títulos dentro de um intervalo de preços e, depois, em função das quantidades oferecidas, fixa um preço único ao qual está disposta a comprar), e (iv) Opções de Venda Transferíveis ou *Transferable Put Rights* (a empresa que tenciona adquirir uma determinada percentagem das suas ações oferece a cada um dos seus acionistas uma opção de venda de uma proporção de títulos que detenha semelhante à proporção global de ações que a empresa deseja adquirir).

Jong, Dijk e Veld (2003), cuja investigação analisa os dividendos e a recompra de ações de empresas canadenses, afirmam que a escolha pelo pagamento de dividendos é impulsionada por preferências fiscais e comportamentais, ao invés da recompra de ações que apenas é influenciada por fatores fiscais. Uma das explicações possíveis para esta ocorrência deve-se a algumas empresas canadenses, presentes no seu estudo, serem dominadas por acionistas norte-americanos que têm preferência para ganhos de capital por razões fiscais. Além disso, o

benefício fiscal para a recompra de ações pode ser baseado no facto de uma parte de acionistas decidir por si mesma se vende ações e, assim, adquirir ganhos de capital ou não, o que oferece uma vantagem em relação ao pagamento de dividendos, onde os acionistas não têm essa possibilidade de escolha (Jong *et al.*, 2003).

Segundo Grullon e Michaely (2002), a importância da recompra de ações deu-se, sobretudo, entre 1980 e 2000, período onde este mecanismo, nos EUA, passou de 13% para 113% do valor das distribuições em dinheiro aos acionistas. Em 2000, segundo os autores, a recompra de títulos passou a ser mais popular que a distribuição de dividendos.

Em Portugal, este tipo de operações é menos expressiva comparativamente a outros países. Contudo, os investidores são sensíveis à sua utilização, dado que se tem vindo a demonstrar que os mercados reagem, normalmente, de forma positiva ao anúncio de recompra de ações, e negativamente a anulações ou suspensões deste mecanismo (Farinha & Soro, 2012).

## **Capítulo II – Metodologia**

Neste capítulo, para além do objetivo proposto para responder à pergunta de partida “Quais os fatores que influenciam as políticas de distribuição de dividendos?”, é também definido o tipo de investigação utilizado, bem como a população e amostra em estudo. Depois disso, são apresentadas as variáveis, juntamente com as respetivas hipóteses de investigação, seguido do método utilizado para a recolha e tratamento de dados.

### **2.1. Objetivo**

O objetivo deste estudo, como já antes foi definido, prende-se com a análise dos fatores que possuem um papel preponderante aquando da tomada de decisão de pagar, ou não, dividendos, por parte das empresas. Por outras palavras, mediante o número de variáveis em investigação, pretende-se perceber qual ou quais desses determinantes que exercem uma maior influência sobre a distribuição de dividendos pelos acionistas e, da mesma forma, que atuam sobre a definição do valor do lucro a pagar.

## 2.2. População e amostra

A população selecionada para este estudo abrange as empresas sujeitas à negociação nos índices PSI20 e BEL20, à data de seis de novembro de 2012. Todas as empresas encontram-se caracterizadas na Tabela 1, pelo que, à data de hoje, parte dessas empresas já não se encontram a ser negociadas na *Euronext Lisbon* ou *Euronext Brussels*.

Tabela 1: Descrição das empresas da população e respetivos setores de atividade

BEL20		PSI20	
<i>Empresa</i>	<i>Setor</i>	<i>Empresa</i>	<i>Setor</i>
Ackermans & van Haaren	Serviços financeiros	Altri	Indústria Geral
Ageas	Seguros de vida	BPI	Bancário
ABInBev	Bebidas	BCP	Bancário
Befimmo-Sicafi	Investimento imobiliário	BES	Bancário
Bekaert	Indústria Geral	Brisa	Transportes
Belgacom	Telecomunicações	Cimpor	Materiais de construção
Cofinimmo	Investimento imobiliário	EDP	Eletricidade
Colruyt	Comida e medicamentos a retalho	Renováveis	Eletricidade
Delhaize Group	Comida e medicamentos a retalho	EDP	Eletricidade
DIETEREN	Retalho especializado	Galp Energia	Produtor de óleos e gases
GBL	Serviços financeiros	Inapa	Florestal e Papel
GDF Suez	Gás, Água e Múltiplos	Jerónimo Martins	Comida e medicamentos a retalho
KBC Group	Bancário	Mota-Engil	Materiais de construção
Mobistar	Telecomunicações móveis	Portucel	Florestal e Papel
NYRSTAR	Indústria de Metais e Mineração	Portugal Telecom	Telecomunicações
Omega Pharma	Farmacêutico e Biotecnológico	REN	Eletricidade
Solvay	Químico	Semapa	Florestal e Papel
Telenet Group	Média	Sonae	Comida e medicamentos a retalho
UCB	Farmacêutico e Biotecnológico	Sonae Indústria	Materiais de construção
Umicore	Químico	Sonaecom	Telecomunicações Móveis
		SGPS	
		ZON Multimedia	Média

Fonte: [www.euronext.com](http://www.euronext.com)

Foram escolhidas as empresas pertencentes a estes dois mercados pelo facto de, ambos os índices, serem compostos pelo mesmo número de empresas. No entanto, dadas as características de algumas empresas, algumas foram eliminadas, criando uma amostra composta por 22 entidades.

A amostra, constituída por 12 empresas portuguesas e 10 belgas, foi estabelecida tendo por base os seguintes pressupostos:

- (i) Ser uma empresa não-financeira, dado que este tipo de organizações tem uma contabilidade muito específica (Santos, 2011) e os seus dados poderiam incrementar e

influenciar os resultados obtidos nesta investigação. Devido à falta de participação pública ou então uma participação pública muito seletiva (Parua & Gupta, 2009), as empresas da indústria financeira, referenciadas no *site* da Euronext com o código “8000, Financials, foram eliminadas da amostra;

(ii) Estar cotada na Euronext Lisboa e Euronext Brussels no dia seis de novembro de 2012;

(iii) Ter os relatórios e contas anuais consolidados disponíveis na sua página de *internet*;

(iv) Distribuir dividendos em todos os anos da amostra;

Pretende-se ter, no mínimo, cinco anos em análise. Desta forma, perante os pressupostos acima referidos, as empresas eliminadas apresentam-se em seguida, na Tabela 2, com o respetivo motivo da eliminação.

Tabela 2: Empresas excluídas da amostra e respetivos motivos

<b>Empresa</b>	<b>Mercado</b>	<b>Motivo da exclusão</b>
Ackermans & van Haaren	Bélgica	Indústria Financeira
Ageas	Bélgica	Indústria Financeira
Altri	Portugal	Não distribuiu dividendos em 2010 e 2011.
Banco Português de Investimento	Portugal	Indústria Financeira
Banco Comercial Português	Portugal	Indústria Financeira
Banco Espírito Santo	Portugal	Indústria Financeira
Befimmo-Sicafi	Bélgica	Indústria Financeira
Cofinimmo	Bélgica	Indústria Financeira
EDP Renováveis	Portugal	Relatórios e contas disponíveis só a partir de 2009.
GBL	Bélgica	Indústria Financeira
GDF Suez	Bélgica	Relatórios e contas disponíveis só a partir 2012
Inapa	Portugal	Erro no acesso aos Relatórios e contas de 2008 e 2009.
KBC Group	Bélgica	Indústria Financeira
Mobistar	Bélgica	Relatório e contas de 2013 não disponível
NYRSTAR	Bélgica	Não distribuiu dividendos de 2008 a 2013.
Omega Pharma	Bélgica	Relatórios e contas disponíveis só a partir de 2012.
Sonae Indústria	Portugal	Não distribuiu dividendos de 2008 a 2013.
Sonaecom SGPS	Portugal	Não distribuiu dividendos em 2008, 2009 e 2010; Sem acesso aos relatórios e contas de 2011 e 2013.

*Fonte: Elaboração própria*

Perante os dados da Tabela 2, verifica-se que a amostra contém 22 empresas, e serão essas a prosseguirem para a análise de dados.

## 2.3. Variáveis e hipóteses

Nesta secção serão apresentadas as hipóteses de investigação, tendo por base os fatores e as teorias determinantes da política de dividendos enunciados na revisão de literatura.

### 2.3.1. Variáveis dependentes

Optou-se, então, por definir três variáveis dependentes: (i) *dividend rate*; (ii) *dividend payout*, e (iii) *dividend yield*.

#### ***Dividend Rate***

A primeira variável, *dividend rate*, calcula-se através do quociente entre o valor total dos dividendos do ano  $n$  e o valor nominal do total das ações em circulação nesse mesmo ano. Um rácio elevado de dividendos revela uma compulsão por parte de uma empresa em pagar dividendos relativamente altos para que continuem a atrair o capital necessário ao financiamento das suas operações, por parte de investidores interessados (Parua & Gupta, 2009). Esta variável será definida por  $DR_n$ .

#### ***Dividend Payout***

A segunda variável definida, *dividend payout*, é calculada dividindo-se o total dos dividendos de um ano contabilístico (*Dividend Per Share* ou DPS) pelos lucros totais desse ano (*Earning Per Share* ou EPS). Esta relação nem sempre indica a proporção de lucros anuais pagos, dado que podem ser compensados com lucros acumulados no passado. Um valor deste rácio superior a 100 sugere, definitivamente, que o pagamento contém resultados de anos anteriores (Parua & Gupta, 2009). Esta relação é descrita, neste estudo, como  $DP_n$ .

#### ***Dividend Yield***

Por último, a variável *dividend yield* obtém-se através da divisão dos dividendos do próprio ano (DPS) pelo preço de mercado das ações das respetivas empresas (*Price Per Share* ou PPS). Segundo Parua e Gupta (2009), o preço das ações de mercado são tomadas a cada final de ano em relação aos dividendos que são pagos. Através desta relação, é expressa o retorno real para o investidor. Mas esta relação não é tão precisa como as definidas nas variáveis anteriores. Esta imprecisão, segundo os autores, deve-se ao fator tempo associado aos componentes desta divisão, DPS e PPS. O fator tempo em DPS está associado à data em que o dividendo é declarado pela empresa na sua Assembleia Geral Anual. Contudo, o PPS é definido à data do encerramento do exercício financeiro. Logo, esta relação que é estabelecida entre estes dois dados correspondem a datas diferentes, pelo que expressam apenas uma aproximação à imagem real. Esta variável é designada por DY.

### 2.3.2. Variáveis independentes

Neste ponto descrevemos os fatores determinantes da política de distribuição dos dividendos, fundamentados na revisão de literatura e formulamos as hipóteses de investigação a testar no capítulo seguinte.

#### Ativos Fixos Tangíveis

Aivazan *et al.* (2003) afirmam que quanto maior é o valor dos ativos fixos tangíveis menor é a disponibilidade de ativos de curto prazo que leva os bancos a concederem empréstimos, o que leva a restrições impostas sobre as operações do grupo nos sistemas financeiros, onde a fonte principal da dívida é o financiamento de curto prazo. Portanto, quanto menor forem os ativos fixos tangíveis, mais seguro é o financiamento de curto prazo e menores são os conflitos de agência. Assim, a hipótese dos ativos fixos tangíveis é:

*H<sub>1</sub>. Há uma relação negativa entre a proporção de ativos fixos tangíveis (AFT) e o DR, DP e DY.*

#### Alavancagem

Tendo por base a teoria dos custos de agência, empresas com elevada alavancagem financeira tendem a pagar dividendos mais baixos para reduzir os custos de transação associado ao financiamento externo (Rozeff, 1982). Jensen (1986) aponta que a dívida pode ser usada como um dispositivo substituto para os dividendos na redução dos custos de agência dos *free cash flow*. Isto é, uma empresa com alavancagem financeira é controlada pelos seus detentores de dívida e terá menos fundos discricionários à disposição dos seus gestores. Desta forma, as empresas altamente alavancadas pagam dividendos mais baixos. A hipótese formulada é:

*H<sub>2</sub>. Há uma relação negativa entre a alavancagem e o DR, DP e DY.*

#### Cash Flow

O fluxo de caixa durante o ano é, também, um importante fator a ser considerado aquando do pagamento de dividendos (Brittain, 1964). O fluxo de caixa tem a função de reforçar a posição de caixa da empresa (Parua & Gupta, 2009). Desta forma, segundo Parua & Gupta (2009) e Imran (2011), a relação entre o *cash flow* e as variáveis dependentes DR, DP e DY seguem a mesma linha, pelo que se considera a seguinte hipótese:

*H<sub>3</sub>. Há uma relação negativa entre o Cash Flow e o DR, DP e DY.*

### **Cash Holding**

Com base na teoria *trade-off*, a ligação entre o pagamento de dividendos e o “dinheiro vivo” deve ser negativa, dado que as empresas que distribuem lucros são mais capazes de adquirir recursos a custos mais baixos, reduzindo o valor do pagamento de dividendos (Al-Najjar & Belghitar, 2011). Estes custos podem ser evitados pelas empresas que enfrentam baixos recursos de financiamento interno através da emissão de ações ou reduzindo o pagamento de dividendos (Ozkan & Ozkan, 2004). Assim sendo, as empresas que atualmente distribuem resultados podem “dar-se ao luxo” de ter menos dinheiro, dado que são mais capazes de angariar fundos através do corte nos dividendos (Ozkan & Ozkan, 2004). Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson (1999) também concordam com esta relação negativa, pois, para os autores, se a empresa tem escassez de liquidez, podem lidar com essa carência diminuindo os seus investimentos ou dividendos, ou através de emissões de segurança ou vendas de ativos. Com base nestes estudos, temos a seguinte hipótese:

*H<sub>4</sub>: Há uma relação negativa entre o Cash Holding e o DR, DP e DY.*

### **Despesas de Capital**

Esta variável é calculada através da diferença entre os ativos fixos líquidos de dois anos consecutivos. Se uma empresa tem um valor elevado de despesas de capital para pagar, sobrarão menos para pagar dividendos. Como tal, as despesas de capital e o pagamento de dividendos são duas variáveis intimamente ligadas. Parua & Gupta (2009) afirmam, então, que uma diminuição no valor absoluto do dividendo vai diminuir o DR, o DP e a DY, pelo que se prevê:

*H<sub>5</sub>: Há uma relação negativa entre as Despesas de Capital e o DR, DP e DY.*

### **Estrutura de Capital**

Martin e Scott (1974) e Frank e Goyal (2004) verificaram a utilidade da análise da relação entre o pagamento de dividendos e a estrutura de capital. Para os autores, a distribuição de lucros diminui a quantidade de fundos internos e aumenta a necessidade de fundos externos. Assim, os autores definem que existe uma relação positiva entre o DP e a dívida, pelo que será também interessante analisar a sua relação para com o DR e DY, sendo que se verificará o seu impacto na taxa de pagamento de dividendos, bem como na rentabilidade dos dividendos pagos aos acionistas.

