



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337  
Blumenau, v. 10, n. 4, p. 162-181, out./dez., 2014

doi:10.4270/ruc.2014435  
Disponível em [www.furb.br/universocontabil](http://www.furb.br/universocontabil)



## **DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EM PORTUGAL<sup>1</sup>**

### ***DETERMINANTS OF DIVIDEND POLICY IN PORTUGAL***

### ***DETERMINANTES DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN PORTUGAL***

#### **Luis António Gomes Almeida**

Mestre em Economia pela Universidade de Aveiro  
Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial  
Universidade de Aveiro – Portugal  
Endereço: Campus Universitário de Santiago  
CP: 3810-193 Aveiro - Portugal  
E-mail: [gomesalmeida@ua.pt](mailto:gomesalmeida@ua.pt)  
Telefone: +351 234 370 361

#### **Fernando Oliveira Tavares**

Doutor em Gestão Industrial pela Universidade de Aveiro  
Professor Auxiliar na Universidade Portucalense Infante D. Henrique  
Endereço: Rua Dr. António Bernardino de Almeida, 541-619  
CP: 4200-072 – Porto – Portugal  
E-mail: [ftavares@upt.pt](mailto:ftavares@upt.pt)  
Telefone: +351 22 557 2268

#### **Elisabeth Teixeira Pereira**

Doutora em Gestão Industrial pela Universidade de Aveiro  
Professora do Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial  
Universidade de Aveiro – Portugal  
Endereço: Campus Universitário de Santiago  
CP: 3810-193 Aveiro - Portugal  
E-mail: [melisa@ua.pt](mailto:melisa@ua.pt)  
Telefone: +351 234 370 361

## **RESUMO**

Os dividendos a par dos investimentos e do financiamento, são tidos como as decisões financeiras mais importantes na vida das empresas. Contudo os determinantes da política de dividendos não obtêm consenso no mundo das finanças empresariais. Black (1976) classificou o tema como “dividend puzzle”, por ser uma questão ainda sem solução. Teorias como a teoria da relevância dos dividendos, teoria da agência, e teoria da sinalização ou assimetria de informação, têm contribuído

<sup>1</sup> Artigo recebido em 02.05.2014. Revisado por pares em 09.09.2014. Reformulado em 29.12.2014. Recomendado para publicação em 29.12.2014 por Carlos Eduardo Facin Lavarda. Publicado em 30.12.2014. Organização responsável pelo periódico: FURB.

com argumentos e determinantes financeiros para explicar a política de dividendos seguida pelas empresas. No intuito de dar mais um contributo na resolução desta temática, testam-se determinantes financeiros, nas empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*, no período temporal de 1997 e 2011. As conclusões encontradas levam-nos a concluir que para o mercado de capitais português as empresas seguem uma política de dividendos coincidentes com a teoria da relevância dos dividendos, proposta por Lintner (1956).

**Palavras-chave:** Mercado de Capitais, Euronext, Dividendos, Fluxos de caixa, Dados em Pannel.

#### **ABSTRACT**

*Dividends abreast of investment and financing are regarded as the most important financial decisions in corporate life. However the determinants of dividend policy do not get consensus in the world of business finance. Black (1976) described the issue as "dividend puzzle" because it is a matter still unresolved. Theories like the theory of relevance of dividends, agency theory, and signaling theory or information asymmetry, have contributed arguments and financial determinants to explain the dividend policy followed by companies. In order to further contribute in solving this issue if test-major financial, non-financial companies listed on the Euronext Lisbon, the time period between 1997 and 2011. The conclusions found lead us to conclude that for the Portuguese capital market companies follow a policy of matching dividend relevance theory of dividends proposed by Lintner (1956).*

**Keywords:** Capital Markets, Euronext, Dividends, Cash Flows, Panel Data.

#### **RESUMEN**

*Dividendos al tanto de la inversión y la financiación, se consideran las decisiones financieras más importantes de la vida corporativa. Sin embargo, los factores determinantes de la política de dividendos no consiguen consenso en el mundo de la financiación empresarial. Black (1976) describió el tema como "rompecabezas dividendo", ya que es una cuestión aún sin resolver. Las teorías como la teoría de la relevancia de los dividendos, teoría de la agencia, y la señalización teoría o asimetría de la información, han contribuido argumentos y los determinantes económicos para explicar la política de dividendos seguida por las empresas. Con el fin de seguir contribuyendo en la solución de este problema, se prueban los determinantes financieros de empresas no financieras que cotizan en Euronext Lisboa, el período de tiempo entre 1997 y 2011. Conclusiones encontradas nos llevan a concluir que para el mercado de capitales portugués las empresas siguen una política de dividendo correspondiente teoría de la relevancia de los dividendos propuestos por Lintner (1956).*

**Palabras clave:** Mercado de Capitales, Euronext, dividendos, flujos de efectivo, datos de panel.

## **1 INTRODUÇÃO**

A política de dividendos é um dos temas mais debatidos na área das finanças empresariais, desde que Modigliani e Miller (1961), doravante MM, concluíram que a política de dividendos era irrelevante, contrariando o pensamento conservador preeminente na altura, este pensamento conservador era alicerçado, nomeadamente nos papéis de Lintner (1956) e Gordon (1959), desde então, não houve mais consenso sobre a política de dividendos.

Numa era onde a globalização e a economia capitalista são preponderantes, assistiu-se a um desenvolvimento dos mercados de capitais, e a uma crescente procura de investimentos externos por parte das empresas, sendo que uma alternativa para atrair capital externo é personificada na política de dividendos.

Esta política pode ser definida como a implementação de uma deliberação da empresa, relativas à percentagem do lucro a distribuir aos seus acionistas sob a forma de dividendos. Gordon (1959) definiu os dividendos como a forma de pagamento fragmentada que os investidores esperam receber.

Pela ótica do investidor, os dividendos podem ser definidos como a parcela realizada da rendibilidade do capital que este investiu na empresa. Brealey e Myers (2008) consideram que a política de dividendos resulta do *trade off* entre a retenção de resultados, a distribuição sob a forma de dividendos e a emissão de novas ações. Perante este conflito de escolha, resulta a adoção de uma política de dividendos por parte da empresa, que determina quanto e de que forma serão pagos os dividendos.

Esse tipo de decisão tem impacto direto nas estratégias de financiamento e investimento da empresa, pois ao distribuir lucros, a empresa proporciona maior retorno aos seus acionistas, preterindo o investimento em seu próprio benefício (LINTNER,1956), diminui a liquidez dos seus ativos e os excedentes de *cash-flows*, o que projeta a política de dividendos para a “galeria” das decisões mais importante na vida das empresas.

Lintner (1956) concluiu que os fatores determinantes da política de dividendos eram fundamentalmente o resultado líquido do exercício e o *payout* anterior. Já Damodaran (2001) considera que a política de dividendos tende a seguir o ciclo de vida da empresa.

A diversificada e controversa literatura existente sobre esta temática levou Rozeff em 1982 a afirmar que a política de dividendos é uma área das finanças com várias questões sem respostas. Brealey e Myers (2008) caracterizaram os dividendos como "a controvérsia dos dividendos". Já Black (1976), classifica o tema como "*dividend puzzle*", pois à medida que se tenta solucionar esta questão, mais ela se torna num puzzle sem solução, ideia explícita na sua afirmação "*The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together*" (BLACK,1976, p.5).

Esta indefinição transforma os dividendos num dos temas mais controversos no mundo das finanças empresariais, tem servido de base a ampla investigação teórica e empírica nas áreas económico-financeiras, pois nenhuma formulação teórica consegue sobressair às demais, por forma a estabelecer determinantes comuns às empresas na deliberação da sua política de dividendos.

