

**FATORES DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS:
EVIDÊNCIA EMPÍRICA PARA AS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS DA *EURONEXT LISBON***

David José Miranda Fernandes

davidjmfernandes@gmail.com

Alexandrino Manuel Oliveira Ribeiro

Escola Superior de Gestão do Instituto Politécnico do Cávado e do Ave

aribeiro@ipca.pt

ABSTRACT

Dividends and their distribution decisions, being a component of the compensation of investors are a constant financial worry within companies, thus revealing one of the themes highlighted in the context of the financial literature. Study will address the factors determining the dividend policy practiced by companies listed in the Portuguese stock market. The latter will be 47 non-financial companies listed on the Euronext Lisbon during 2009 until 2011. The two samples that have been investigated include the representative of the majority of non-financial companies listed on Euronext Lisbon and the other financial companies members of the PSI 20. The methodology adopted is one of the ordinary least squares regression and the amount of dividends per share distributed was used in determining the dependent variable. In relation to the independent variables, six explanatory factors were chosen. These include profitability, stability of dividend policy, size, growth, risk and investment opportunities. The conclusion suggests that the most important factors to explain the amount of dividends distributed are profitability and stability of dividend policy. There after, growth and risk factors, as well as factors that explain the amount of dividends distributed are also relevant. The remaining variables obtained were insufficient evidence pointing to a significant effect in explaining the dividend policy of Portuguese companies in the sample. The conclusion also states that differences exist in the importance of the explanatory factors to the amount of dividends distributed between the study samples, given the differentiation of dividend policies, followed by companies from each group analyzed.

Keywords: Dividend Policy, Capital Markets, Euronext Lisbon, PSI 20

RESUMO

Os dividendos e as suas decisões de distribuição, sendo uma componente da remuneração dos investidores são uma constante preocupação financeira no seio das empresas, revelando-se assim um dos temas em contínuo destaque no contexto da literatura financeira. No presente estudam-se quais os fatores determinantes da política de dividendos praticada pelas empresas cotadas no mercado de capitais português. Incidindo sobre 47 empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon* durante o período temporal de 2009 a 2011, definiram-se duas amostras, uma representativa da generalidade das empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon* e outra incidindo apenas sobre as empresas não financeiras integrantes do PSI 20. Adotou-se a metodologia de regressão dos mínimos quadrados ordinários e escolheu-se como variável dependente o montante de dividendos por ação distribuídos. Em relação às variáveis independentes escolheram-se seis fatores explicativos: rentabilidade, estabilidade da política de dividendos, dimensão, crescimento, risco e oportunidades de investimento. As conclusões obtidas sugerem que os fatores mais importantes para a explicação do montante de dividendos distribuídos são a rentabilidade e a estabilidade da política de dividendos. Logo a seguir aparecem os fatores crescimento e risco, como fatores também explicativos do montante de dividendos distribuídos. Quanto às restantes variáveis não se obteve evidências suficientes que apontem para um efeito significativo na explicação da política de dividendos das empresas portuguesas incluídas na amostra. Conclui-se ainda existirem divergências na importância dos fatores explicativos do montante de dividendos distribuídos entre as amostras do estudo dada a diferenciação das políticas de dividendos seguidas pelas empresas de cada grupo analisado.

Palavras-chave: Política de Dividendos, Mercado de Capitais, *Euronext Lisbon*, PSI 20

1. INTRODUÇÃO

A política de distribuição de dividendos continua a mostrar-se um dos temas mais enigmáticos e controversos em torno das finanças empresariais¹. Uma das principais razões para a controvérsia nos dividendos encontra-se precisamente no contraditório dos fundamentos basilares em que assentam. Reiterando Ribeiro (2010), aparecem por um lado, os estudos de Lintner (1956) e de Gordon (1959) que defendem a existência de uma relação entre a política de dividendos e o valor da empresa, a chamada teoria da relevância dos dividendos, por outro lado, surge numa linha completamente oposta, o estudo de Miller e Modigliani (1961) que defendem a teoria da irrelevância dos dividendos.

As conclusões de Miller e Modigliani (1961), como referem Ribeiro e Villar (2012), apresentaram os primórdios de toda uma série de estudos posteriores que, ao basearem-se no abandono dos seus pressupostos, desencadeou o desenvolvimento de novos trabalhos teóricos e empíricos. Essas novas abordagens, citando Soro e Farinha (2012), passaram então a considerar as fricções dos mercados de capitais existentes no mundo real, ao contrário dos pressupostos simplificadores de Miller e Modigliani (1961). Conforme ainda os autores referidos, a existência dessas imperfeições, conduziu às conclusões de que a política de dividendos é de facto relevante na determinação do valor de mercado da empresa.