*H<sub>6</sub>: Há uma relação positiva entre a Estrutura de Capital e o DR, DP e DY.*

## **Liquidez**

A liquidez deixa um impacto negativo sobre a decisão de pagamento de dividendos das empresas, pelo que, aos olhos dos investidores, a política de dividendos está diretamente associada à liquidez das ações das empresas (Imran, 2011). De acordo com a teoria *Pecking-Order*, a liquidez atua como fator significante na decisão da política de dividendos (Al-Najjar, 2011). Isto significa que as empresas com maior disponibilidade de caixa são mais propensas a pagar dividendos. Contudo, Myers e Bacon (2004) consideram que as responsabilidades de curto prazo diminuem os recursos para distribuir aos investidores, pelo que sugerem uma relação negativa entre a liquidez e as variáveis dependentes. Aplica-se, então, a seguinte hipótese:

*H<sub>7</sub>. Há uma relação positiva/negativa entre a liquidez e o DR, DP e DY.*

## **Maturidade da Empresa**

Segundo a teoria do ciclo de vida, as empresas grandes e maduras, com poucas oportunidades de crescimento, tendem a ter um valor elevado de fluxos de caixa livres e, por isso, são mais propensas a pagar dividendos (Fairchild *et al.*, 2014). Assim, existe uma relação positiva entre o pagamento de dividendos e a maturidade da empresa.

*H<sub>8</sub>. Há uma relação positiva entre a maturidade da empresa e o DR, DP e DY.*

## **Oportunidades de Crescimento**

Chang e Rhee (1990) argumentam que, quanto maior são as oportunidades de crescimento, maior é a necessidade de fundos para financiar o seu desenvolvimento e, conseqüentemente, minimizar os conflitos de agência. Myers e Majluf (1984) afirmam que as empresas com elevadas oportunidades de crescimento têm baixas taxas de pagamento. Também se verifica que, de acordo com a teoria *Pecking Order*, existe uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e a política de dividendos. Assim, através destas duas teorias, pode verificar-se que:

*H<sub>9</sub>. Há uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o DP, DR e DY.*

## **Rentabilidade**

Al-Najjar (2011) argumenta que as empresas lucrativas são mais propensas a pagar dividendos. De acordo com a teoria da sinalização, se os custos da emissão de dívida são de um valor considerável, as empresas menos rentáveis terão menos capacidade de distribuir lucros. Imran (2011) sugere que uma rentabilidade maior afeta positivamente, não só o

pagamento de dividendos, como também a *dividend yield*. Portanto, levanta-se a seguinte hipótese:

$H_{10}$ : Há uma relação positiva entre a rentabilidade e o DR, DP e DY.

### **Setor de Atividade**

Dhameja (1978) mostra que não existe uma relação estatística significativa entre o pagamento de dividendos e o setor onde a empresa se insere. Fatemi e Boldik (2012) afirmam que o setor tem uma maior influência no pagamento de dividendos que o tamanho da empresa. Santos (2011) considera o setor de atividade como uma variável de controlo e afirma que as empresas distribuem os seus lucros de acordo com o setor em que se inserem. Pode considerar-se então que:

$H_{11}$ : Há uma relação positiva entre o setor de atividade e DR, DP e DY.

### **Tamanho**

As grandes empresas tendem a ser mais diversificadas e menos propensas a entrar em falência. Tendem também a ser mais maduras e, por isso, possuem um acesso mais facilitado ao mercado de capitais. Portanto, possuem uma maior capacidade para pagar dividendos (Gul, 1999; Aivazian *et al.*, 2003; Ho, 2003). Assim, sugere-se a seguinte relação:

$H_{12}$ : Há uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o DR, DP e DY.

### **Despesas com Juros**

Quanto maior é o pagamento de juros, menos será o valor disponível para o pagamento de dividendos. Para Parua e Gupta (2009), quanto maior é a liquidação de juros, maior é a presença de capital de terceiros na estrutura de capital da empresa. Por outro lado, quanto maior é o valor em dívida de juros, menor é o capital disponível para os dividendos. Apesar da primeira relação que se possa definir seja negativa, levando em consideração a associação entre o pagamento e os ganhos, Parua e Gupta (2009) assumem, também, uma relação positiva entre as variáveis. Logo, prevê-se a hipótese que se segue:

$H_{13}$ : Há uma relação negativa/positiva entre as despesas com juros e o DR, DP e DY.

### **Participação Institucional**

A participação institucional é o número de ações detidas pela própria empresa (Short, Zhang & Keasey, 2002). De acordo com a teoria da sinalização, existe uma relação negativa entre o pagamento de dividendos e a participação institucional. Isto ocorre porque os dividendos e a

percentagem detida pela empresa são sinalizadores alternativos, pois a existência de propriedade institucional reduz a necessidade de dividendos para sinalizar o bom desempenho da empresa (Short *et al.*, 2002). Contudo, tendo em conta a teoria da agência, existe uma relação positiva entre estas variáveis. Isto porque, segundo (Shubiri, 2011), num ambiente institucional pode surgir conflitos entre gestores e acionistas internos, externos e minoritários e, conforme La Porta *et al.* (2000) afirmam, os gestores máximos podem fazer operações com rendimentos para a empresa, mas sobretudo para seu próprio proveito. A hipótese formulada é, então, a que se segue:

*H<sub>14</sub>: Há uma relação negativa/positiva entre o grau de participação institucional e o DR, DP e DY.*

### **Estrutura do Ativo**

A literatura anterior assumiu a existência de uma relação entre a estrutura do ativo e a política de distribuição de dividendos da empresa (Shubiri, 2011). Koch e Shenoy (1999) sugerem que as empresas com grande valor de ativos tangíveis têm maiores benefícios fiscais sem depender da dívida, pelo que podem ser mais propensas a usar a política de dividendos para influenciar os custos de assimetria de informação e os custos de agência. Atualmente argumenta-se que existe uma relação inversa entre os ativos tangíveis e a política de dividendos, principalmente nos mercados em desenvolvimento. Aivazian *et al.* (2003) afirmam que quanto maior o valor de ativos tangíveis, menores são os ativos de curto prazo e, desta forma, os bancos facilitam a concessão de crédito.

*H<sub>15</sub>: Há uma relação negativa entre a estrutura do ativo e o DR, DP e DY.*

### **Impostos**

Esta variável é considerada como fator que influencia a distribuição de lucros pois é após o pagamento dos impostos que se encontra o excedente do ano e, por consequência, o valor disponível para o pagamento de dividendos (Parua & Gupta, 2009). Um valor elevado de impostos para liquidar significa menos quantidade disponível para distribuir resultados. Mas, ao mesmo tempo, significa ganhos mais elevados. Rendimentos maiores normalmente denotam uma maior capacidade para pagar dividendos, dada a liquidez da empresa. Logo:

*H<sub>16</sub>: Há uma relação negativa entre o valor dos impostos a pagar e o DR, DP e DY.*

### **Comportamento das ações**

O comportamento do preço da ação é significativo na decisão do pagamento de dividendos no sentido de que, se o preço da ação está em declínio e com tendência a estabilizar, o preço de mercado da empresa também sofre alterações. No caso de existir condições desfavoráveis

para o preço da ação da empresa, o valor de dividendos pagos irá aumentar (Parua & Gupta, 2009). Isto acontece porque, segundo a teoria da sinalização, o aumento de dividendos melhora a perspectiva de mercado da empresa no futuro. Assim, para constatar esta relação, temos a seguinte hipótese:

*H<sub>17</sub>: Há uma relação negativa entre o preço da ação e o DR, DP e DY.*

### **Dividendos passados**

Esta variável é calculada através da média do dividendo por ação dos três anos anteriores ao ano corrente. O padrão de dividendos passados tem um papel importante na determinação do dividendo atual, dado que as empresas pretendem, normalmente, distribuir dividendos ininterruptamente, para manterem a sua competitividade nos mercados (Lintner, 1956). Desta forma, as empresas tendem a manter uma política de dividendos estável. Quando os dividendos passados possuem uma tendência crescente, tal fator leva a empresa a aumentar a distribuição dos seus resultados no ano em curso. No sentido contrário, caso a tendência se mostre decrescente, os dividendos do ano presente não diminuem necessariamente. No geral, Parua e Gupta (2009) preveem uma relação positiva entre os dividendos passados e o rácio de pagamento de dividendos, a taxa de dividendos e a *dividend yield*. Contudo, esta relação positiva está sujeita a alterar-se perante modificações no padrão de pagamento de lucros passado. Logo, sugere-se a seguinte hipótese:

*H<sub>18</sub>: Há uma relação positiva entre os dividendos passados e DR, DP e DY.*

### **Ganhos Futuros**

De acordo com a teoria da sinalização, se os ganhos futuros têm perspectiva de crescimento, então a empresa vai pagar mais dividendos no ano em curso, e vice-versa. Esta variável calcula-se através da divisão da média do volume de negócios dos últimos três anos pelo resultado líquido do período do ano corrente. Assim, prevê-se uma relação positiva entre os lucros futuros e as variáveis dependentes em estudo.

*H<sub>19</sub>: Há uma relação positiva entre os ganhos futuros e DR, DP e DY.*

### **Lucros do ano corrente**

Esta variável é, nem mais nem menos, que o valor do resultado líquido do exercício corrente. Os dividendos são, normalmente, atribuídos mediante o resultado obtido, pelo que se torna numa variável importante. Os lucros são obtidos após a dedução de impostos e pagamento dos mesmos. Estes pagamentos, como são de ordem contratual, são sempre efetuados, independentemente do estado da rentabilidade da empresa. Só após estas obrigações, a decisão de pagamento de dividendos é tomada. Parua e Gupta (2009) sugerem que, mesmo

que uma empresa tenha um ano onde os seus lucros superam os anos anteriores, existe um aumento menos proporcional de pagamento de dividendos, pelo que se considera a seguinte hipótese:

$H_{20}$ : Há uma relação positiva entre o lucro do ano corrente e o DR, DP e DY.

### **Lucros do ano anterior**

Os lucros do ano anterior podem ter o efeito de aumentar a rentabilidade do ano corrente, que por sua vez afetará o pagamento de dividendos de uma forma positiva (Healy & Palepu, 1988). Esta variável é considerada importante no sentido que a consistência na rentabilidade é uma indicação de uma “saúde” financeira boa e estável de uma empresa. Prevê-se, então, que a relação existente seja:

$H_{21}$ : Há uma relação positiva entre o lucro do ano anterior e o DR, DP e DY.

É importante notar que, através do estudo de Parua e Gupta (2009), foram analisadas relações entre as três variáveis dependentes e nove das variáveis independentes presentes neste estudo. As variáveis *dividend payout* e *dividend yield* estão, de resto, relacionadas com todas as variáveis independentes, em diversos estudos, já antes referidos. O dado novo desta investigação prende-se com a variável *dividend rate*, cujas relações foram apenas estudadas por Parua & Gupta (2009), e nos estudos já existentes não existem dados que associem este rácio às restantes 13 das variáveis independentes.

Por outras palavras, a variável dependente *dividend rate* possui base literária que suporta as suas relações com as seguintes variáveis independentes: despesas com impostos, despesas de capital, comportamento das ações, dividendos passados, ganhos futuros, *cash flow*, lucros de  $n$  e lucros de  $n-1$ . As restantes serão testadas neste estudo, com o objetivo de perceber até que ponto a percentagem de lucros distribuídos são afetados pelos diversos fatores em análise.

## **2.4. Recolha e tratamento de dados**

A recolha de dados foi realizada recorrendo a todas as páginas da *internet* das diversas empresas. Através dessa pesquisa, definiu-se o período da amostra, de 2008 a 2013. Foram recolhidos os Relatórios e Contas Anuais das empresas portuguesas e os *Annual Reports* e *Financial Reports* das empresas belgas, que disponibilizam nas suas páginas este tipo de informações nas línguas do país e também em inglês. Em alguns dos casos, quer em Portugal

ou na Bélgica, as empresas apenas disponibilizavam alguns dados *on-line* mas com livre acesso.

Após a recolha destes relatórios, todos eles foram analisados um a um, ano por ano, ao mesmo tempo que, recorrendo ao *Microsoft Office Excel 2007*®, eram preenchidas tabelas com os dados para o cálculo das diversas variáveis. Depois de terminada toda a recolha, o tratamento de dados é efetuado no programa *IBM SPSS Statistics*®.