Diferentes teorias, como a da Relevância dos Dividendos, a da Irrelevância dos Dividendos, sinalização, agenciamento, efeito clientela e mais recentemente sob a ótica das finanças comportamentais a teoria do *Catering*, foram propostas na tentativa de resolução do enigma, contudo não existe uma posição unânime, continuando assim em aberto a novas investigações.

Sobre esta motivação, o objetivo do presente estudo é analisar os determinantes da política de dividendos das empresas não financeiras, cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa (BVL) entre 1997 e 2011. Sendo assim o trabalho está estruturada em seis capítulos: no próximo capítulo são abordadas as teorias mais consonantes, expostas no parágrafo anterior, o terceiro capítulo é dedicado à formulação das hipóteses, descrição da amostra, seleção de dados e descrição da metodologia.

O quarto capítulo é destinado à validação dos pressupostos do método econométrico usado. No quinto capítulo é feita a discussão dos resultados obtidos, sendo as principais conclusões expostas no sexto e último capítulo.

## 2 BREVE REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

As origens da discussão sobre a política de dividendos, iniciou-se no ano de 1938, quando John Burr Williams estabeleceu uma relação entre os dividendos e o valor da empresa. Mas foi nas décadas de 1950 e 1960 que esta temática ganhou mais ênfase, surgiram várias teorias no intuito

de explicarem o que leva as empresas a distribuir dividendos, bem como o payout que praticam, mas ainda hoje não se obteve consenso sobre os determinantes da política de dividendos seguida pelas empresas, as teorias mais consonantes são expostas.

### **2.1 Relevância dos Dividendos ou Bird in the Hand**

A teoria da Relevância dos Dividendos, defendida por Lintner (1956) e Gordon (1959), sustenta a existência de uma relação entre a distribuição de dividendos e o valor das ações e mercado. Os autores encontraram evidências de que os dividendos distribuídos pelas empresas são resultantes de dois grandes fatores, o resultado líquido gerado e o rácio de distribuição de dividendos ou seja do *Dividend payout*, relativamente ao exercício económico anterior.

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

A teoria da relevância dos dividendos, também atribui a função de responsáveis pela variação do preço das ações da empresa, confiando-lhes uma função de redução da incerteza e risco dos investimentos, pois considera os investidores racionais, estes estimam o risco e o retorno, preferem receber dividendos ao esperarem possíveis futuros ganhos em capital.

Exigindo maior rendibilidade perante a incerteza e risco, este aumento exigido de prémio de risco faz aumentar o custo de capital investido e diminuir a cotação das ações. Os dividendos são considerados “dinheiro na mão”, enquanto as mais-valias são meramente potenciais, esta relação ficou conhecida no mundo das finanças empresariais como *bird in the hand theory*.

### **2.2 Irrelevância dos Dividendos**

Numa linha oposta à relevância dos dividendos, MM (1961) contradizem o conceito de que os dividendos são relevantes para o valor da empresa, os autores demonstraram que num mundo sem imperfeições, isto é, perante mercados de capitais perfeitos e eficiente, para isso têm de se verificar, que no mercado existam expectativas racionais, inexistência de impostos e custos de transação, assimetria de informação e outras imperfeições no mercado. Os autores encontraram evidências de que a política de dividendos é irrelevante, ou seja, não afeta o valor nem o risco da empresa.

MM (1961) defendem a irrelevância dos dividendos para a empresa sob o argumento de que o valor da empresa é determinado pela sua capacidade de gerar lucros e pelo risco do negócio, o que leva a que o valor da empresa seja determinado pela rendibilidade gerada pelos ativos e pela sua política de investimentos, não pela forma em como o resultado é distribuído. A política de dividendos só afeta a forma de distribuição do retorno aos acionistas, isto é, fará oscilar a forma de pagamento aos acionistas, entre dividendos e ganhos de capital, sendo indiferente a proveniência da rendibilidade, capital ou dividendos.

Os autores na defesa da irrelevância sob a forma de distribuição de rendibilidade dos acionistas, indentificam o *home made dividends*, conceito idêntico ao *home made leverage*, onde os acionistas podem fabricar o seu próprio dividendo, reinvestindo o valor dos dividendos ou alternativamente vender ou comprar ações, dependendo do excesso ou escassez da liquidez, os investidores tem as ferramentas para obter o mesmo retorno, criando o seu próprio dividendo (MM,

1961). Esta ideia tem aceitação geral, contudo a hipótese da existência de mercados perfeitos é fortemente criticada.

### 2.3 Assimetria da Informação

A assimetria de informação, é caracterizada pelas partes intervenientes na empresa ter acesso a quantidade e qualidade de informação de forma diferente, sendo que uma das partes tem acesso privilegiado à informação, isto é, os gestores ou *insiders* são detentores de mais informação sobre o futuro da empresa do que o mercado. Esta desigualdade de detenção de informação caracteriza a assimetria e os gestores utilizam-na, como uma “mais-valia”, para sinalizar o mercado sobre expectativas futuras, fazendo recurso da política de dividendos como um “veículo de transporte” dessa informação. Os mercados financeiros avaliam as ações dos gestores, examinam as implicações destas sobre os resultados e valor futuros da empresa (DAMODORAN, 2001).

Outra conclusão em diversos estudos é a de que o anúncio da distribuição de dividendos sinaliza os investidores, pela análise da volatilidade apresentada pelas cotações (PETTIT, 1972; CHAREST, 1978; ALI; CHOWDHURY, 2012). Os dividendos são considerados um instrumento redutor da incerteza e risco associado aos *cash-flows* da empresa, esta informação obtida através dos dividendos é normalmente conhecida como o “conteúdo informativo dos dividendos”.

Outra evidência encontra em estudos com este tema como cenário, é a de que os dividendos ao serem “veículos” de informação de expectativas futuras e presentes sobre a “saúde” financeira da empresa, estas tendem a manter um *dividend payout* estável (LINTNER, 1956; MM, 1961).

Contrariamente ao exposto, Grullon, Michaelly e Swaminathan (2002) têm uma visão diferente da teoria da sinalização, através da "*maturity hypothesis*", estes autores concordam que os dividendos possuem um conteúdo informativo, mas sinalizam as más notícias, isto é, associam os dividendos aos lucros decrescentes e aumento de risco, as empresas só distribuem dividendos quando as suas oportunidades de investimento estejam esgotadas. Bhattacharyya (2003) através da sua afirmação "*Good managers work more and pay less dividends*", demonstra ser defensor da "*maturity hypothesis*", pelas evidências encontradas de que para uma menor produtividade, as empresas tendem a pagar mais dividendos, defendendo a tese de que os dividendos são indicativos de menores retornos e menor valor da empresa.

### 2.4 Custos de Agência

Esta teoria considera que a empresa é um conjunto de “contratos”, onde os acionistas têm direito sobre os ativos e fluxos de caixa da empresa, estes direitos criam conflitos entre os seus detentores, acionistas e gestores procuram agir em defesa dos seus interesses próprios, num contexto de separação entre propriedade e controlo, na medida em que o objetivo principal de cada um é maximizar a sua própria utilidade. Estas divergências / conflitos, tendem como qualquer outro conflito, a ser eliminados, o que gera custos, custos esses que são denominados de custos de agência.

Jensen e Meckling (1976) demonstraram matematicamente a existência de custos de agência decorrentes dos conflitos entre acionistas e gestores, bem como entre acionistas e credores. Na literatura internacional existem inúmeras evidências de que as empresas com fluxo de caixa livre e poucas oportunidades de investimento tendem a incorrer em maiores custos de agência.

Jensen (1976) defende que as oportunidades de crescimento proporcionam um aumento no endividamento, o aumento na distribuição de dividendos, diminui os *cash-flows* disponíveis, são dois instrumentos de controlo sobre os gestores, ao aumentar a pressão sobre a empresa / gestores por parte do mercado, esta pressão leva a um controlo dos custos de agência.