A escolha do modelo para o teste das hipóteses recaiu sobre método dos mínimos quadrados, através do cálculo de várias regressões múltiplas. Este modelo de regressão linear assenta em cinco pressupostos que foram, posteriormente, validados:

- (i) Os erros  $\varepsilon_i$  são variáveis aleatórias de média zero;
- (ii) Os erros  $\varepsilon_i$  são variáveis aleatórias de variância constante ( $\sigma^2$ );
- (iii) As variáveis aleatórias  $\varepsilon_1, \varepsilon_2, \dots, \varepsilon_n$  são independentes;
- (iv) As variáveis explicativas  $X_1, X_2, \dots, X_k$  são não correlacionadas;
- (v) Os erros  $\varepsilon_i$  seguem uma distribuição normal:  $\varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2)$ .

Depois da validação dos pressupostos, o *IBM SPSS Statistics*® procede à escolha do “melhor modelo” recorrendo a um dos três métodos: *Forward*, *Backward* e *Stepwise*.

## Capítulo III – Resultados

Neste capítulo apresentam-se e analisam-se os resultados obtidos nesta investigação, mediante as hipóteses anteriormente estabelecidas. Optou-se por efetuar uma análise aos dois mercados em conjunto, e uma análise para cada um deles, totalizando, assim, três análises a efetuar, recorrendo a um modelo de regressão linear multivariada, cujas variáveis dependentes são *Dividend Rate*, *Dividend Payout* e *Dividend Yield*.

Para melhor perceção deste capítulo, foram criados dois anexos (Anexo I e Anexo II) para compreender as hipóteses validadas e respetivos coeficientes estatísticos.

### 3.1. Análise descritiva dos dados da amostra em estudo.

Em estudo encontram-se, como é exposto no ponto 2.2., 22 empresas de dois mercados diferentes. Os dados analisados remontam ao período de 2008 a 2013. Apesar da crise financeira que se tem vivido desde 2008, algumas empresas não sentiram necessidade de alterar as suas políticas para distribuição de dividendos.

Pode verificar-se, na Figura 1, as empresas que mais dividendos pagaram aos seus acionistas, em Portugal.

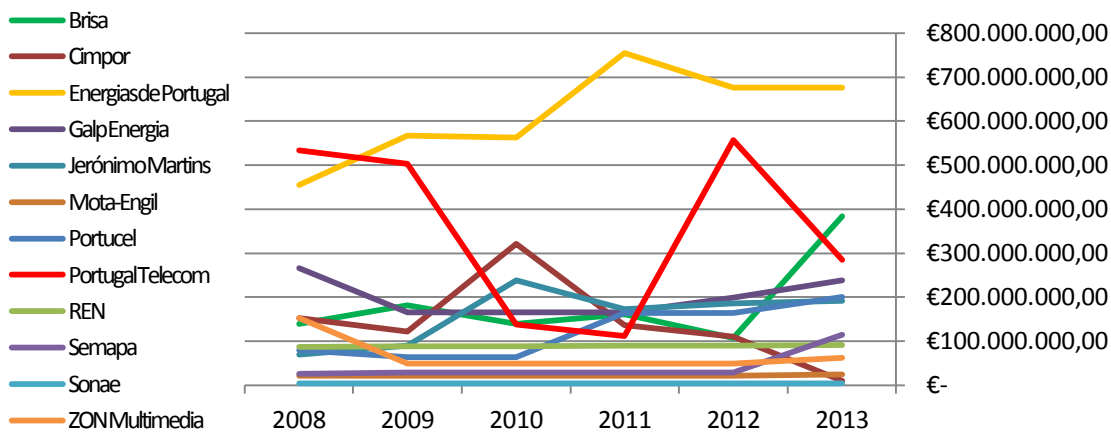


Figura 1 – Distribuição de dividendos nas empresas portuguesas

[fonte: Elaboração própria]

Da análise do gráfico (ver Figura 1), pode concluir-se que a EDP é a empresa que distribuiu mais resultados aos seus investidores, seguida da PT. Um dado interessante que também se pode verificar é a quebra existente para a maioria das empresas no ano 2009, cujos dividendos correspondem a 2008. Contudo, nesse mesmo ano, empresas como a EDP, a Brisa e a REN, nesse mesmo ano, aumentaram ligeiramente os seus dividendos, provavelmente para, em “período de crise” os investidores não sentirem qualquer tipo de alteração nas contas da empresa, bem como atrair ainda mais investimento. No sentido inverso, já em 2013 começa a notar-se um aumento no pagamento de resultados, perspetivando, assim, uma melhoria no desempenho económico das empresas, que sofreu algumas alterações nos últimos anos devido à instabilidade económica que se instalou em Portugal. No geral, a grande maioria das empresas portuguesas distribuem dividendos abaixo de 300 milhões de euros.

Em seguida, na figura 2, são analisados os dividendos distribuídos pelas empresas do BEL20 que constam na amostra, ao longo do período em análise.

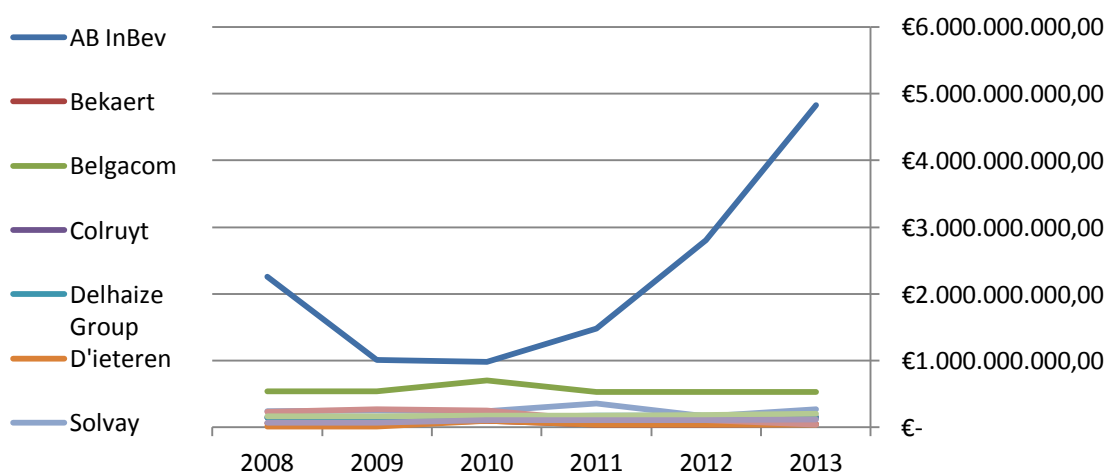


Figura 2 – Distribuição de dividendos nas empresas belgas

[fonte: Elaboração própria]

Observando o gráfico anterior (ver figura 2), conclui-se que a empresa AB InBev é a que mais largamente atribui dividendos aos seus acionistas. Levando em consideração a instabilidade económica vivida não só na Europa, mas em todo o mundo, nos últimos anos, a AB InBev acompanha as alterações nos mercados vividas nesse período: tem um declínio em 2009, com dividendos de 2008 a serem pagos a um valor inferior aos correspondentes a 2007, e em 2011 teve início a recuperação, sendo que em 2013 a empresa distribuiu cerca de cinco mil milhões de euros pelos seus investidores. Em relação às outras empresas em estudo, observa-se que a Belgacom é a segunda empresa que mais lucros atribui aos acionistas, sendo que a D'ieteren é a que menos distribui. De uma forma genérica, as empresas belgas, à semelhança de Portugal, pagam dividendos não superiores a 300 milhões de euros.

Para complementar a análise inicial, pode verificar-se no gráfico seguinte, Figura 3, os setores de atividade representados na amostra e, por consequência, os setores que mais distribuem. Da uma análise deste observa-se que as empresas com maior presença na Bolsa de Valores, depois do setor financeiro já verificado anteriormente, são as empresas de venda de alimentos e medicamentos a retalho representadas por quatro das 22 entidades da amostra.

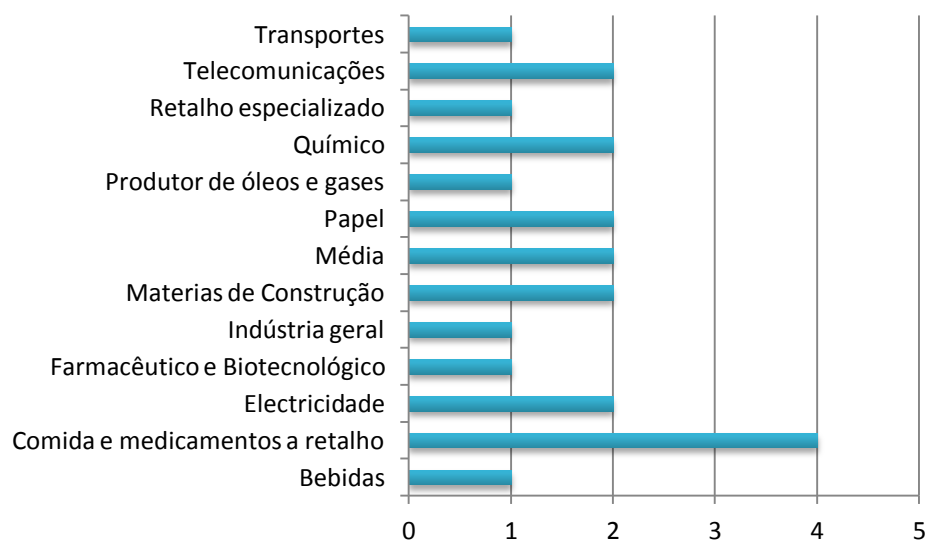


Figura 3 – Setores de atividade da amostra

[fonte: Elaboração própria]

Através de uma análise ao gráfico, nota-se que as empresas com maior presença na Bolsa de Valores, depois do setor financeiro já verificado anteriormente, são as empresas de venda de alimentos e medicamentos a retalho representadas por quatro das 22 entidades da amostra.

Concluindo com uma análise comparativa aos dois mercados, as empresas belgas são mais constantes no pagamento de dividendos, quer em valor quer na frequência com que são pagos. Seguem quase todas a mesma linha de pagamento, contrariamente às companhias

portuguesas, que são muito inconstantes no valor a distribuir. Observa-se que não existe um pagamento constante ao longo dos anos, dado que, muito provavelmente, as empresas utilizam os dividendos como a melhor forma de atrair investimento por parte de investidores externos, perante a instabilidade que se instalou no mercado português.

Para complementar a análise anterior, o gráfico da Figura 4 mostra a evolução do pagamento de dividendos nos dois mercados, desde 2008 a 2013.

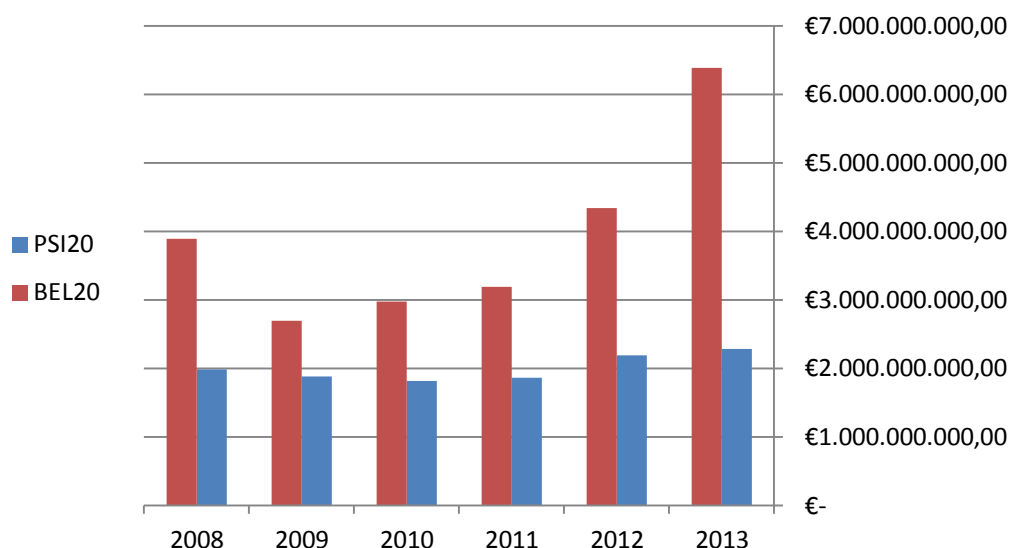


Figura 4 – Evolução do pagamento de dividendos de 2008 a 2013

[fonte: Elaboração própria]

O gráfico da Figura 4 mostra que, em Portugal, 2010 e 2011 foram os anos onde os resultados distribuídos foram menores, seguido de 2009 e 2008. Já na Bélgica, 2008 foi o ano com menos lucros pagos aos investidores, seguido de 2010 e 2011. Contudo, verifica-se em ambos os mercados que 2013 foi o ano onde mais dividendos se distribuíram, pelo que, perante a imagem que os dividendos transmitem para os *outsiders*, se percebe que as empresas estão a recuperar a sua estabilidade económica.

Por último, perante os dados presentes na Tabela 3, pode analisar-se os valores mínimos, máximos e médios tomados pelas variáveis em estudo, bem como o respectivo valor do desvio padrão. Mediante os dados observados, verifica-se através do desvio padrão a existência de uma dispersão nas variáveis comportamento das acções e ganhos futuros relativamente à média obtida. Tal facto salienta, assim, a presença de diferentes valores entre as empresas em termos de lucros esperados e preços das acções em negociação.

Tabela 3: Estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Dividend Rate	132	0,0016	49,5638	2,6130	6,7729
Dividend Payout	132	0,0002	15,7030	1,1817	2,0798
Dividend Yield	132	0,0000	1,8304	0,0685	0,1651
Alavancagem	132	0,0979	16,7638	3,0131	2,9305
AFT	132	13,1083	23,9052	21,1811	1,4785
Cash Flow	132	16,0562	24,0805	20,2891	1,6033
Cash Holding	132	17,7773	23,9159	20,1498	1,3087
Comportamento das ações	88	0,6190	130,6597	22,9107	24,8276
Despesas de Capital	132	13,0815	23,8868	20,8278	1,9695
Despesas de Juros	132	12,2061	22,0413	17,9971	1,4890
Dividendos Passados	88	0,0020	3,4474	0,8827	0,9184
Estrutura de Capital	132	0,0007	1,4323	0,6706	0,1866
Estrutura do Activo	132	0,0001	28,6054	0,5447	2,4675
Ganhos Futuros	88	1,2033	1006,2686	35,6326	108,7982
Impostos	132	0,0005	4,5263	0,3285	0,4763
Liquidez	132	0,0373	17,2903	1,2811	1,6011
Lucros N	132	16,2367	23,5277	19,2631	1,3325
Lucros N-1	132	14,1022	22,9676	19,2116	1,3055
Maturidade	22	2,0794	5,3327	3,8181	0,8966
Oportunidades de Crescimento	132	0,0635	35,7088	3,6962	5,7754
Participação institucional	132	0,0000	20,0392	14,6463	3,9405
Rentabilidade	132	0,0027	103,4075	1,1124	9,1522
Setor Atividade	22	1,0000	13,0000	6,5455	3,5014
Tamanho	132	17,5680	25,6767	22,5386	1,1327
Valid N (listwise)	22				

[fonte: Elaboração própria]

## 3.2. Análise dos resultados da investigação

### 3.2.1. Análise Multivariada

Depois da análise inicial, procede-se à análise multivariada das variáveis, recorrendo a uma investigação global sem distinção de mercados. Optou-se por este tipo de análise pois em estudo estão 21 variáveis independentes.

Convém ressaltar que as variáveis Comportamento das Ações, Dividendos Passados e Ganhos Futuros foram apenas analisadas de 2010 a 2013, porque para o seu cálculo não estavam disponíveis, para uma parte das empresas, os respetivos dados financeiros que remontam a 2005 e 2006. Pelo que se optou por estudar estas variáveis com apenas 88 observações, para a análise global. Já as variáveis Maturidade e Setor de Atividade possuem apenas 22 observações cada, que correspondem ao número de empresas em estudo. As restantes possuem 132 observações observadas entre 2008 e 2013.

Depois de avaliar o comportamento dos dividendos nos dois mercados, será efetuada uma análise individual a cada mercado, para perceber se são os mesmos fatores que influenciam ambos ou se, ao invés disso, possuem determinantes opostos.

### 3.2.2. Análise Multivariada Global

Para este estudo procede-se, então, a uma análise multivariada global, ou seja, aos dados de ambos os mercados, português e belga.

Para tal, pretende-se a utilização e validação do modelo de regressão linear multivariada, para cada uma das três variáveis dependentes.

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + \varepsilon_i, (i=1, 2, \dots, n) \quad (1)$$

Neste modelo,  $\beta_i$  são os coeficientes de regressão e  $\varepsilon_i$  representam os erros ou resíduos do modelo.

As variáveis geradas e excluídas em cada um dos modelos utilizados na análise deste estudo encontram-se em anexo, de forma a perceber quais foram excluídas logo na primeira fase e quais as que apresentam o sinal esperado.

#### 3.2.2.1. Fatores explicativos do modelo

Inicialmente, o modelo foi testado para cada uma das variáveis dependentes, individualmente. É necessário seguir dois pressupostos para a sua validação, através da análise de resíduos: (i) os erros devem seguir uma distribuição normal de média nula e variância constante e (ii) os erros devem ser independentes.

Para validar o primeiro pressuposto, o SPSS produz um gráfico de probabilidade normal, que verifica esta condição. Assim, para as três variáveis dependentes, *DR*, *DP* e *DY*, os gráficos produzidos são os seguintes, respetivamente:

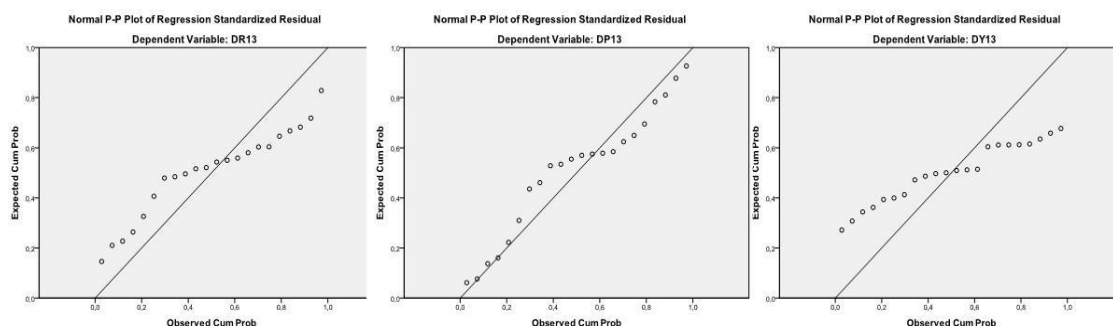


Figura 5 – Gráficos de distribuição normal para *DR*, *DP* e *DY*, respetivamente.

[fonte: Elaboração própria]

Pela análise dos gráficos anteriores (Figura 5), percebe-se que para todas as variáveis dependentes seguem uma distribuição normal, dado que, para isso ser possível, os valores representados nos gráficos devem distribuir-se, mais ou menos, através da diagonal principal. Logo, o primeiro pressuposto está validado.

Para verificar o segundo pressuposto, é necessário averiguar o teste *Durbin-Watson*, onde valores próximos de 2 indicam que os resíduos são independentes. Assim, podem encontrar-se estes indicadores na Tabela 3:

Tabela 4: Valores do teste *Durbin-Watson* para cada modelo

<i>Var. Dependente</i>	<i>Durbin-Watson</i>
DP	2,776
DR	2,776
DY	2,438

[fonte: Elaboração própria]

Através da tabela anterior, percebe-se que os resíduos são valores aproximados de 2, pelo que se consideram independentes. Logo, o segundo pressuposto fica validade. Assim, pode prosseguir-se à estimação do modelo para cada uma das variáveis independentes, e perceber quais os fatores e de que forma estes afetam as variáveis dependentes.

### 3.2.2.2. Estimação e Resultados dos modelos

Para estimar o modelo, recorreu-se aos métodos de seleção da regressão linear, que o SPSS fornece para o efeito: *Forward*, *Backware* e *Stepwise*.

Optou-se por analisar apenas o nível de significância ( $\alpha$ ) de 10%. Tal deve-se ao facto de,  $\alpha=1\%$  e  $\alpha=5\%$ , serem níveis de significância, cujas variáveis validadas são, praticamente, inexistentes. Pelo que,  $\alpha=10\%$  oferece uma análise mais diversificada de fatores.

Dos vários modelos fornecidos pelos métodos *Forward*, *Backware* e *Stepwise*, o melhor modelo para o presente estudo é aquele que apresenta um maior valor de  $R^2$  e um menor valor de erro-padrão. Esse modelo ostenta as variáveis que serão posteriormente validadas, ou seja, as que são mais significativas para  $\alpha=10\%$ . As restantes, menos significativas, são automaticamente excluídas pelo modelo.

Através da averiguação de cada um destes processos, verificou-se que para todas as variáveis dependentes o melhor a ser aplicado é o método *Backware*. Os restantes excluíram praticamente todas as variáveis, ou simplesmente não geraram nenhuma. Pelo que optou-se, então, por seguir com o método *Backward* para verificar quais os determinantes da distribuição de dividendos.

Para a variável dependente *Dividend Rate*, foram gerados através deste método, cinco modelos, pelo que através do maior valor de  $R^2$  ajustado e menor valor de desvio padrão, foi escolhido o modelo cinco. Já para a *Dividend Payout*, seguindo os mesmos critérios, optou-se pelo modelo dez e para a *Dividend Yield* o modelo onze.

#### 3.2.2.2.1. Resultados para a variável *Dividend Rate*

Começando por analisar o modelo para a variável DR, através do método *Backward*, excluiu-se cinco variáveis independente: rentabilidade, dividendos passados, estrutura ativo, comportamento das ações e ativo fixo tangível. Com as restantes, estimou-se o seguinte modelo:

$$DR_i = 39,69 - 1,296 \cdot ALV + 0,252 \cdot PI - 6,049 \cdot LIQ - 0,702 \cdot OC - 2,257 \cdot TAM - 2,737 \cdot MAT - 13,225 \cdot IMP + 2,081 \cdot DC + 2,465 \cdot DJ + 0,055 \cdot GF - 1,247 \cdot CF - 4,268 \cdot LU + 1,106 \cdot LUN1 + 1,818 \cdot CH - 8,443 \cdot EC$$

$$R^2=87.70\%$$

Onde, ALV - alavancagem; PI – Participação Institucional; LIQ - Liquidez; OC – Oportunidades de Crescimento; TAM - Tamanho; MAT - Maturidade; IMP - Impostos; DC – Despesas de Capital; DJ – Despesas com Juros; GF – Ganhos Futuros; CF – Cash Flow; LU – Lucros de N LUN1 – Lucros de N-1, CH – Cash Holding; EC – Estrutura de Capital.

Todos os coeficientes deste modelo, à exceção dos lucros N-1 (LUN1), são significativos para  $\alpha=10\%$ , e o modelo ajustado explica 87,70% da variação observada em DR.

Desta forma podemos validar as hipóteses estabelecidas no Capítulo II. Das 21 hipóteses existentes, apenas se validam sete:

- (i) Alavancagem, *cash flow*, oportunidades de crescimento e os Impostos tem uma relação negativa com DR;
- (ii) Liquidez, participação institucional, ganhos futuros e lucros de N-1 tem uma relação positiva com DR;

Das sete hipóteses validadas, podemos concluir que, através dos seus coeficientes estatisticamente significativos (para  $\alpha=5\%$ ), a alavancagem, os impostos, os ganhos futuros e o *Cash Flow* são os fatores preponderantes na tomada de decisão do valor de dividendos a pagar.

### 3.2.2.2. Resultados para a variável *Dividend Payout*

Recorrendo também ao método de seleção *Backware*, com um  $R^2$  ajustado de 0,712 e um desvio padrão de 0,8757, foi escolhido o modelo 10, que exclui as seguintes variáveis: rentabilidade, participação institucional, alavancagem, comportamento das ações, dividendos passados, oportunidades de crescimento, lucros de N-1, tamanho, despesas de juros e ganhos futuros.

Assim, validou-se o seguinte modelo:

$$DP_i = 18,48 - 1,572 \cdot LIQ - 1,04 \cdot MAT - 1,141 \cdot IMP + 1,667 \cdot DC - 1,064 \cdot LU + 0,762 \cdot CH - 2,793 \cdot EC - 2,314 \cdot RENT + 1,533 \cdot EA + 0,513 \cdot CF - 2,385 \cdot AFT$$

$$R^2 = 70,20\%$$

Onde LIQ – Liquidez; MAT – Maturidade; IMP – Impostos; DC – Despesas de Capital; LU – Lucros do Ano N; CH – Cash Holding; EC – Estrutura de Capital; RENT – Rentabilidade; EA – Estrutura do Activo; CF – Cash Flow; e AFT – Ativos Fixos Tangíveis.

Este modelo explica 70,2% da variação observada em DP ( $p\text{-value}=0,006$ ) e os erros são independentes, já que o coeficiente *Durbin-Watson* é de 1,806. Excetuando os impostos, a rentabilidade e a estrutura do ativo, todos os restantes coeficientes são significativos para  $\alpha=10\%$ . Relativamente às relações com a variável dependente, obteve-se as seguintes conclusões:

- (i) O ativo fixo tangível, a liquidez e os impostos possuem uma relação negativa com DP;
- (ii) Não foram validadas as hipóteses para os restantes coeficientes.

Apesar de algumas relações não corresponderem ao sinal esperado, pode concluir-se que, devido ao seu  $p\text{-value}$  altamente significativo, também a maturidade das empresas afeta, igualmente, o rácio do pagamento de dividendos.

### 3.2.2.2.3. Resultados para a variável *Dividend Yield*

Para o estudo da *Dividend Yield*, através do método *Backward*, optou-se pelo modelo 11, cujas variáveis excluídas são a rentabilidade, lucros de N, despesas de capital, ativo fixo tangível, impostos, estrutura do ativo, comportamento das ações, alavancagem, participação institucional, tamanho e oportunidades de crescimento.

Com um  $R^2$  ajustado de 70,8% ( $p\text{-value} = 0,002$ ) e um coeficiente do teste *Durbin-Watson* de 2,4, o modelo resume-se na seguinte equação:

$$DY_i = -4,435 - 0,1 \cdot LIQ + 0,352 \cdot MAT - 0,142 \cdot CH + 1,831 \cdot EC + 0,212 \cdot CF - 0,276 \cdot DJ - 0,333 \cdot DIP - 0,003 \cdot GF + 0,307 \cdot LUN1$$

$$R^2=70,8\%$$

Onde LIQ – Liquidez, MAT – Maturidade; CH – Cash Holding; EC – Estrutura de Capital; CF – Cash Flow; DJ – Despesas com Juros; DIP – Dividendos Passados; GF – Ganhos Futuros; e LUN1 – Lucros de n-1.

À exceção da variável liquidez, todos os restantes coeficientes são significativos para  $\alpha=10\%$ . De salientar que o coeficiente correspondente às despesas com juros é altamente significativo, com  $p\text{-value}=0,000$ , seguido dos coeficientes da maturidade, da estrutura de capital, dos dividendos passados e dos lucros do ano anterior, cujo  $p\text{-value}$  é de 0,001.