Sejam os acionistas na tentativa de controlar as decisões dos gestores, ou os gestores a mostrarem que as suas decisões salvaguardam os interesses dos acionistas, o alcance deste objetivo gera custos que influenciam a estrutura de capitais da empresa e a política de dividendos.

Nesta ótica o pagamento de dividendos têm um efeito positivo sobre o valor de mercado de uma empresa, pois a distribuição de dividendos diminui *free cash-flow* da empresa, consequentemente diminui a margem de manobra dos gestores para manipular os recursos da empresa, proporcionando uma redução dos custos de agência.

Contudo, um aumento de distribuição de dividendos faz aumentar os custos de transação pela necessidade de ter de se recorrer ao financiamento externo. Esta questão não é de fácil escolha, estando muitas variáveis em jogo, pelo que Rozeff (1982) propôs um modelo determinante de uma política ótima de dividendos, ignorando as questões fiscais, tendo por base o *trade-off* entre capitais próprios e custos de transação. Outros autores defendem que a flexibilidade de gestão é a peça que falta na resolução do puzzle. Almeida et al. (2010) e Lameira (2012) defendem que a que a melhores níveis de “*governança*” estão associados menores riscos, diminuindo a assimetria de informação e o conflito de agência.

## 2.5 Efeito Clientela

Durante os anos de 1970, investigadores e teóricos acrescentaram uma nova variável na discussão sobre os determinantes da política de dividendos, o efeito dos impostos, a legislação fiscal reguladora desta matéria, dos países em geral, permite que os dividendos criem uma desvantagem fiscal para os investidores, sendo tributados a uma taxa mais elevada do que os ganhos de capital, reduzindo a taxa de retorno líquida (DAMODARAN, 2001).

No entanto existem investidores com preferência por ações que pagam dividendos elevados, mesmo perante uma possível desvantagem fiscal proporcionada aos investidores, verificou-se que estes apresentam posturas diferentes face às mesmas alternativas, optando por ações de rendimento (pagam elevados dividendos), esta preferência é considerada como efeito *clientela* (DEANGELO; DEANGELO; SKINNER, 2009; DAMODARAN, 2001).

As empresas, através da sua política de dividendos, atraem para si a sua própria "*clientela*", cada investidor escolhe de acordo com as suas necessidades e pontos de vista, a empresa em que irá investir, mantendo em carteira as ações que vão ao encontro dos seus escalões de imposto, (COLLINS; KEMSELEY, 2000).

Já Holanda e Coelho (2012), enumeram o risco, a liquidez e situação fiscal de cada acionista como base de suporte na seleção dos investidores. Allen e Michaely (2002) evidenciam que os impostos têm pouca influência sobre a política de dividendos, pois ao verificar-se que a queda na cotação das ações após a data *ex-dividend* ao ser menor que o montante dos dividendos distribuídos, a variável imposto, não influencia a política de dividendos, pois o efeito fiscal fica anulado, outra forma de contrariar o efeito fiscal negativo, é a do retorno exigido pelos investidores mover-se no sentido da *dividend yield*, compensando assim as perdas fiscais (LITZENBERGER; RAMASWAMY, 1979).

## 2.6 Catering

A teoria do Catering, é uma teoria mais recente inserindo-se na área das finanças comportamentais, defende que as decisões sobre os dividendos são influenciadas pela procura dos investidores, por sua vez esta procura é influenciada pelos sentimentos dos investidores (BAKER; WURGLER, 2004). Os autores defendem que as empresas praticam uma política de dividendos que vai ao encontro do sentimento e desejo dos investidores, sempre que os investidores estejam dispostos a pagar um prémio superior pelas ações que paguem mais dividendos, os gestores

seguem uma política de dividendos com elevados *payout*.

Quer seja por razões psicológicas, quer por razões profissionais, o tipo de dividendos procurados pelos investidores, varia ao longo do tempo, entre ações de rendimento (pagam elevados dividendos), ou ações de crescimento (ações de empresas com boas perspectivas de crescimento, pagam menos dividendos). Outra ideia defendida pelos autores, na base desta teoria, são as estratégias de arbitragem, a construção de uma carteira de ações pode diversificar, eliminar o risco específico, contudo o sistémico é assumido.

### 3 HIPÓTESES, AMOSTRA E METODOLOGIA

As hipóteses de investigação inscrevem-se na lógica teórica da problemática do trabalho de investigação, tendo por base a literatura revista, formulam-se as hipóteses.

#### 3.1 Hipoteses

A rendibilidade, é um dos tributos recorrentes na explicação da política de dividendos, por diversos estudos empíricos e teorias financeiras, esta espelha o *free cash-flow* disponível e a distribuição destes fundos sob a forma de dividendos. Autores como DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004), Fama e French (2001) e Lie (2005) concluíram que as empresas com maiores níveis de rendibilidade apresentam uma tendência superior para o pagamento de dividendos.

Kumar e Kumar (2012), para o mercado indiano encontraram evidências na Bombay Stock Exchange de uma relação positiva e significativa da influência dos resultados líquidos na determinação da política de dividendos. Com base na literatura mencionada, espera-se uma relação positiva entre a rendibilidade, resultados e os dividendos, por forma a testar esta relação formulam-se as seguintes hipóteses:

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

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

As empresas tendencialmente optam por manter uma certa estabilidade na distribuição de dividendos (LINTNER, 1956; FERREIRA et al., 2010). Ribeiro (2010) sugere que o resultado líquido e os dividendos relativos ao exercício económico anterior apresentam um efeito positivo e estatisticamente significativo, para as empresas do PSI 20.

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

*Hipótese 3: Os dividendos distribuídos no exercício económico imediatamente anterior, estão positivamente relacionados com a distribuição de dividendos no ano seguinte, ceteris paribus.*

O trabalho de Deman, Kungwal e Wstar (2012) concluem que o aumento do valor do dividendo distribuído leva ao aumento do valor de mercado da empresa. Já, Brennan (1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979) concluem que ao incluírem os efeitos fiscais, o pagamento de dividendos apresenta uma relação negativa com o valor de mercado da empresa, isto é, quanto maior for o dividendo distribuído, menor será o preço da ação (*ceteris paribus*).

Pettit (1972) e Deman, Kungwal e Wstar (2012), concluíram que a variação da cotação das ações das empresas, aumenta com o aumento da distribuição de dividendos. Assim, sob estes

fundamentos, recorreu-se à cotação da ação e à capitalização bolsista de cada empresa como variáveis explicativas do dividendo por ação, onde se espera uma relação positiva.

*Hipótese 4: O nível dos dividendos distribuídos está positivamente relacionado com o valor de mercado, ceteris paribus.*

A dimensão é outro fator de muito relevo em estudos similares. Omran e Point (2004), Gizelle, Allen e Weeks (2013) e mais recentemente Mubin et al. (2014), encontraram evidências empíricas para as empresas cotadas na bolsa do Egito, de uma relação positiva entre a dimensão e os dividendos, coerente com a Teoria de Agência. Outros autores como Salsa (2010), recorreu ao valor do ativo como medida da dimensão da empresa. Tendo por base esta relação entre a dimensão e a distribuição de dividendos, testa-se a seguinte hipótese:

*Hipótese 5: Os dividendos distribuídos estão relacionados positivamente com a dimensão da empresa, ceteris paribus.*

Outra variável financeira com elevada utilização no estudo dos dividendos, são as oportunidades de crescimento / investimento das empresas. Autores como DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004), verificam uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e investimento e o montante distribuído em dividendos, sendo que as empresas tendem a reter os resultados para os investir em detrimento da sua distribuição, só quando apresentam elevados níveis de liquidez, baixo endividamento e falta de projetos de investimento, é que distribuem dividendos (LIE,2005). Os resultados operacionais, indicadores do desempenho operacional, são vistos como indicador de oportunidades de crescimento e investimento.