Perante os resultados acima divulgados, pode então tirar-se as seguintes conclusões:

- (i) A maturidade, a estrutura de capital e os lucros de N-1 possuem uma relação positiva com DY.
- (ii) O *cash holding*, as despesas com juros e a liquidez têm uma relação negativa com DY.

### 3.2.2. Análise Multivariada para as empresas do PSI-20

Através da utilização dos mesmos procedimentos efetuados para a análise multivariada global, concretizou-se, também, para cada um dos mercados.

Primeiramente fez-se uma verificação à variável *Dividend Rate*, para as empresas portuguesas. Dessa investigação, obteve-se as seguintes relações entre variáveis dependentes e independentes:

- (i) Existe uma relação positiva entre *DR* e a rentabilidade, os dividendos passados e os lucros do ano anterior;
- (ii) Há uma relação negativa entre *DR* e a estrutura do ativo, o valor dos impostos e o comportamento das ações.

Os coeficientes das variáveis lucros do ano e dividendos passados são os mais significativos do modelo, que explica apenas 35,8% da variação da taxa de dividendos. Outras variáveis como a estrutura do ativo, oportunidades de crescimento, comportamento das ações, lucros de N-1, cash holding e ativos fixos tangíveis são significativas para  $\alpha=10\%$ .

Relativamente à variável DP, pode-se verificar que os fatores que afetam este rácio são o ativo fixo tangível, a alavancagem, a liquidez, a rentabilidade, o tamanho, as despesas com juros, os impostos e os ganhos futuros. Todas as relações existentes entre estas variáveis e o *dividend payout* foram validadas, sendo que a liquidez, cuja hipótese infere para uma relação positiva ou negativa, tem aqui uma ligação negativa com DP.

Pode acrescentar-se que a rentabilidade, as oportunidades de crescimento, o tamanho, as despesas com juros, os ganhos futuros, os lucros do ano e o ativo fixo tangível são os fatores que afetam mais significativamente o rácio de pagamento de dividendos, pois o seu *p-value* é de 0,000.

É de salientar que o modelo gerado para as presentes relações explica em 77,6% a variação observada em *Dividend Payout*, e o coeficiente *Durbin-Watson* é de 2,109.

Por último, também foram testadas as correspondências entre a *Dividend Yield* e as variáveis independentes. Assim, dos resultados obtidos, pode concluir-se que o modelo explica, apenas, 8% da variação em DY. Apenas foram selecionadas quatro variáveis, sendo que, apenas duas validaram as suas hipóteses: oportunidades de crescimento e despesas com juros. Através destes resultados, e verificando que o modelo, apesar do seu *Durbin-Watson* ser de 2,058, a sua significância é de 10,7%, ligeiramente acima do máximo pretendido ( $\alpha=10\%$ ). Assim, conclui-se que em Portugal, a *dividend yield* é definida, essencialmente, com base nas oportunidades de crescimento das empresas e nas suas despesas de juros, mas que é pouco explicada pelas variáveis tomadas no âmbito desta investigação.

### 3.2.3. Análise Multivariada para as empresas do BEL-20

Para *Dividend Rate* definiu-se um modelo que explica em 75,3% a sua variação (*p-value*=0,000). As variáveis geradas para este modelo são a alavancagem, a participação institucional, a rentabilidade, a estrutura do ativo, a liquidez, as oportunidades de crescimento, o tamanho, comportamento das ações, ganhos futuros, cash flow, cash holding e estrutura de capital. Desta forma, as relações geradas e validadas são:

- (i) DR tem uma relação positiva com rentabilidade, tamanho e ganhos futuros;
- (ii) DR tem relação negativa com alavancagem, *cash holding*, *cash flow*, liquidez, participação institucional e comportamento das ações.

Apenas a alavancagem, o comportamento das ações, os ganhos futuros, o *cash flow* e a estrutura de capital não têm um coeficiente significativo para  $\alpha=10\%$ .

Quanto ao *Dividend Payout*, o modelo gerado explica apenas 42,8% da variação da variável (*p-value*=0,000). Foram excluídas dez variáveis, pelo que as restantes nove (alavancagem,

rentabilidade, liquidez, tamanho, impostos, despesas de capital e despesas com juros, lucros de N e estrutura de capital) que foram introduzidas, apenas quatro possuem um coeficiente significativo para  $\alpha=10\%$ . A variável liquidez possui o coeficiente mais significativo com um  $p\text{-value}=0,000$ . Contudo, no que se refere a relações e hipóteses validadas, apenas a liquidez apresentou uma relação positiva com DP, com um coeficiente muito reduzido de 0,001, juntamente com as despesas de juros, que possuem uma relação negativa com a variável.

Por último, o modelo que explica a variação na *Dividend Yield* em, apenas, 26,3% ( $p\text{-value}=0,026$ ) introduz, também, nove variáveis: alavancagem, rentabilidade, liquidez, tamanho, impostos, despesas de capital, despesas de juros, lucros de N e estrutura de capital. Porém, apenas a alavancagem, os impostos, as despesas de capital e a estrutura de capital têm um coeficiente significativo, para  $\alpha=10\%$ . Quanto às hipóteses estabelecidas, relativamente às variáveis selecionadas neste modelo, todas foram validadas através do sinal esperado, com exceção dos lucros de n, que a sua ligação foi contrária à esperada.

### 3.3. Análise dos resultados das variáveis

Todas as variáveis cujos preços estavam expressos em milhares ou milhões de euros foram convertidos em logaritmos naturais, para corrigir o efeito de escala. Para estudar o efeito da variável “setores de atividade”, foram criadas 13 variáveis *dummy*, cada uma correspondente a cada um dos setores em análise. Contudo, esta variável foi estudada à parte das restantes, pois influenciava os resultados obtidos de uma forma severa.

Segundo Aivazan *et al.* (2003), os ativos fixos tangíveis afetam negativamente o rácio de pagamento dos dividendos. Para as relações testadas neste estudo, esta hipótese não se validou para a *Dividend Rate* em nenhuma das três análises. Contudo, para as empresas portuguesas, o sinal esperado foi contrário, pelo que se pressupõe que afeta a taxa de dividendos em sentido contrário. Quanto ao rácio *Dividend Payout*, a hipótese foi validada no estudo dos dois mercados e para Portugal. Contudo, nas empresas belgas foi uma das variáveis excluídas logo na primeira seleção, através do método *Backward*. Para a *Dividend Yield*, os ativos fixos tangíveis não foram selecionados após a fase inicial de apuramento das variáveis. Logo, conclui-se que não são fatores determinantes da rentabilidade dos dividendos.

Rozeff (1982) sugere a relação negativa entre a alavancagem e o pagamento de dividendos, com base na teoria da agência, pois as empresas com alta alavancagem pagam menos dividendos. Neste estudo, a hipótese da relação negativa foi validada para *Dividend Rate* nos dois mercados, para Portugal no *Dividend Payout*, e na Bélgica foi aprovada para a *Dividend Rate* e *Dividend Yield*. Tal como Parua e Gupta (2009) sugerem, a alavancagem é um fator determinante da política de dividendos. Pois apesar de não ter algumas hipóteses validadas, em todos os modelos testados, foi uma das variáveis selecionadas que mais vezes passou a primeira fase.

Segundo Imran (2011), o fluxo de caixa pode ser interpretado como uma opção para investir e reinvestir ao invés de ser utilizado para o pagamento de dividendos. Daí o autor, bem como Parua e Gupta (2009), sugerem uma relação negativa entre o *cash flow* e as variáveis dependentes. Estas relações foram validadas apenas para a variável *Dividend Rate* no estudo conjunto e na Bélgica de forma significativa.

O *Cash Holding*, ou dinheiro em caixa, afeta negativamente o pagamento de dividendos pois, segundo Al-Najjar e Belghitar (2011), as empresas que pagam dividendos são mais capazes de captar recursos a um custo mais baixo e, por isso, reduzem os seus dividendos. Contudo, as conclusões deste estudo revelam que o *cash holding* é determinante para *Dividend Yield* no estudo conjunto. É também um fator importante para a *Dividend Rate* na análise conjunta, mas o seu coeficiente não é estatisticamente significativo.

As despesas de capital e o pagamento de dividendos estão profundamente interligados, dado que se revelou aquando da verificação da sua correlação altamente significativa. A sua relação negativa ocorre, pois perante um valor elevado de despesas de capital existirá menor disponibilidade para pagar dividendos. Assim, contrariando a hipótese de Parua e Gupta (2009), não foram validadas quaisquer hipóteses envolvendo esta variável, pois todos os coeficientes apresentavam sinal contrário ao esperado. Contudo, os mesmos autores concluíram que esta variável tem um impacto muito reduzido nas políticas de dividendos.

A estrutura de capital é uma variável pouco introduzida nos estudos sobre políticas de dividendos. Os autores Martin e Scott (1974) e Frank e Goyal (2004) defendem uma relação positiva para com o pagamento de dividendos. No entanto, no presente estudo, essa hipótese foi apenas validada para a *Dividend Yield* belga. Contudo, em todos os modelos em que foi sugerida como fator importante, o seu sinal esperado foi negativo. Pelo que se pode concluir que a sua ligação ao pagamento de dividendos não é significativa.

A liquidez é uma variável cujo sinal esperado tanto poderia ser positivo (Al-Najjar, 2011) como negativo (Myers & Bacon, 2004). No presente estudo, esta variável comprovou, largamente, a tese de Myers e Bacon (2004). A liquidez é, de facto, um fator determinante na política de dividendos da empresa, sendo que a sua relação negativa se comprovou para todas as variáveis dependentes no estudo conjunto e para DP e DY no estudo português. O único caso que comprova a teoria positiva de Al-Najjar (2011) é no mercado belga, para o *Dividend Payout*, onde de resto foi a única hipótese validada neste mercado para as três variáveis dependentes, revelando assim não ser um fator determinante das políticas de dividendos naquele país.

Para Fairchild *et al.* (2014), o sinal esperado para a maturidade é positivo. No presente estudo comprovou-se esta relação para a *Dividend Yield* do estudo conjunto e para *Dividend Rate* nas empresas do PSI20. Pelo que se pode concluir que este fator não influencia as políticas de dividendos.

Segundo Shubiri (2011), as oportunidades de crescimento atuam como chave fundamental na decisão da política de dividendos. O seu sinal esperado é negativo. Apenas se validaram hipóteses para a *Dividend Rate* na análise conjunta e na *Dividend Yield* em Portugal. Contudo, esta variável não se revelou significativa nas empresas belgas, dado que são empresas mais maduras que as portuguesas e, por isso, as suas oportunidades de crescimento são menores e, conseqüentemente, menos significativas. Em Portugal, mostrou-se significativa para todas as variáveis dependentes, mas apenas uma obteve o sinal esperado.

A rentabilidade, de acordo com Imran (2011), afeta positivamente as políticas de dividendos. No estudo conjunto, esta variável não se revelou determinante. Mas em Portugal, a sua hipótese positiva foi validada em todas as variáveis dependentes, pelo que se pode concluir que a rentabilidade é, sem dúvida, um dos fatores mais determinantes da política de dividendos. Já na análise das empresas belgas, aprovou-se a hipótese positiva com a *Dividend Yield*. Porém, apesar de ser significativa para o *Dividend Payout* belga, o sinal esperado obtido foi negativo. Conforme afirma Shubiri (2011), este resultado vai de encontro à teoria da sinalização que nos indica que as empresas mais rentáveis são mais propensas a pagar mais dividendos.

O tamanho da empresa revelou-se, também, como um determinante importante no pagamento de resultados. As grandes empresas são mais diversificadas, menos propensas a falir, tendem a ser mais maduras e, por isso, possuem uma maior capacidade de distribuir dividendos, dado o seu acesso facilitado ao mercado (Gul, 1999; Aivazian *et al.*, 2003; Ho, 2003). Daí, a relação positiva que se esperava foi validada, mas apenas nos estudos individuais de cada país. Quer em Portugal, quer na Bélgica, a hipótese foi estabelecida para o *Dividend Payout* e para a *Dividend Yield*, e foi totalmente validada nas empresas portuguesas. Todavia, nas empresas do BEL-20, a hipótese apenas obteve o sinal esperado para a *Dividend Yield*. Ainda assim, não deixa de ser um fator determinante das políticas de distribuição dos dividendos.

Apesar de Fatemi e Boldik (2012) preverem que o setor de atividade seria mais importante que o tamanho no pagamento de dividendos, neste estudo obteve-se conclusões contrárias a essa afirmação. Santos (2011) também obteve conclusões semelhantes a esta análise: os setores de atividade, aquando da sua introdução nas regressões, reduzem a significância do modelo. Pelo que se conclui que as empresas tendem a distribuir mediante a indústria em que se inserem. Contudo, apenas o setor dos transportes se revelou significativo neste estudo, o que leva a conclusão que o setor de atividade não tem influência direta na decisão das políticas de dividendos.

As despesas com juros possuem uma relação negativa e positiva com os dividendos, A hipótese que se definiu como negativa comprovou-se para a *Dividend Yield* nos três estudos aqui efetuados. Também se revelou importante para o *Dividend Payout*, mas apenas nos estudos individuais se comprovou esta ligação. No estudo conjunto dos dois mercados, para além da relação comprovada com a *Dividend Yield*, comprova-se a relação positiva com

Dividend Rate, com significância para  $\alpha=10\%$ . Assim, considera-se também que as despesas com juros são, à semelhança da rentabilidade, um dos determinantes mais importantes na decisão das políticas de dividendos.