O rácio de autonomia financeira, é um indicador, entre outros, de análise de equilíbrio financeiro das empresas usado para estimar o impacto do endividamento e risco da empresa. Niekel (1994) usou como *proxy* para o risco de endividamento a autonomia financeira, e encontrou um efeito estatisticamente significativo entre a autonomia financeira e o valor de dividendos distribuídos.

Assim, utilizar-se-á a autonomia financeira, o *debt to equity*, o rácio de estrutura do endividamento, para testar a relação do endividamento com os dividendos.

*Hipótese 6: Os dividendos distribuídos estão relacionados negativamente com o nível de dívida da empresa, ceteris paribus.*

*Hipótese 7: Os dividendos distribuídos estão relacionados negativamente com as oportunidades de investimento / crescimento da empresa, ceteris paribus.*

A disponibilidade de meios monetários é apontada como passível de influenciar a política de dividendos, testada em diversos estudos empíricos pelos rácios de liquidez geral e reduzida. Podemos fazer referencia a autores como Guzman (2004) e Ribeiro (2010).

Os meios líquidos disponíveis estão associados à tesouraria da empresa, sendo que diversos estudos empíricos sugerem o *cash flow* como meio de avaliação da tesouraria da empresa numa vertente estática. Papadoupoulos e Charalambidis (2007) concluem que existe uma relação positiva entre os *cash flows* e os dividendos.

Assim, na expectativa de uma relação positiva, testar-se-á se a disponibilidade de meios monetários como variável explicativa do dividendo por ação.

*Hipótese 8: Os dividendos distribuídos estão relacionados positivamente com os meios líquidos disponíveis da empresa, ceteris paribus.*

### **3.2 Variáveis Empíricas**

Segundo Gil (1994), para que uma hipótese seja encarada como hipótese científica é necessário que esta seja suscetível de refutação empírica, para cumprir esta exigência definiram-se as variáveis empíricas ou atributos.

Desta forma, e na procura de respostas às hipóteses de investigação, considerou-se como variável dependente o valor do dividendo distribuído por ação (DIVAC), relativamente a cada um dos exercícios económicos sobre os quais versa o estudo. A escolha recaiu sobre este indicador por este ser usado em diversos estudos empíricos com objetivos similares ao presente estudo, nomeadamente Ribeiro (2010), Lintner (1956).

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

Relativamente às variáveis independentes, são vários os indicadores económicos e financeiros, associados às hipóteses de estudo, tendo sido testadas 43 variáveis independentes, contudo apenas as explicadas se mostraram ser estatisticamente significativas:

*Payout Ratio* (PAYOUT) e (PAYOUTANT) - Estes rácios evidenciam a parte dos resultados líquidos do exercício e anterior, que foram distribuídos sob a forma de dividendos.

Rendibilidade Operacional do Ativo (RENDOPAT) - A rendibilidade do ativo ou rácio *return on assets*, evidência a capacidade dos ativos da empresa gerar resultados. A rendibilidade operacional do ativo, evidência a capacidade dos ativos da empresa gerarem resultados.

Dimensão - Testada com recurso ao volume de negócios por ação (VNEGAC), evidência o valor do volume de negócios por ação de cada empresa, vendas e prestações de serviços. O ativo por ação (ATIVAC), ou seja o valor do ativo líquido de cada empresa dividido pelo seu nº de ações. Estes atributos são usados frequentemente em estudos com objetivos semelhantes ao nosso, (SALSA, 2010; RIBEIRO, 2010).

Valor de mercado - O valor de mercado é um atributo testado em diversos estudos empíricos, por exemplo Deman, Kungwal e Wstar (2012) e Ribeiro (2010), avaliado pelo valor da cotação das ações, tendo sido usado o valor de cotação referente ao último dia de cada ano, criando-se a variável cotação (COT). Outra variável usada foi o valor da capitalização bolsita (CAPBOLS) de cada empresa referente ao final de cada ano. A variável DIVYELDANT, também pode ser relacionada com o fator, valor de mercado, pois evidência o rácio de rendibilidade do dividendo em relação ao valor da cotação das ações, do exercício anterior.

*Dividend Yield* (DIVYELD) - Este rácio evidência a percentagem da remuneração do acionista dependente do dividendo. Os estudos de Campbell e Shiller (1998) com os dados dos EUA mostram que existe uma relação positiva entre o *dividend yield* e o valor de mercado da empresa.

Resultado Líquido por ação (RESLIQAC) - O resultado líquido é utilizado em estudos empíricos com objetivos similares ao presente, salientando-se os resultados obtidos por Ribeiro (2010).

Resultado Operacional (RESOP) - é o valor obtido pela empresa e evidenciado no final de cada exercício económico, é um indicador de desempenho operacional da empresa, que para muitos é visto como um indicador de avaliação das oportunidades de crescimento.

Dividendo do exercício anterior (DIVEXANT) - No intuito de verificar a estabilidade na distribuição de dividendos, no presente estudo empírico introduziu-se esta variável, que se traduz

nos dividendos por ação que a empresa distribui aos seus acionistas relativamente ao exercício económico anterior.

Autonomia financeira (AUTFIN) - A autonomia Financeira, sendo um indicador que se enquadra numa análise do equilíbrio financeiro a médio e longo prazo e que permite avaliar o nível de endividamento e risco associado à empresa, surge como outro dos rácios apontados na literatura revista como suscetível de explicar a política de dividendos da empresa.

### 3.3 Amostra

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

- i. Foram incluídas na amostra final as empresas que permaneceram consecutivamente cotadas em bolsa durante no período temporal de 1997 a 2011 (15 anos);
- ii. Foram incluídas na amostra final as empresas que procederam à distribuição de dividendos em pelo menos um terço do período temporal (5 anos), seguido ou interpoladamente. Este critério deve-se essencialmente para que os dados da amostra apresentem critérios mínimos de coerência e evitar falhas de dados na construção do painel, de acordo com Ferreira et al. (2010), evitando assim falhas.
- iii. Foram excluídas todas as empresas de natureza financeiras e desportivas, devido à especificidade que os sectores apresentam, bem como pelas suas estruturas de contas. Este critério já tinha sido seguido por outros autores, como, Papadopoulos e Charalambidis (2007) e Ribeiro (2010).

Recorremos a várias fontes de dados para obtenção dos dados necessários, sendo estas a *Euronext Lisbon*, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) para obtenção dos relatórios económico-financeiros, inicialmente recorrendo ao site da *Euronext Lisbon*, fazendo a correspondência entre as empresas cotadas a 31 de Dezembro de 2011 e 31 de Dezembro de 1997, listadas na BVL.

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

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

Após os cálculos dos vários rácios, bem como das transformações consideradas necessárias e supracitadas, exportaram-se os dados para o *software* estatístico Eviews, versão 7, com vista ao seu tratamento estatístico e ao teste das hipóteses anteriormente formuladas.

### 3.4 Metodologia

Os dados em painel segundo Gujarati (2003), caracterizam-se por fazerem uma análise quantitativa das relações económicas, juntando dados temporais (*time-series*) e seccionais (*cross-section*), possibilitam uma melhor investigação sobre a dinâmica das mudanças nas variáveis,

tornando possível o efeito das variáveis não observadas e uma melhoria na inferência dos parâmetros estudados, proporcionando mais graus de liberdade, permitindo assim ultrapassar problemas de multicolinearidade. Permitem ainda a eliminação da heterogeneidade e o controlo da heterogeneidade individual, aumentando desta forma a eficiência das estimativas econométricas evitando possíveis enviesamentos dos resultados (VERBEEK, 2004).

Assim sendo, os dados em painel caracterizam-se por fazerem uma análise quantitativa das relações económicas, juntando dados temporais (time-series) e seccionais (cross-section) no mesmo modelo o chamado processo agrupado (pooling). Possibilitam uma melhor investigação sobre a dinâmica das mudanças nas variáveis, tornando possível o efeito das variáveis não observadas e uma melhoria na inferência dos parâmetros estudados, proporcionando mais graus de liberdade, permitindo assim ultrapassar problemas de multicolinearidade. Refinam a eficiência dos estimadores, principalmente em amostras de grande dimensão (GUJARATI, 2003).

Os modelos em painel diferem dos modelos com dados temporais ou com dados cross-section no índice duplo que atribuímos a cada variável:

$$Y_{it} = \beta_0 i + \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} + \dots + \mu_{it} \quad (1)$$

Com:

$i=1, \dots, N$  os indivíduos (N unidades, países, regiões, empresas, sectores)

$t=1, \dots, T$  os períodos de tempo que esta a ser analisado (T períodos)

$N \times T$  ..... O número total de observações

$\beta_0$  ..... Refere-se ao parâmetro de intercepto.

Neste modelo geral, o intercepto e os parâmetros resposta são diferentes para cada indivíduo e para cada período de tempo. Recorremos à aplicação de três técnicas, o método *Pooled* dos Mínimos Quadrados (PMQ), ao Modelo dos Efeitos Fixos (MEF) e ao Modelo de Efeitos Aleatórios (MEA).

Para a seleção do modelo mais adequado, entre PMQ, MEF e o MEA, recorremos à estatística F, relativa à diferenciação dos termos individuais, e ao teste de Hausman (GUJARATI, 2003), por forma a seleccionar a técnica de regressão mais adequada. Para que de uma forma mais simplista se perceba o porquê desta análise e seleção entre os vários modelos, fazemos uma breve descrição destes mesmos modelos.

No modelo de dados agrupados o comportamento é uniforme para todos os indivíduos ao longo do tempo, sendo todas as observações homogêneas, isto é, da mesma população. O modelo é estimado por mínimos quadrados, pelo que pode ser especificado da seguinte forma:

$$\begin{aligned} \beta_{it} &= \beta, \forall i, t, \text{ em que } \beta \text{ é } (k \times 1); \\ u_{it} &\sim \text{i.i.d.}(0, \sigma^2). \end{aligned} \quad (2)$$

O MFE pretende controlar os efeitos das variáveis omitidas que variam entre indivíduos e permanecem constantes ao longo do tempo. Para isto, supõe-se que o intercepto varia de um indivíduo para o outro, ao passo que os parâmetros resposta são constantes para todos os indivíduos e em todos os períodos de tempo (GUJARATI, 2003).

Uma forma de conjugar a parcimónia com a heterogeneidade e a interdependência é admitir que os coeficientes são idênticos para todos os indivíduos, com exceção do termo independente, que é específico a cada indivíduo, mantendo-se assim a hipótese da homogeneidade das observações. As suposições do modelo de acordo com Hill, Griffiths e Judge (1999) são:

$$\beta_{lit} = \beta_{li} = \dots = \beta_{kit} = \beta_{ki} \quad (3)$$

O modelo de efeitos fixos será dado por:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_{li} X_{lit} + \dots + \beta_{ki} X_{kit} + \mu_{it} \quad (4)$$

O MFE é a melhor opção para modelar os dados em painel, quando o intercepto, é

correlacionado com as variáveis explicativas em qualquer período de tempo. Além disso, como o intercepto do modelo é tratado como um parâmetro fixo, também é desejável usar efeitos fixos quando as observações são obtidas de toda a população e o que se deseja fazer são inferências para os indivíduos dos quais se dispõe de dados.

O MEA possui as mesmas suposições do MEF, isto é, o intercepto varia de um indivíduo para o outro, mas não ao longo do tempo, e os parâmetros resposta são constantes para todos os indivíduos e em todos os períodos de tempo.

A diferença entre os dois modelos refere-se ao tratamento do intercepto, o MEA trata os interceptos como variáveis aleatórias, isto é, este modelo considera que os indivíduos sobre os quais se dispõe de dados são amostras aleatórias de uma população maior.

O MEA expressa a falta de conhecimento apresentada pelos efeitos fixos por meio do termo de erro, partindo da equação equivalente ao MEF:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_{2i} X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \mu_{it} \quad (5)$$

O MEA em vez de tratar o  $\beta_{1i}$  como fixo, trata-o como uma variável aleatória com valor médio  $\beta_1$  (sem o subscrito  $i$ ). O valor do intercepto para uma empresa individual é:

$$\beta_{1i} = \beta_1 + \varepsilon_i \quad (6)$$

Como existe correlação entre os erros do mesmo indivíduo em períodos de tempo diferentes, o método de mínimos quadrados ordinários (MQO) não é apropriado para estimar os coeficientes do modelo de efeitos aleatórios. Desse modo, o método que oferece os melhores estimadores é o de mínimos quadrados generalizados (MQG).

Por forma a selecionar o modelo a estimar que melhor explique melhor a regressão de dados em painel, recorre-se a alguns testes comparativos entre os modelos, propostos por Gujarati (2003). O Teste F para Heterogeneidade não observada, aplica-se para decidir “*to pool or not to pool*”. Na hipótese nula, admitimos a homogeneidade na constante (hipótese pool) e na hipótese alternativa, a heterogeneidade na constante (efeitos fixos).  $H_0 : a_1 = a_2 = \dots = a_N$  (constante comum - pool) VS  $H_1 : a_1 \neq a_2 \neq \dots \neq a_N$  (efeitos fixos). Como critério de seleção temos a comparação do valor de F com o intervalo verificado na tabela de Snedecor.

O teste de Hausman é utilizado para decidir qual dos modelos é o mais apropriado: o modelo de efeitos aleatórios ( $H_0$ ) ou o modelo de efeitos fixos ( $H_1$ ). O teste apresenta-se da seguinte forma:  $H_0 : Cov(a_i, X_{it}) = 0$  (efeitos aleatórios) VS  $H_1 : Cov(a_i, X_{it}) \neq 0$  (efeitos fixos)

Sob a hipótese nula, os estimadores do modelo com efeitos aleatórios (estimação GLS) são consistentes e eficientes. Sob a hipótese alternativa, os estimadores GLS com efeitos aleatórios não consistentes, já os estimadores com efeitos fixos são consistentes nesta hipótese.

#### 4 ANÁLISE AO MODELO

No modelo de dados em painel, embrionariamente testaram-se 43 variáveis, contudo optou-se por manter no modelo as variáveis significativamente estatísticas. Pelo cálculo e análise do teste F que é um teste de ajustamento, usado para verificação da heterogeneidade não observada, levou a rejeitar a hipótese nula, não admitindo homogeneidade na constante, concluímos assim que o MEF é preferível ao PMQ.

Para testarmos o MEF contra os MEA, recorreremos ao teste Hausman, que nos leva a rejeitar a hipótese nula e a concluir que os MEF são preferíveis aos MEA, sendo o modelo mais apropriado o MEF. A escolha recai sobre este último modelo à semelhança de estudos como Ferreira et al. (2010) e Vieira, Pinho e Leite (2013).

Wooldridge (2002) defende que um dos principais determinantes para decidir entre o MEF e MEA é o efeito não observado  $\alpha_i$ . Em situações em que  $\alpha_i$  não é correlacionado com todas as

variáveis explicativas, o MEA é o mais indicado. Caso contrário, se  $\alpha_i$  for correlacionado com algumas variáveis explicativas, então o modelo de efeitos fixos deve ser utilizado. Nesse último caso, o MEA gera estimadores inconsistentes.