A participação institucional não se revelou uma variável influenciável para as políticas de dividendos nas empresas portuguesas. A sua hipótese positiva foi validada para *Dividend Rate* no estudo conjunto e para a *Dividend Yield* belga. A hipótese negativa comprovou-se para a *Dividend Rate* belga. Desta forma percebe-se que esta variável é importante para as empresas belgas, mas é apenas significante para a determinação da taxa de dividendo.

A relação negativa proposta entre as variáveis dependentes e a estrutura do ativo também se revelou pouco importante. Esta hipótese foi apenas validada para a *Dividend Rate* em Portugal, sendo significantes para  $\alpha=10\%$ .

Os impostos são considerados como um dos fatores que mais influencia o pagamento de dividendos. Tal comprovou-se com a validação da hipótese negativa antes estabelecida, quer para a *Dividend Rate* quer para o *Dividend Payout* no estudo conjunto e em Portugal. Mas apenas se detetou ser significativa para DR. Contudo, esta variável revelou-se significativa e validada para *Dividend Payout* belga.

O comportamento das ações mostrou ser uma variável importante apenas para a determinação das taxas de dividendos em Portugal e na Bélgica. Com base na teoria da sinalização, a sua relação negativa foi apenas validada para *Dividend Rate* no estudo individualizado, sendo o seu nível de significância pouco importante.

Ao contrário do que seria de esperar, o padrão dos dividendos passados não têm tanta influência nas políticas de dividendos, quer no estudo conjunto ou no individualizado. A sua hipótese positiva foi apenas validada para *Dividend Rate* em Portugal, e para a *Dividend Yield* na Bélgica. Na *Dividend Yield* do estudo conjunto a hipótese não foi validada, contudo esta variável possui um coeficiente significativo, para  $\alpha=10\%$ .

Através da teoria da sinalização, definiu-se uma relação positiva entre os ganhos futuros e as variáveis dependentes. Tal ligação revelou-se importante para Dividend Rate, já que no estudo agrupado e belga, a sua hipótese foi validade, e no português, apesar de ser um coeficiente significativo, o sinal obtido foi contrário ao sinal esperado.

Apesar de Parua e Gupta (2009) terem previsto uma relação positiva entre os lucros do ano e as variáveis dependentes, essa ligação, segundo os autores, era muito baixa. Nesta investigação, todos os sinais obtidos para esta variável foram o contrário do esperado. Ainda assim, o seu coeficiente é estatisticamente significativo, pelo que se crê que tenha uma certa influência na determinação das políticas de dividendos das empresas.

Contrariando os resultados da variável anterior, lucros do ano corrente, os lucros do ano anterior, onde também se previa uma relação positiva com as variáveis dependentes, em todos

os modelos onde passou a primeira fase de seleção de variáveis, a sua hipótese foi sempre validada. Assim, apesar de não ser muito significativa, para *Dividend Rate*, foi comprovada a sua ligação positiva na análise conjunta e análise portuguesa. Também foi validada a hipótese para a *Dividend Yield* conjunta e belga. Logo, pode concluir-se que os lucros do ano anterior influenciam a taxa e o rendimento dos dividendos, mas não tem qualquer influência no rácio de pagamento de lucros.

Depois de ser finalizado este estudo aos determinantes da distribuição de dividendos, após a análise conjunta dos dois mercados e em separado, uma das conclusões iniciais que se pode tirar prende-se com o facto de um estudo individual ser mais adequado à realidade de cada país, do que um estudo conjunto. Tal facto deve-se, às diferenças que distinguem os dois mercados. Se, por um lado, as empresas belgas distribuem dividendos adequados ao seu estado atual, as empresas portuguesas, em geral, fazem-no para atrair investimento exterior, para que os investidores se sintam aliciados pelas suas políticas, recorrendo, algumas vezes, ao endividamento, para que não haja quebra no pagamento de dividendos.

Em suma, pode concluir-se que estas variáveis são fatores explicativos essencialmente para *Dividend Rate*, pois de todas as variáveis dependentes em análise, foi a que obteve mais coeficientes significativos que explicam a sua variação. Já *Dividend Yield* não obteve muita significância dos seus coeficientes, sendo que apenas se pode concluir que, para a sua decisão, os fatores mais determinantes são as despesas com juros, validada em todas as três análises, seguida da estrutura de capital, das oportunidades de crescimento e dos lucros do ano anterior.

Em relação ao *Dividend Payout* percebe-se que os agentes mais importantes para a sua decisão são a liquidez e os impostos, seguidos dos ativos fixos tangíveis, da rentabilidade e dos lucros atuais, pouco significativos nos modelos em estudo. As despesas de capital são, também, causa essencial na definição do pagamento de dividendos, porém, igualmente pouco significativos.

Por último, *Dividend Rate* é a variável dependente mais bem explicada pelas independentes deste estudo, e a que obteve mais determinantes essenciais para a sua determinação. Os ativos fixos tangíveis, o *cash flow*, a rentabilidade, o tamanho, a participação institucional, a estrutura de ativo, os impostos, o comportamento das ações, os dividendos passados e os ganhos futuros afetam todos de forma mais ou menos semelhante a determinação da taxa dos dividendos. fatores como a estrutura de capital, oportunidades de crescimento, lucros do ano corrente e *cash holding* revelam-se importantes mas pouco significativos.

## CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÃO FUTURA

O objetivo deste trabalho pretendia determinar quais os fatores que influenciam as políticas de distribuição das empresas, atualmente.

Na tentativa de responder à pergunta de partida anteriormente formulada, foram também conhecidos diferentes pontos de vista que ajudam na avaliação das políticas de dividendos das empresas.

A atribuição dos dividendos tem em vista satisfazer, primeiramente, as preferências dos investidores, mesmo que existam fatores fiscais que produzem os seus efeitos negativos nas respetivas políticas.

Contudo, a política de dividendos é utilizada como um sinal credível das empresas. Por um lado, a teoria da agência justifica a distribuição de lucros, por outro, a teoria comportamental revelou-se uma das possíveis explicações para a preferência dos investidores pelos dividendos.

Em relação à presente investigação, a primeira conclusão que se pode obter mostra que um estudo conjunto não mostra a realidade existente nos dois mercados. Como cada um deles possui características muito próprias, como a conjuntura económica e as empresas em questão, os resultados obtidos não foram de todo semelhantes aos que foram alcançados no estudo individual.

Já o estudo individual transmite uma imagem mais real da situação vivida nas empresas de cada país. Para além da rentabilidade, em Portugal a distribuição de lucros é afetada pela carga fiscal dos impostos e pelas despesas com juros. Já na Bélgica, a alavancagem, a liquidez, o tamanho da empresa e a participação institucional são todos determinantes das políticas de distribuição de lucros.

Relativamente às variáveis dependentes presentes nesta análise, apenas a *Dividend Rate* é melhor explicada pelas variáveis independentes. Ou seja, os fatores que foram aqui estudados explicam a taxa de dividendos, pois é a única variável que inclui praticamente todos os determinantes no seu modelo, e onde estes se revelam mais significativos. Por outro lado, a *Dividend Yield* é a variável dependente com menor associação aos fatores. Ainda assim, apesar das poucas relações existentes entre elas, praticamente todas foram validadas. A variável *Dividend Payout* também é pouco explicada pelos determinantes em estudo. Apesar de incluir mais de metade dos fatores nos seus modelos, são poucos os que são validados pelas hipóteses formuladas.

Perante a teoria da sinalização, a conclusão obtida indica que a rentabilidade é o fator que mais influencia a distribuição de dividendos. Confirma-se, entre outras, as teorias de Al-Najjar (2011) e Imran (2011) da existência de uma relação positiva entre a rentabilidade e as políticas de dividendos.

A variável lucros do ano corrente mostrava ser, inicialmente, um dos fatores mais determinantes das políticas de dividendos. Porém, de todas as hipóteses que envolviam esta variável, nenhuma foi validada, mostrando esta um sinal negativo quando o seu sinal esperado era positivo. Logo, não se confirmou a teoria de Parua e Gupta (2009).

A variável “setor de atividade” mostrou-se pouco relevante neste estudo, não sendo sequer significativa em nenhum dos casos em análise. Ainda assim, pode concluir-se que o setor que mais distribui é o da venda de alimentação e medicação a retalho.

Esta análise permitiu também verificar alguns determinantes que pouca ou nenhuma influência exercem sobre as políticas de dividendos. No caso das empresas portuguesas, a estrutura de capital e a participação institucional são fatores excluídos à partida em todos os casos. Já nas sociedades belgas, são os ativos fixos tangíveis e a estrutura do ativo que em nada influenciam a decisão de pagamento de lucros.

Pode então afirmar-se que a rentabilidade é o fator que mais influência exerce na decisão das políticas de dividendos das empresas. Os restantes determinantes variam de acordo com o mercado onde estas se inserem bem como as características particulares de cada uma das sociedades.

Assim, conclui-se que a política de distribuição de dividendos continua a ser um *puzzle*, onde não se pode definir um único modelo que sirva a todas as empresas e a todos os mercados.

No que concerne à revisão de literatura, apesar da existência de um grande número de estudos sobre os dividendos, a maior parte incide sobre empresas dos EUA e do Reino Unido. Contudo, apesar de nas últimas décadas a quantidade de investigações em outros países e em outros continentes se encontre em crescimento, são muito raros aqueles que avaliam a prestação dos dividendos nas empresas portuguesas e belgas.

Em relação à parte metodológica, uma grande limitação é a divulgação da informação financeira na *internet* por parte das empresas. Nesta análise em particular, nota-se que as empresas portuguesas ainda não estão tão desenvolvidas como as empresas belgas. Depois da entrada do Euro em circulação, as sociedades começaram a publicar os relatórios e contas na sua página de *internet*. Observa-se uma clara discrepância na divulgação da informação entre as empresas de Portugal e da Bélgica. Isto deve-se, provavelmente, ao facto das entidades belgas serem mais maduras e se manterem presentes na Bolsa de Valores de forma mais constante. As empresas portuguesas apenas nos últimos seis anos começaram a divulgar constantemente as suas contas, contrastando com grande parte das empresas da Bélgica,

onde muitas já divulgam informação há cerca de 20 anos. Pelo que isso acabou por influenciar os resultados, já que apenas a partir de 2008 se conseguiu formar um grupo de empresas com informação divulgada e, a partir daí, proceder à análise dos dados.

Outra limitação, talvez a que mais influenciou este estudo, é a forma como as empresas apresentam os seus dados. Os relatórios e contas utilizados para a recolha de informação não seguem a mesma linha, e particularmente sobre os dividendos, ainda não existe um tratamento exemplar que possa servir de modelo. Ainda relativamente aos dividendos, enquanto as empresas belgas se dedicam a apresentar capítulos sobre dados históricos de vários indicadores, como o DPS, o EPS, cotações de abertura, de fecho, entre outros, as empresas nacionais apenas fazem uma breve referência às suas políticas de distribuição, deixando de lado os indicadores essenciais sobre os dividendos, e sobre a definição das suas políticas de distribuição. Desta forma, verificou-se uma maior dificuldade na pesquisa dos mesmos dados, sendo que, por esse motivo, os respetivos indicadores foram calculados manualmente. Para efetuar a recolha destes mesmos dados recorreu-se a *sítes* de internet, com dados históricos.

No que respeita a linhas de investigação futura, seria interessante estudar também as empresas que entram no índice bolsista da França, CAC 40, e de Amesterdão, AEX. Seria também interessante analisar os determinantes das políticas de dividendos em empresas do setor financeiro, que foram excluídas da amostra por influenciarem os resultados, dado que as suas políticas são diferentes das empresas dos restantes setores. Poderia também verificar-se até que ponto a recompra de ações atua como substituto da distribuição de dividendos, dado que, como foi já verificado, os dividendos estão a desaparecer.

## Referências Bibliográficas

- Adedeji, A. (1998). Does the pecking order hypothesis explain the dividend payout ratios of firms in the UK?. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 25 (9, 10), 1127–1155.
- Aggarwal, R., & Kyaw, N. (2010). Capital structure, dividend policy, and multinationality: Theory versus empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 19, 140–150.
- Agrawal A and N Jayaraman (1994). The Dividend Policies of all Equity Firms: A Direct test of Free Cash Flow Theory, *Managerial Decision Economics*, 15, 139-148.
- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S., (2003). Dividend policy and the organization of capital markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 13, 101-121.
- Allen, F., & Michaely, R. (2003). Chapter 7 - Payout policy. In Constantinides, G., Harris, M., e Stulz, R. *Handbook of the Economics of Finance*. (337-429) North-Holland: Elsevier.
- Al-Malkawi, H., Rafferty, M., & Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9, 171–200.
- Almeida, L. & Freire, T. (2000). *Metodologia da Investigação em Psicologia e Educação* (5ª Edição). Braga: Psiquilíbrios Edições.
- Al-Najjar, B. (2011). The inter-relationship between capital structure and dividend policy: empirical evidence from Jordanian data. *International Review of Applied Economics*, 25 (2), 209-224.
- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22, 77–88.
- Al-Najjar, B., & Belghitar, Y. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and Decision Economics*, 32(4), 231-241.
- Anil, K., & Kapoor, S. (2008). Determinants of Dividend Payout Ratios - A Study of Indian Information Technology Sector. *International Research Journal of Finance and Economics*, 15, 63-71.
- Annaert, J., Buelens, F., & Ceuster, M. (2012). New Belgian Stock Market Returns: 1832–1914. *Explorations in Economic History*, 49, 189–204.
- Arbel, A., Carvell, S., & Postnieks, E. (1988). The smart crash of October 19th. *Harvard Business Review*, 66, 124–136.
- Archbold, S. & Vieira, E. (2010). Corporate dividend policies in bank-based and market-based systems: survey evidence from UK and Portugal. *Portuguese Journal of Management Studies*, 15 (1), 35-63.
- Auerbach, A. (1979a). Share valuation and corporate equity policy. *Journal of Public Economics*, 11, 291–305.
- Auerbach, A. (1979b). Wealth maximization and the cost of capital. *Quarterly Journal of Economics*, 93, 433–446.
- Baker, H., Farrelly, G., & Edelman, R. (1986). Corporate dividends: Views of the policymakers. *Akron Business and Economics Review*, 17 (4), 62-74.