O coeficiente de determinação ( $R^2$ ) é uma medida de dimensão do efeito da variável independente sobre a variável dependente, como descrito pelo modelo de regressão (Maroco, 2007), e mede a variabilidade total que é explicada pela regressão. Este coeficiente, varia  $0 \leq R^2 \leq 1$ , contudo Maroco (citado por TAVARES, 2011), considera que o valor a apresentar por este coeficiente ( $R^2$ ), por forma a produzir um ajustamento adequado é algo subjetivo, se o modelo for referente a ciências exatas os  $R^2 > 0,9$  são geralmente aceites como indicadores de bom ajustamento, já para as ciências sociais, os  $R^2 > 0,5$  são aceites como indicadores de bom ajustamento, contudo são unânimes a considerar quando o  $R^2 = 0$  o modelo claramente não se ajusta aos dados, e quando o  $R^2 = 1$  o ajustamento é perfeito.

Gujarati (2003) alega que as variáveis utilizadas na RLM devem respeitar os pressupostos da normalidade de resíduos, homocedasticidade, linearidade dos coeficientes, ausência de correlação entre os resíduos e da multicolinearidade. No modelo de dados em painel foram testadas as variáveis explicativas, contudo por muitas destas variáveis não se mostrarem estatisticamente significativas para um nível de significância de 5%, optando-se por incluir as variáveis que se mostraram mais significativas.

Os resultados apresentados para os dados em painel, mostram a não existência de violação aparente dos pressupostos, os resultados são corrigidos de heterocedasticidade, através do método de White, sobre o pressuposto da correlação foi verificada e testada a estatística de Durbin Watson, que apresenta um valor de 1.9, valor muito próximo de 2, foi também analisada a matriz de correlação, como se pode verificar pela análise da tabela 1.

**Tabela 1: Resumo do MEF**

Variável	Sinal esperado	Coefficient	Std. Error
C		-0.211048***	0.048752
AUTFIN	+	0.201385*	0.096755
ATIVAC	+	0.010100***	0.001735
CAPBOLS	+	9.43E-12***	2.11E-12
DIVEXANT	+	0.145543	0.074907
DIVYELD	+	2.512553***	0.405592
DIVYELDANT	- / +	-0.949804	0.532611
PAYOUT	+	0.053515***	0.015472
PAYOUTANT	+	0.013605	0.018738
RESLIQAC	+	0.011537*	0.005350
RESOP	+ / -	-5.19E-11*	2.42E-11
RENDOPAT	+	1.191597***	0.333375
COT	+	0.002650**	0.000936
VNEGAC	+ / -	-0.003621**	0.001289
R-squared			0.844759
Adjusted R-squared			0.800575
Durbin-Watson stat			1.901297
F-statistic			19.11918***

Variável dependente: Valor do dividendo por ação

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

A inferência estatística foi verificada através da análise das variâncias do modelo, sob as hipóteses,  $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$  vs  $H_1: \exists i \neq \beta_i \neq 0; (i=1, \dots, k)$ . O valor da estatística de F que possui distribuição F-Snedecor, e apresenta um valor de 19,1, a esta estatística está associado um *p-value* = 0,00, o que significa que é estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%, rejeitando-se  $H_0$  em detrimento de  $H_1$ , de onde se pode concluir que o modelo é significativo. Pela análise dos resultados do modelo selecionado, verificamos que os dados em painel apresenta uma boa capacidade explicativa, 84,4% das variações dos dividendos por ação, são explicadas pelas variáveis independentes.

A estacionariedade também foi verificada, através do teste à raiz unitária, recorreu-se ao teste de Dickey-Fuller (DF), sob as hipóteses:  $H_0: \rho = 1$ ; tem raiz unitária (não é estacionária) VS  $H_1: \rho < 1$ ; não tem raiz unitária (é estacionária). O teste DF baseia-se na equação:  $Y_t - Y_{t-1} = \rho Y_{t-1} - Y_{t-1} + u_t = (\rho - 1)Y_{t-1} + u_t$ . E sob as seguintes formas:  $Y_t$  é um passeio aleatório:  $\Delta Y_t = \delta \cdot Y_{t-1} + u_t$ ;  $Y_t$  é um passeio aleatório com deslocamento:  $\Delta Y_t = \beta_1 + \delta \cdot Y_{t-1} + u_t$ ;  $Y_t$  é um passeio aleatório com deslocamento em torno de tendência determinística:  $\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta \cdot Y_{t-1} + u_t$ . O que nos permite rejeitar a hipótese nula do teste DF, permitindo concluir que a série é estacionária.

## 5 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A variável DIVEXANT, evidenciam um efeito significativamente positivo sobre os dividendos por ação distribuídos aos acionistas, sugerindo deste modo que as empresas não financeiras cotadas no mercado de capitais português, apresentam uma tendência para manterem uma certa estabilidade na sua política de dividendos. Os resultados obtidos corroboram a conclusão de autores como Ferreira et al. (2010) e Ribeiro (2010).

A variável COT e CAPBOLS, apresentam um efeito significativamente positivo sobre o montante de dividendos por ação. Deste modo, os resultados obtidos parecem sugerir que a cotação das ações e a capitalização bolsista influenciam a política de dividendos, isto é, as ações transacionadas a uma cotação mais alta no mercado de capitais, permitem aos investidores auferir montantes mais elevados de dividendos por ação. Esta conclusão vai ao encontro das conclusões obtidas por autores como Brigham e Gordon (1968), Pettit (1972), Deman, Kungwal e Wstar (2012) e Ribeiro (2010), que afirmam que o aumento do valor do dividendo distribuído leva ao aumento do valor de mercado da empresa, e vice-versa.

A variável DIVYELDANT, apresenta uma relação negativa com o montante de dividendos distribuídos, sendo esta relação justificada, pela dependência da rendibilidade dos dividendos comparativamente à das ações. Ocorrendo uma distribuição sob a forma de dividendos, produzirá um aumento do valor da cotação, esta valorização da cotação altera o valor de rendibilidade do dividendo comparativamente ao das ações, *ceteris paribus*, indicando que um aumento no montante distribuído em dividendos leva ao aumento do valor das ações.

A variável RESLIQAC, indicador de desempenho empresarial, mostra-se estatisticamente significativa, evidência uma relação positiva com o montante distribuído em dividendos. Esta relação positiva permite concluir que um crescimento do resultado líquido proporciona uma maior distribuição de dividendos, verifica-se assim que os dividendos são tanto mais elevados quanto maiores os resultados verificados, bem como quanto maiores os dividendos do período anterior, o que é consistente com o modelo de Lintner (1956), e vai ao encontro da conclusão encontrada para o mercado de capitais português por autores como Romacho e Cidrais (2007).

Já Ribeiro (2010), para as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, encontrou evidência de uma relação negativa entre os resultados líquidos e os dividendos distribuídos, e para o PSI 20 encontrou uma relação positiva.

Os resultados operacionais, *RESOP*, são estatisticamente significativos no modelo, contudo apresentam uma relação negativa com a distribuição de dividendos, esta relação negativa pode ser explicada pela criação de oportunidades de crescimento e investimento, sugerindo que os fluxos resultantes das atividades operacionais, permitem criar oportunidades de investimentos pelas empresas, sendo a distribuição de dividendos preterida perante o investimento, parecendo reforçar a ideia de que as empresas tendem a reter os resultados para os investir em detrimento da sua distribuição, ideia defendida por DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004) e Patra, Poshakwale e Ow-Yong (2012).

A variável *VNEGAC*, para as duas metodologias, apresenta evidência estatística significativa, mas uma relação negativa com os dividendos distribuídos. A relação apresentada por esta variável para com o montante de dividendos distribuídos por ação, parece reforçar a ideia de que as empresas tendencialmente retêm resultados para investimento em oportunidades de crescimento, indo ao encontro das evidências e conclusões encontradas por autores como Lie (2005) e Gizelle, Allen e Weeks (2013).

O investimento e oportunidades de crescimento são variáveis financeiras com elevada utilização em estudos com objetivos similares ao nosso, frequentemente avaliada também pelo crescimento das vendas, no entanto este indicador não se mostrou significativo em nenhuma das duas metodologias testadas, indo ao encontro dos resultados obtidos por Nielke (1994) e Ribeiro (2010).

A variável *RENDOPAT*, pelo sinal positivo evidenciado, nas duas metodologias, leva-nos a concluir que uma maior rentabilidade proporciona uma maior distribuição de dividendos. Esta conclusão é coincidente com as obtidas por Nielke (1994), DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004), Fama e French (2001), Naceur, Goaid e Belanes (2006) e Holanda e Coelho (2012), contrariando por sua vez evidências encontradas por Ribeiro (2010).

A dimensão, medida pela variável *ATIVAC*, apresenta uma relação estatisticamente positiva e significativa com os dividendos, nas duas estimações econométricas, defendendo a ideia de que empresas de maior dimensão pagam mais dividendos, conclusão defendida por Holanda e Coelho (2012) e Gizelle, Allen e Weeks (2013).

No estudo, a disponibilidade de meios líquidos e a sua estrutura financeira, testada sob rácios de liquidez, solvabilidade, *cash flow*, não mostraram ser significativos, com exceção do rácio da autonomia financeira, *AUTFIN*, que apresenta uma relação significativa e positiva na explicação dos dividendos distribuídos, este rácio expressa a participação do capital próprio no financiamento, ou seja de uma forma expedita analisa o grau de alavancagem da empresa, de uma forma genérica, quanto maior for o rácio de autonomia financeira, melhor a estabilidade financeira da empresa, um aumento deste rácio, implica uma diminuição do nível de endividamento, o que irá permitir um aumento nos dividendos, conclusão que vai ao encontro dos estudos de Fernández (1988), Nielke (1994), DeAngelo e DeAngelo (2006).

Ficando associado às empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, como fator explicativo da política de dividendos seguida por estas, o risco de endividamento, avaliado pela sua autonomia financeira, corrobora as conclusões de Lintner (1956), Rozeff (1982) e Grullon, Michaely e Swaminathan (2002), estes autores concluíram que um aumento dos dividendos é efetuado por empresas com menor nível de risco.

## 6 CONCLUSÕES

O presente estudo teve como finalidade identificar os fatores determinantes da política de dividendos seguida pelas empresas não financeiras da *Euronext Lisbon* entre o ano de 1997 a 2011,

tendo-se recorrido ao método de dados em painel, a variável dependente do estudo foi o valor do dividendo distribuído por ação.

Após estimação econométrica, os resultados obtidos, permitem concluir que a política de dividendos, ao ser estudada na ótica da teoria da agência, pode ter uma função mediadora de conflitos, existente entre investidores e gestores, sendo que esta atua sob o *free cash-flow* disponível. Os dividendos são frequentemente usados para combater estes conflitos, indo ao encontro das conclusões de Jesen e Meckling (1976).

Já sob a gênese da teoria da sinalização, a distribuição de dividendos é uma das formas de sinalização ao mercado, bem como um meio para controlar e aumentar o valor de mercado da empresa, visto que a cotação das ações apresentam uma relação positiva com o montante distribuídos sob a forma de dividendos.

Relativamente à rendibilidade os resultados permitem ir ao encontro da opinião de que as empresas cotadas na praça portuguesa, apresentam maior tendência para pagar dividendos quando evidenciam maior rendibilidade, esta conclusão para o mercado português está em consonância com a teoria da relevância dos dividendos.

Outra conclusão que o estudo nos permite obter, à semelhança de Vieira, Pinho e Leite (2013), é a de que as empresas perante oportunidades de crescimento optam por reter resultados, para investimento, esta conclusão vai ao encontro da teoria da relevância dos dividendos e às conclusões obtidas por Lintner (1956).

Quanto à dimensão, que é outro fator de relevo nos diversos estudos analisados sobre dividendos, os resultados das diferentes estimações apresentam uma relação coerente com a teoria de agência, concluindo que as empresas portuguesas de maior dimensão, tem mais tendência a pagar mais dividendos.

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

Outra conclusão que se pode retirar do estudo, é que as empresas que permaneceram no índice bolsista da *Euronext Lisbon* no período em análise, apresentam uma tendência de manutenção e estabilidade na distribuição de dividendos, encontrando-se também aqui evidências coincidentes com o modelo de Lintner (1956), relativamente à verificação de uma certa estabilidade na política de dividendos, para as duas metodologias, bem como a aceitação dos dividendos do exercício anterior e os resultados, como determinantes da política de dividendos seguida pelas empresas cotadas na *Euronext Lisbon*.

No presente estudo empírico, como em outros estudos, sentimos limitações, a obtenção dos dados contabilísticos – financeiros foi a primeira, por não dispormos de uma base de dados financeiros, os dados foram transcritos manualmente dos relatórios e contas em papel.

Outra dificuldade sentida na realização deste estudo, foi a diminuta dimensão do mercado de capitais português, a verificação de resultados negativos e a não distribuição de dividendos por algumas empresas no período temporal, contribui para a diminuição da amostra, esta limitação de tamanho não permitiu saciar o fascínio da investigação.

Por forma a ultrapassar estas e outras limitações, em futuras investigações, deve-se incluir para além das variáveis económico-financeiras, variáveis que testem a preferência dos investidores, assim como incluir a situação do mercado financeiro, através de variáveis macroeconómicas e variáveis setoriais, devendo também ser alargado a outros mercados.

---

**REFERÊNCIAS**

- ALI, M.; CHOWDHURY, T. A. Effect of dividend on stock price in emerging stock market: A study on the listed private commercial banks in DSE. **Journal of Economics and Finance**, v. 2, n. 4, p. 52-64, 2012. DOI: 10.5539/ijef.v2n4p52
- ALMEIDA, M.; SANTOS, J.; FERREIRA, L.; TORRES, F. Determinantes da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto que Possuem Investimentos Públicos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 12, n. 37, p. 369-387, out./dez. 2010. <http://dx.doi.org/10.7819/rbgn.v12i37.706>
- ANTUNES, Amorim Gustavo. Estatais e resultado primário do governo Brasileiro: Impacto do dividend mínimo e dos juros sobre o capital próprio. **Revista Universo Contábil**, ISSN 1809-3337, Blumenau, v. 8, n. 4, p. 60–75, 2012. doi:10.4270/ruc.2012431
- AZAR, S. Determinants of cyclical aggregate dividend behavior. **Review of Economics and Finance**, v. 2, august, p. 71-78, 2012.
- BHATTACHARYYA, Nalinaksha. Good Managers Work More and Pay Less Dividends-A Model of Dividend Policy. **Working Paper**. 2003. Available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=114608>>. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.114608>
- BAKER, M., WURGLER, J. A catering theory of dividends. **Journal of Finance**, v. 59, p. 1125-1165, 2004. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>
- BAR-YOSEF, S.; HUFFMAN, L. The information of dividends: a signaling approach. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 21, n. 1, p. 47-58, 1988. <http://dx.doi.org/10.2307/2330990>
- BERNARDO, Heloísa Pinna; IKEDA, Ricardo Hirata. O Enigma dos Dividendos e o Risco Sistemático. **Revista Universo Contábil**, ISSN 1809-3337, Blumenau, v. 9, n. 1, p. 104–120, jan./mar., 2013. Doi:10.4270/ruc.2013106
- BLACK, F. The dividends Puzzle. **Journal of Portfolio Management**, v. 2, n. 2, p. 5-8, 1976. <http://dx.doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>
- BREALEY, A.; MYERS, S. **Princípios de Finanças Empresariais**. Portugal: McGraw-Hill, 8. Ed., 2008.
- BRUGNI T.; NETO A.; BASTIANELLO R.; PARIS P. Influence of Dividends on the earnings informativeness: Empirical evidence in the BM&FBovespa. **Revista Universo Contábil**, ISSN 1809-3337, Blumenau, v. 8, n. 3, p. 82–99, 2012. doi:10.4270/ruc.2012323
- CAMPBELL, J.; SHILLER, R. Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook. **Journal of Portfolio Management**, v. 24, n. 2, p. 11-26, 1998. <http://dx.doi.org/10.3905/jpm.24.2.11>
- COLLINS, J.; KEMSLEY, D. Capital gains and dividend taxes in firm valuation: evidence of triple taxation. **The Accounting Review**, v. 75, n. 4, p. 405-427, 2000. <http://dx.doi.org/10.2308/accr.2000.75.4.405>
- DAMODARAN, A. **Corporate Finance: Theory and Practice**. Wiley, 2. Ed., 2001.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; SKINNER, D. Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. **Journal of Financial Economics**, v. 72, p. 425-456, 2004. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00186-7](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00186-7)

- DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; STULZ, R. Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory. **Journal of Financial Economics**, v. 81, n. 2, p. 227-254, 2006. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.005>
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; SKINNER D.; Douglas J. Corporate Payout Policy. **Foundations and Trends in Finance**, v. 3, n. 2-3, p. 95-287, 2009.
- DEMAN, E.; KUNGWAL, T.; WSTAR, A. The Information Content of Regular Dividends and Share Buybacks for Market Value and Future Earnings in the UK. **Working Paper**, Available at SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2188291>>, 2012.
- FAMA, E.; BABIAK, H. Dividend policy: an empirical analysis. **Journal of the American Statistical Association**, n. 63, p. 32-6, 1968.
- FAMA, E.; FRENCH, K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 1, p. 67-79, 2001. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00321.x>
- FERNÁNDEZ, J. Miguel Rodríguez. La decisión de distribuir dividendos: investigación empírica en la gran empresa española. **Investigaciones Económicas**, v. 12, n. 2, p. 243-258, 1988
- FERREIRA J.; NAKAMURA, W.; MARTIN D.; BASTOS D. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de Dividendos das firmas listadas na Bovespa. **Revista FACEF**. v. 13, n. 2, p. 190-203, 2010.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 4. ed. Atlas. São Paulo. 1994.
- GIZELLE, P.; ALLEN, M.; WEEKS, S. Determinantes da política de dividendos para as empresas de ADR. **Administração Financeira**, v. 39, n. 12, p.1155 – 1168, 2013.
- GORDON, J. Dividends, earnings and stock price. **Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959. <http://dx.doi.org/10.2307/1927792>
- BRIGHAM, Eugene F.; GORDON, Myron J. Leverage, dividend policy, and the cost of capital. **The Journal of finance**, v. 23, n. 1, p. 85-103, 1968. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1968.tb02999.x
- GRULLON, G.; MICHAELLY, R.; SWAMINATHAN, B. Are dividend changes a sign of firm maturity?. **The Journal of Business**, v. 75, n. 3, p. 387-424, 2002. <http://dx.doi.org/10.1086/339889>
- GUJARATI, D. **Basic Econometrics**. Fourth Edition, McGraw-Hill, 2003.
- HILL, R. Carter.; GRIFFITHS, William E.; JUDGE, George G.. **Econometria**. São Paulo: Saraiva, 1999.
- HOLANDA, A.; COELHO, A. Dividendos e efeito clientela: Evidência no Mercado Brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 4, p. 448-463, 2012. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902012000400007>
- ISLAM T.; AAMIR, M.; AHMAD, A.; SAEED, M. Determinants and Motivators of Dividend Policy: A Study of Cement Industry of Pakistan. **Mediterranean Journal of Social Sciences**, v. 3, n. 2, p. 103-108, 2012.
- JAGANNATHAN, M.; STEPHENS, C.; WEISBACH, M. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. **Journal of Financial Economics**, v. 57, p. 355-384, 2000. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00061-1](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00061-1)

JENSEN, C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p.305-360, 1976. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

KUMAR, R.; KUMAR, P. Determinants of Corporate Dividend Policy in India - A Study of Listed IT Companies at BSE. In: Capital Markets Conference, 11., 21-22 December 2012, Indian Institute of Capital Markets (UTIICM). **Proceedings...** 2012. Available at SSRN: <[http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=2258333](http://papers.ssrn.com/abstract_id=2258333)>.

LAMEIRA, V. As Relações entre Governança e Risco nas Companhias Abertas Brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 14, n. 42, p. 7-25, jan. / mar. 2012.

LIE, E. Financial flexibility, performance and the corporate payout choice. **The Journal of Business**, v. 78, n. 6, p. 2179-2201, 2005. <http://dx.doi.org/10.1086/497043>

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **American Economic Review**, v. 46, p. 97 -113, 1956.

LITZENBERGER, R.; RAMASWAMY, K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 7, n. 2, p. 163-195, 1979. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90012-6](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(79)90012-6)

MARTINS, A.; FAMÁ, R. What the studies conducted in Brazil regarding dividend policy reveal. **Revista de Administração e Economia**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902012000100003>

MODIGLIANI, F.; MILLER, H. Dividend policy, growth and the valuation of Shares. **Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961. <http://dx.doi.org/10.1086/294442>

MUBIN, M.; AHMED, M.; FARRUKH, M.; LAL, I.; HUSSAIN, A.; Determinants of dividend with industry – wise effect –Evidence from KSE 100 Index. **Journal of Finance and Accounting**, v. 5, n. 3, 2014.

NACEUR, Samy; GOAIED, Mohamed; BELANES, Amel. On the determinants and dynamics of dividend policy. **International Review of Finance**, v. 6, n. 1-2, p. 1-23, 2006. DOI: 10.1111/j.1468-2443.2007.00057.x

NIEKEL, M. Factores influyentes en el reparto de dividendos: Analisis de regression aplicado a la bolsa de Madrid. **Revista Española de Financiación y Contabilidad**, v. 24, n. 78, p. 33-69, 1994.

PAPADOPOULOS, Demetrios; CHARALAMBIDIS, Dimitrios. Focus on present status and determinants of dividend payout policy: Athens Stock Exchange in perspective. **Journal of financial Management and Analysis**, v. 20, n. 2, 2007.

PATRA, T.; POSHAKWALE S., OW-YONG, K. Determinants of corporate dividend policy in Greece. **Applied Financial Economics**, v. 22, n. 13, p. 1079-1087, 2012. <http://dx.doi.org/10.1086/294442>

PETTIT, R. Dividend announcements, security performance and capital market Efficiency. **Journal of Finance**, v. 27, n. 5, p. 993 – 1007, 1972. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1972.tb03018.x>

RIBEIRO, Alexandrino. Determinantes da política de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 9, n. 1- 2, p. 15-25, 2010.

ROMACHO, J.; CIDRAIS, V. A eficiência do mercado de capitais português e o anúncio dos resultados contabilísticos, **Tékhnē – Polytechnical Studies Review**, v. 4, n. 7, p. 235 – 251, 2007

ROZEFF, Michael S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. **Journal of Financial Research**, v. 5, n. 3, p. 249-259, 1982. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>

SALSA, Maria Leonor Cruz Reis. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Encontros científicos, Tourism e Management Studies**, n. 6, p. 162-174, 2010.

TAVARES, F. **Avaliação imobiliária: entre a ciência da avaliação e a arte da apreciação**. Tese de Doutoramento, Universidade de Aveiro, DEGEI, 2011.

VERBEEK, Marno. **A Guide to Modern Econometrics**. John Wiley & Sons, Ltda, 2. Ed., 2004.

VIEIRA, Elisabete S; PINHO, Carlos; LEITE, Sara. Reação do Mercado ao Anuncio de Dividendos: Evidencia em Países Europeus, **Estudos do ISCA**, serie IV, n. 5, 2013. <http://dx.doi.org/10.1234/ei.v0i5.2201>

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Econometric Analysis of cross section and panel data**. Cambridge, Mass: MIT Press, 2002.