- Baker, H., Saadi, S., Dutta, S., & Gandhi, D. (2007). The perception of dividends by Canadian managers: new survey evidence, *International Journal of Managerial Finance*, 3 (1), 70-91.
- Baker, H., Veit, E., & Powell, G., (2001). Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms. *The Financial Review*, 36, 19-38.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics* 73, 271–288.
- Bancel, F., Bhattacharya, N., & Mittoo, U., (2005). Cross-country determinants of pay-out policies: A survey of European firms. *Working Paper Series*, 1-45. Acedido a 11 de julho de 2011, em <file:///C:/Users/T%C3%A2nia/Downloads/SSRN-id683111.pdf>.
- Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L., (1981). Market imperfections, agency problems, and capital structure: a review. *Financial Management*, 10, 7-22.
- Baskin, J., (1989). An empirical investigation of the pecking order hypothesis. *Financial Management*, 18, 26-35.
- Berle, A., & Means, G., (1932). The modern corporation and private property. *New York: The Macmillan Company*, 16, 277-288.
- Bernhardt, D., Douglas, A., & Robertson, F., (2005). Testing dividend signaling models. *Journal of Empirical Finance*, 12, 77-98.
- Bhaduri, S., (2002). Determinants of corporate borrowing: Some evidence from the Indian corporate structure. *Journal of Economics and Finance*, 26 (2), 200-215.
- Bhattacharya, S., (1979). Imperfect information, dividend policy, and the 'bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics*, (10), 259-270.
- Bishop, S., Crapp, H., Faff, R., & Twite, G., (2000). *Corporate Finance* (3ª Edição). Sidney: Prentice Hall Inc..
- Black, F., (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
- Bonaimé, A., Öztekin, Ö., & Warr, R., (2014). Capital Structure, Equity Mispricing, and Stock Repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 26, 182-200.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R., (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- Brennan, M. J., (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 23, 417-427.
- Breuer, W., Rieger, M., & Soypack, K., (2014). The behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis. *Journal of Banking & Finance*, 42, 247-265.
- Brockman, P., & Unlu, E., (2011). Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. *Journal of Banking & Finance*, 35, 1610-1625.
- Chang, R., & Rhee, S., (1990). The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. *Financial Management*, 19 (2), 21-31.

- Choy, H., Gul, F., & Yao, J., (2011). Does political economy reduce agency costs? Some evidence from dividend policies around the world. *Journal of Empirical Finance*, 18, 16-35.
- Cloyd, C., Limberg, S., & Robinson, J., (1997). The impact of federal taxes on the use of debt by closely held corporations. *National Tax Journal*, 50 (2), 261-277.
- Cyert, R., March, J., 1993. Chapter 1 - A Behavioral Theory of the Firm. In Mahoney, J., *Economic Foundations of Strategy*, (33-39), Massachusetts: Sage Publications, Inc.
- Dann, L., (1981). Common stock repurchases: an analysis of returns to bondholders and stockholders. *Journal of Financial Economics*, 9, 113-138.
- Darling, P., (1957). The Influence of Expectations and Liquidity on Dividend Policy. *Journal of Political Economy*, 65 (3), 209-224.
- DeAngelo, H., & Masulis, R., (1980). Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation. *The Journal of Finance*, 35 (2), 453-464.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D., (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72, 425-456.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R., (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Denis, D., & Osobov, I., (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89, 62-82.
- Dhameja, N.L. (1976). Corporate dividend behaviour with special emphasis on growth and controlled companies. *Unpublished Doctoral Dissertation, Indian Institute of Management, Ahmedabad*, 25-26.
- Dhanani, A., (2005). Corporate dividend policy: the views of British financial managers, *Journal of Business Finance & Accounting*, 32 (7), 1625-1672.
- Easterbrook, F., (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, (4), 650-659.
- Eije, H., & Megginson, W., (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89, 347-374.
- Elton, E., & Gruber, M., (1970). Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *Review of Economics and Statistics*, 52, 68-74.
- Fairchild, R., Guney, Y., & Thanatawee, Y., (2014). Corporate dividend policy in Thailand: Theory and evidence. *International Review of Financial Analysis*, 31, 129-151.
- Fama, E., & Blahnik, H., (1968). Dividend policy: An empirical analysis. *Journal of American Statistical Association*, 63 (324), 1132-1161.
- Fama, E., & French, K., (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Farinha, J., & Soro, M., (2012). *Dividendos e Recompra de Ações: da teoria à prática* (1ª Edição). Porto: Vida Económica – Editorial, S.A.

- Farrar, D., & Selwyn, L., (1967). Taxes, corporate financial policy and return to investors. *National Tax Journal*, 20, 444-454.
- Fatemi, A., & Bildik, R., (2012). Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36, 662-677.
- Frank, M., & Goyal, V., (2004). Capital structure decisions: Which factors are reliably important?. Acedido em 30 de junho de 2014, em <http://mba.tuck.dartmouth.edu/ccg/PDFs/2004conf/CapStrDecisionsFrankGoyal.pdf>.
- Frankfurter, G., & Lane, W., (1992). The rationality of dividends. *The International Review of Financial Analysis*, 1, 115-130.
- Frankfurter, G., & Wood Jr., B., (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11, 111-138.
- Frankfurter, G., & Wood Jr., B., (2003). *Dividend Policy – Theory and Practice* (1<sup>st</sup> Edition). San Diego: Academic Press.
- Frankfurter, G., Kosedag, A., Chiang, K., Collison, D., Power, D., Schmidt, H., So, R. & Topalov, M., (2004). A comparative analysis of perception of dividends by financial managers. *Research in International Business and Finance* 18, 73-113.
- Friend, I., & Lang, L., (1988). An empirical test of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance* 53, 271-281.
- Gordon, M., & Shapiro E., (1956). Capital equipment analysis: The required rate of profit. *Management Science* 3, 102-110.
- Gordon, M., (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *Review of Economics and Statistics*, 41(2) Part 1, 99-105.
- Gordon, M., (1963). Optimal investment and financial policy. *Journal of Finance* 18, 264-272.
- Grullon, G., & Michaely, R., (2002). Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis. *Journal of Finance*, 57 (4), 1694-1684.
- Gul, F., (1999). Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan. *Journal of Corporate Finance*, 5, 141–168
- Hamidizadeh, M., & Abdulbaghi, A., (2011). Designing 8-Dimensional Capital structure and Dividends. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3 (4), 349-358.
- Haugen, R., & Senbet, L., (1978). The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure. *Journal of Finance*, 33, 383-393.
- Healy, P., & Palepu, K., (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Ho, H., (2003). Dividend policies in Australia and Japan. *International Advances in Economic Research*, 9 (2), 91-100.
- Holder, M., Langrehr, F., & Hexter, J., (1998). Dividend policy determinants: An investigation of the influences of stakeholder theory. *Financial Management*, 27(3), 73-82.

- Imran, K., (2011). Determinants of Dividend Payout Policy: A Case of Pakistan Engineering Sector. *The Romanian Economic Journal*, 14 (41), 47-60.
- Jensen, G., Solberg, D., & Zorn, T., (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (2), 247-263.
- Jensen, M., & Meckling, W., (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Jensen, M., (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jeong, J., (2013). Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea. *Emerging Markets Review* 17, 76-88.
- Jiang, J., & Jiranyakul, K., (2013). Capital Structure, Cost of Debt and Dividend Payout of Firms in New York and Shanghai Stock Exchanges. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3 (1), 113-121.
- Jong, A., Dijk, R., & 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, 349-377.
- Jun, S., Jung, M., & Walkling, R., (2009). Share repurchase, executive options and wealth changes to stockholders and bondholders. *Journal of Corporate Finance*, 15, 212-229.
- Kajtazi, M., (2010). Information Asymmetry in the Digital Economy. *International Conference on Information Society*, 148-155.
- Kalay, A. (1982) Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints. *Journal of Financial Economics*, 10, 211-233.
- Kapoor, S., & Anil, K., (2007). Relevance of information asymmetry models: a study of Indian information technology sector. *International Journal of Business Research*, 7 (5), 1-9.
- Kim, W., & Sorensen, E., (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt in corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 131-144.
- Koch, P., & Shenoy, C., (1999). The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies. *Financial Management*, 28 (4), 16-35.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R., (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55 (1), 1-33.
- Lam, K., Sami, H., & Zhou, H., (2012). The role of cross-listing, foreign ownership and state ownership in dividend policy in an emerging market. *China Journal of Accounting Research*, 5, 199-216.
- Lasfer, M., (1996). Taxes and dividends: The UK evidence. *Journal of Banking & Finance*, 20, 455-472.
- Lintner, J., (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46, 97-113.

- Litzenberger, R., & Ramaswamy, K., (1979). The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 163-195.
- Long, M., & Malitz, I., (1985). *Investment patterns and financial leverage*. In B. M. Friedman (1<sup>st</sup> Ed.), *Corporate capital structures in the United States*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Maroco, J., (2003). *Análise Estatística com utilização do SPSS (2ªEdição)*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Martin, J., & Scott, D., (1974). A discriminant analysis of the corporate debt–equity decision. *Financial Management*, 3(4), 71-79.
- Masulis R., & Trueman, B., (1988). Corporate Investment and Dividend Decisions under Differential Personal Taxation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23 (4), 369-385.
- Mazur, K., (2007). The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies. *International Atlantic Economic Society*, 13, 495-514.
- Michel, A., (1979). Industry Influence on Dividend Policy. *Financial Management*, 8 (3), 22-26.
- Miller, M., & Modigliani, F., (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34, 411-433.
- Miller, M., & Rock, K., (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40 (4), 1031-1051.
- Miller, M., & Scholes, M., (1978). Dividends and Taxes. *Journal of Financial Economics*, 6, 333-364.
- Miller, M., (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32 (2), 261-275.
- Miller, M., (1986). Behavior rationality in finance: the case of dividends. *The Journal of Business*, 59, 451-468.
- Modigliani, F., (1982). Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation and Market Valuation. *The Journal of Finance*, 37 (2), 255-273.
- Myers, S. C. (1987). *The informational content of dividends*. In Bosons J., Dornbusch R., & Fischer S. (1<sup>st</sup> Edition), *Macroeconomics: essays in honor of Franco Modigliani*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Myers, S., & Majluf, N., (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Myers, S., (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.
- Naceur, B., Goaid, M., & Belanes, A., (2006). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International Review of Finance*, 6 (1, 2), 1-23.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance*, 28, 2103-2134.

- Parua, A., & Gupta, A., (2009). Dividend history and determinants in selected Indian companies: a study during 1993-'94 to 2004-'05. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 3 (4), 45-83.
- Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K., (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R., (2006). Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. *The Journal of Finance*, 61 (6), 2725-2751.
- Ross, S., (1977). The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. *Bell Journal of Economics*, 1, 23-40.
- Rozeff, M., (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5, 249–259.
- Santos, S., (2011). *Os determinantes da política de distribuição de dividendos: o caso das empresas não financeiras do índice PSI-20*. Dissertação de Mestrado em Finanças Empresarias. Universidade Cabo Verde. Acedido a 11 de julho de 2011, em <http://www.portaldoconhecimento.gov.cv/bitstream/10961/1563/1/UNICV%20Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Sandrine%20Santos%20-%20Finan%C3%A7as%20Empresariais.pdf>.
- Sawicki, J., (2005). An Investigation into the Dividend of Firms in East Asia. *Working Paper*, Nanyang Technological University, Singapore.
- Seabra, F., (2010). *Ensino Básico: Repercussões da Organização Curricular por Competências na Estruturação das Aprendizagens Escolares e nas Políticas Curriculares de Avaliação*. Tese de Doutoramento em Educação. Universidade do Minho. Acedido a 15 de agosto de 2014, em <http://repositorium.sdum.uminho.pt/handle/1822/10877?mode=full>.
- Serapioni, M. (2000). Métodos qualitativos e quantitativos na pesquisa social em saúde: algumas estratégias para a integração. *Ciências da Saúde Colectiva*, 5(1), 187-192. Acedido a 13 de junho de 2014, em <http://www.scielo.br/pdf/csc/v5n1/7089.pdf>.
- Shiller, R., (1984). Stock prices and social dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, 457-510.
- Shiller, R., (1989). *Fashions, fads, and bubbles in financial markets*. Market volatility (49–68). Cambridge, MA: MIT Press.
- Shin, M., Kwon, J., & Kim, S., (2010). Earned Surplus and Dividend Policy: A Test of the Financial Life Cycle Theory in Korean Capital Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 59, 86-100.
- Shinozaki, S., & Uchida, K., (2013). Ownership structure, tax regime, and dividend smoothing: international evidence. *Kyushu University Working Paper*. Acedido a 8 de dezembro de 2013, em <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2139897>.
- Short, H., Zhang, H., & Keasey, K., (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8, 105-122.
- Shubiri, F., (2011). Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange. *Far East Journal of Psychology and Business*, 4 (2), 1-15.

- Shyam, S., & Myers S., (1999). Testing Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of financial Economies*, 51, 219-244.
- Singhania, M., & Gupta, A., (2012). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Tobit Model Approach. *Vision*, 16 (3), 153-162.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 1-19.
- Turnovsky, S., (1967). The allocation of corporate profits between dividends and retained earnings. *Review of Economics and Statistics*, 49, 583-589.
- Vermaelen, T., (1984). Repurchase tender offers, signaling, and executive incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19, 163-181.
- Vieira, E. & Raposo, C., 2007, "Signaling with dividends? The signaling effects of dividend change announcements: New evidence from Europe". *Working Paper*. Acedido a 18 de dezembro de 2013, em <http://ssrn.com/abstract=955768>.
- Vieito, J., & Maquieira, C., (2013). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática* (2ª Edição). Lisboa: Escolar Editora.

### Endereços eletrónicos

- ABInBEv. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: [http://www.abinbev.com/go/investors/reports\\_and\\_publications/quarterly\\_reports](http://www.abinbev.com/go/investors/reports_and_publications/quarterly_reports). Acedido a partir de 17 de julho de 2012.
- Ackermans & van Haaren. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://en.avh.be/financiele-informatie/jaarverslag.aspx>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.
- Ageas. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <https://www.ageas.com/en/investors/reporting-centre>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.
- ALTRI. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: [http://www.altri.pt/investors/reports/2013.aspx?sc\\_lang=pt-PT](http://www.altri.pt/investors/reports/2013.aspx?sc_lang=pt-PT). Acedido a partir de 16 de julho de 2012.
- Banco Espírito Santo. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.bes.pt/sitebes/cms.aspx?plg=292AF390-446F-4D7D-BE0C-BCF3DF715E64>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.
- Banco Português de Investimentos. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://bpi.bancobpi.pt/index.asp?rildArea=AreaDFinanceiros&rild=DContas>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.
- Befimmo. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.befimmo.be/en/publications/22>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.
- Bekaert. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.bekaert.com/en/Investors.aspx>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

Belgacom. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: [http://www.belgacom.com/be-en/annex\\_investors/Inv\\_Archives\\_annual\\_report.page#.VEjB9yKUeSo](http://www.belgacom.com/be-en/annex_investors/Inv_Archives_annual_report.page#.VEjB9yKUeSo). Acedido a partir de 7 de julho de 2012.

BolsaPT. Histórico de cotações de empresas portuguesas. Disponível em: <http://www.bolsapt.com/historico/>. Acedido a partir de 8 de junho de 2014.

Brisa. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.brisa.pt/PresentationLayer/pesquisa.aspx?search=relatorio>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.

Cimpor. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: [http://www.cimpor.pt/investidores/listagem.aspx?caso=NOTICIAS&lang=pt&id\\_class=200&name=Relatorios-&Publicacoes](http://www.cimpor.pt/investidores/listagem.aspx?caso=NOTICIAS&lang=pt&id_class=200&name=Relatorios-&Publicacoes). Acedido a partir de 16 de julho de 2012.

Cofinimmo. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.cofinimmo.be/investor-relations/reports--presentations.aspx>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

Colruyt. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.colruytgroup.be/fr/rapports-annuels>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

Delhaize. Informação financeira diversa. Disponível em: <http://www.delhaizegroup.com/en/InvestorCenter.aspx>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

Delhaize. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.delhaizegroup.com/en/PublicationsCenter/ReportsandPublications/AnnualReports.aspx>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

Dieteren. Informação financeira diversa. Disponível em: <http://www.dieteren.com/shareholders/>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

Dieteren. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.dieteren.com/publications/annual-reports/>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

EDP Renováveis. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.edpr.com/pt-pt/investidores/relatorios-e-resultados/reports-da-empresa/>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.

EDP. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.edp.pt/pt/investidores/publicacoes/relatorioecontas/Pages/RelatorioeContas.aspx>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.

Eliã. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.eliagroup.eu/en/investor-relations/Financial-publications>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

Euronext. Informação financeira diversa. Disponível em: <https://www.euronext.com/>. Acedido a partir de 25 de agosto de 2012.

Galp Energia Informação financeira diversa. Disponível em: <http://www.galpenergia.com/PT/investidor/AcaoGalpEnergia/Paginas/Listagem-e-dados-chave.aspx>. Acedido a partir de 14 de junho de 2014.

Galp Energia Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.galpenergia.com/PT/INVESTIDOR/RELATORIOS-E->

[RESULTADOS/RELATORIOS-ANUAIS/Paginas/Arquivo-de-relatorios-anuais.aspx](http://www.galpenenergia.com/PT/investidor/AccaoGalpEnergia/Paginas/Arquivo-de-relatorios-anuais.aspx).

Acedido a partir de 16 de julho de 2012.

Galp Energia. Históricos de cotações. Disponível em: <http://www.galpenenergia.com/PT/investidor/AccaoGalpEnergia/Paginas/HistoricoCotacao.aspx>. Acedido a partir de 14 de junho de 2014.

GBL. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.gbl.be/en/media/annual-report>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

GDF Suez. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.gdfsuez.com/en/shareholders/results/>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

Inapa. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: [http://www.inapa.pt/pt/documentos/list/categoria\\_id/1](http://www.inapa.pt/pt/documentos/list/categoria_id/1). Acedido a partir de 16 de julho de 2012.

Jerónimo Martins. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.jeronimomartins.pt/investidor/relatorios.aspx>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.

KBC Group. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: [https://www.kbc.com/MISC/D9e01/Homepagina\\_KBCCOM\\_Engels/investor\\_relations/annual\\_reports?nqeOrigin=BZJ4707](https://www.kbc.com/MISC/D9e01/Homepagina_KBCCOM_Engels/investor_relations/annual_reports?nqeOrigin=BZJ4707). Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

Millennium BCP. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://ind.millenniumbcp.pt/pt/Institucional/investidores/Pages/RelatorioContas.aspx>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.

Mota-Engil. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.mota-engil.pt/InvestorBoard.aspx?contentId=131&Language=1>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.

NOS. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.nos.pt/institucional/PT/investidores/informacao-financieira/Paginas/reportes-financeiros.aspx>. Acedido a partir de 14 de junho de 2014.

Omega-Pharma. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.omega-pharma.com/en/financial-publications-en>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

Portucel. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.portucelsoporcel.com/pt/investors/financial-information.php>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.

Portugal Telecom. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.telecom.pt/InternetResource/PTSite/PT/Canais/Investidores/infomaneira/Relatorios/relcon1.htm>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.

REN. Relatórios e Contas 2010 (disponível apenas em versão *on-line*). Disponível em: <http://www.ren.pt/RelatorioContas2010/pt/Contas/Demonstracoesconsolidadasdaposicao-financieira.html>. Acedido a partir de 8 de junho de 2014.

REN. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: [http://www.ren.pt/investidores/relatorio\\_anual/](http://www.ren.pt/investidores/relatorio_anual/). Acedido a partir de 16 de julho de 2012.

- Semapa. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.semapa.pt/pt-pt/demonstracoes-financeiras>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.
- Solvay. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.solvay.com/en/media/publications/index.html>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.
- SONAE Indústria. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.sonaeindustria.com/page.php?ctx=2,0,42>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.
- SONAE. Informação financeira diversa. Disponível em: <http://www.sonae.pt/pt/investidores/dados-financeiros/>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.
- SONAE. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.sonae.com/investidores/informacao-financeira/relatorios/>. Acedido a partir de 16 de julho de 2012.
- Telenet. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://investors.telenet.be/phoenix.zhtml?c=241896&p=irol-resultcenter>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.
- UCB. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.ucb.com/investors/Financials/Annual-reports>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.
- Umicore. Relatórios e Contas anuais. Disponível em: <http://www.umicore.com/reporting/home/archive/>. Acedido a partir de 17 de julho de 2012.

## ANEXOS

### Anexo I - Hipóteses, sinal esperado e respetiva validação das hipóteses.

Hipóteses	Sinal esperado	Global			Portugal			Bélgica		
		DR	DP	DY	DR	DP	DY	DR	DP	DY
H1: AFT	-	-	V	-	NV	V	-	-	-	-
H2: ALV	-	V	-	-	-	V	-	V	NV	V
H3: CF	-	V	NV	NV	-	-	-	V	-	-
H4: CH	-	NV	NV	V	NV	-	-	V	-	-
H5: DC	-	NV	NV	-	-	NV	-	-	NV	-
H6: EC	+	NV	NV	V	-	-	-	NV	NV	V
H7: LIQ	±	-	V	V	-	V	-	V	V	-
H8: MAT	+	NV	-	V	-	-	-	-	-	-
H9: OC	-	V	-	V	NV	NV	V	NV	-	-
H10: RENT	+	-	NV	-	V	V	-	V	NV	V
H11: SACT	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-
H12: TAM	-	V	-	-	NV	V	-	V	NV	V
H13: DJ	-	NV	-	V	-	V	V	-	NV	V
H14: PI	±	V	-	-	-	-	-	V	-	V
H15: EA	-	-	NV	-	V	-	NV	-	-	-
H16: IMP	-	V	V	-	V	V	-	-	V	-
H17: CA	-	-	-	-	V	-	NV	V	-	-
H18: DIP	+	-	-	NV	V	-	-	-	-	V
H19: GF	+	V	-	NV	NV	V	-	V	-	-
H20: LU	+	NV	NV	-	NV	NV	-	-	NV	NV
H21: LUN1	+	V	-	V	V	-	-	-	-	V

Sendo V – Hipótese validade;

NV – Hipótese não validada

(-) – Variável excluída do modelo

## Anexo II - Coeficientes das variáveis

Hipóteses	Sinal esperado	Global			Portugal			Bélgica		
		DR	DP	DY	DR	DP	DY	DR	DP	DY
H1: AFT	-	-	-2,385	-	2,26	-0,604	-	-	-	-
H2: ALV	-	-1,296	-	-	-	-0,166	-	-0,083	0,537	-0,007
H3: CF	-	-2,737	0,513	0,212	-	-	-	-0,263	-	-
H4: CH	-	1,818	0,762	-0,142	2,175	-	-	-0,338	-	-
H5: DC	-	2,081	1,667	-	-	0,139	-	-	0,453	-
H6: EC	+	-8,443	-2,793	-	-	-	-	-1,517	-3,769	0,075
H7: LIQ	±	-6,049	-1,572	-	-	-0,166	-	0,542	0,001	-
H8: MAT	+	-2,737	-	0,352	-	-	-	-	-	-
H9: OC	-	-0,702	-	-	1,606	0,052	-0,046	0,108	-	-
H10: RENT	+	-	-2,314	-	0,122	0,107	-	5,631	-0,371	0,303
H11: SACT	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-
H12: TAM	-	-2,257	-	-	-2,8	2,219	-	0,783	-0,453	0,026
H13: DJ	-	2,465	-	-0,276	-	-0,651	-0,051	-	0,453	-0,005
H14: PI	±	0,252	-	-	-	-	-	0,33	-	0,007
H15: EA	-	-	1,533	-	-9,846	-	0,26	-	-	-
H16: IMP	-	-13,225	-1,141	-	-3,523	-0,844	-	-	0,837	-
H17: CA	-	-	-	-	-0,778	-	0,017	-0,006	-	-
H18: DIP	+	-	-	-0,333	27,824	-	-	-	-	0,012
H19: GF	+	0,055	-	-0,003	-0,014	0,008	-	0,004	-	-
H20: LU	+	-4,268	-1,064	-	-4,087	-1,007	-	-	-0,039	-0,045
H21: LUN1	+	1,106	-	0,307	2,672	-	-	-	-	0,022

## Anexo III – Fórmula de Cálculo das variáveis

Variável	Fórmula de Cálculo
AFT	Valor dos ativos fixos tangíveis, deduzido de amortizações
ALV	$\frac{\text{Total Passivo}}{\text{Total Capital Próprio}}$
CA	Média (Preço ação $n$ + Preço da ação $n-1$ + Preço ação $n-2$ )
CF	$RLP_n + \text{Amortizações } n + \Delta \text{Fundo de Maneio} - \text{Despesas de Capital}$
CH	Dinheiro em Caixa (Caixa e equivalentes)
DC	$(\text{AFT } N - \text{Amortizações } N) - (\text{AFT } N-1 - \text{Amortizações } N-1)$
DIP	Média ( $DPS_{n-1} + DPS_{n-2} + DPS_{n-3}$ )
DJ	Total de Juros do ano
DR	$\frac{\text{Valor total dos dividendos}}{N^{\circ} \text{ de ações outstanding} \times \text{Valor nominal}}$
DP	$\frac{DPS}{EPS} = \frac{\text{Total dividendos} \times n^{\circ} \text{ ações}}{RLP \times n^{\circ} \text{ ações}}$
DY	$\frac{DPS}{MPS} = \frac{\text{Total dividendos} \times n^{\circ} \text{ ações}}{\text{Cotação de fecho do ano } n}$
EA	$\frac{AFT}{\text{Total Ativo}}$
EC	$\frac{\text{Total Passivo}}{\text{Total Ativo}}$
GF	[Média ( $Vendas_{n-1} + Vendas_{n-2} + Vendas_{n-3}$ )]
IMP	$\frac{\text{Imposto sobre o rendimento}}{RLP}$

---

LIQ	$\frac{\textit{Ativo Corrente}}{\textit{Passivo Corrente}}$
LU	Resultado Líquido do Período do ano corrente
LUN1	Resultado Líquido do Período do ano anterior
MAT	Número de anos de vida da empresa
OC	$\frac{MPS}{BVS} = \frac{\textit{Cotação de fecho ano } n}{\textit{Total Capital Próprio} \times n^{\circ} \textit{ ações outstanding}}$
PI	$\frac{n^{\circ} \textit{ ações próprias}}{n^{\circ} \textit{ de ações outstanding}}$
RENT	$\frac{\textit{Total Capital Próprio}}{RLP}$
SACT	Sector de actividade da empresa
TAM	$\ln (\textit{Total ativo})$

---

*Texto escrito conforme o Acordo Ortográfico - convertido pelo Lince.*