Foi neste contexto que se desenvolveram posteriormente novas teorias, destacando-se o surgimento do efeito fiscal, a teoria da sinalização e a teoria da agência. A introdução dessas teorias, como salienta Ribeiro e Villar (2012), desenvolveu o estudo do impacto de quatro fatores principais na prossecução da política de distribuição de dividendos das empresas, sendo eles, a introdução dos impostos, a existência de assimetrias de informação, a existência de assimetria de interesses e ainda a existência de custos de transação. De acordo também com Ribeiro (2010) e Ribeiro e Villar (2012), estas diferentes abordagens à política de dividendos colocaram a temática num plano de destaque e ao mesmo tempo desencadearam um conjunto de opiniões ainda não consensuais na literatura.

No entendimento de Ribeiro (2010) e Ribeiro *et al.* (2012), deve ser ainda considerado o relacionamento das decisões de distribuição de dividendos com as decisões de financiamento e de investimento. Sendo decisões relacionadas entre si, devem ser tomadas em consonância com a estrutura ótima de capitais e em equilíbrio com a política ótima de dividendos. Nesse sentido e segundo ainda os mesmos autores, as decisões de financiamento devem adequar-se às decisões de distribuição ou de retenção de dividendos, consoante as necessidades de autofinanciamento das empresas, por forma a maximizarem as decisões de investimento que criem riqueza para o acionista.

Foi neste contexto que se estruturou e desenvolveu o presente trabalho. O objetivo principal passa por estudar quais os fatores determinantes da política de dividendos praticados pelas empresas não financeiras pertencentes à *Euronext Lisbon*, procurando-se ainda avaliar a aplicabilidade do modelo explicativo da política de dividendos desenvolvido originalmente por Lintner (1956) ao mercado de capitais português. À semelhança de estudos precedentes, nomeadamente de Ribeiro (2010), Santos (2011), Ribeiro e Villar (2012), Ribeiro *et al.* (2012) e Vieira *et al.* (2013) que igualmente incidiram sobre a praça financeira portuguesa.

O trabalho encontra-se estruturado em 4 secções. Na secção 2 efetua-se uma revisão da literatura sobre a temática dos dividendos. A secção 3 destina-se ao estudo empírico sendo apresentada a amostra, as bases de dados e as variáveis empíricas utilizadas nesse mesmo estudo empírico, assim como é efetuada a estimação do modelo e analisados os resultados obtidos. Na secção 4 são apresentadas as principais conclusões do estudo e linhas de investigação que permitirão o desenvolvimento do mesmo futuramente.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Associada à problemática dos dividendos distribuídos pelas empresa e aos fatores explicativos dessa mesma política, tem surgido um conjunto de teorias nomeadamente o efeito fiscal, a teoria da sinalização e a teoria da agência. A introdução dessas teorias desenvolveu o estudo do impacto de quatro fatores principais na prossecução da política de distribuição de dividendos das empresas, nomeadamente a introdução dos impostos, a existência de assimetrias de informação, a existência de assimetria de interesses e ainda a existência de custos de transação, como reiteram Ribeiro e Villar (2012).

O efeito fiscal, salientando Benzinho (2007), introduz a influência dos impostos na prossecução das políticas de distribuição de dividendos das empresas. Neste contexto, destacam-se os estudos de Brennan (1970), Elton e Gruber (1970), Litzenberger e Ramaswamy (1979) e Ang *et al.* (1991). Desde logo, Elton e Gruber (1970) comprovaram a existência de uma relação entre os dividendos e os efeitos fiscais, através de um modelo que ficou conhecido na literatura como o efeito clientela, o qual defende a formação de grupos preferenciais de investidores que adequam às suas estruturas fiscais determinado nível de distribuição de dividendos. Essas opções de decisão seguidas pelos

¹ Tal como constatado por autores precedentes, nomeadamente Black (1976), Al-Malkawi *et al.* (2010) e Thomson (2011).

investidores, consoante as suas preferências fiscais, revelam a existência de uma clientela racional, no sentido de darem preferência aos ganhos que se lhes apresentem mais vantajosos a nível fiscal, como denotam também Soro e Farinha (2012). Neste sentido, embora Brennan (1970), e também mais tarde Litzenberger e Ramaswamy (1979), sugiram ser preferível ganhos de capital a ganhos de dividendos, dada a existência de uma assimetria fiscal penalizadora para os dividendos, derivado da sua superior tributação em relação às mais-valias, deverá ser considerado o efeito clientela, para explicar a preferência dos investidores à distribuição dos dividendos, no caso em que os investidores estão inseridos em escalões de rendimento onde a tributação dos dividendos se lhes afigura mais adequado às suas preferências contributivas. De acordo com o modelo de Elton e Gruber (1970), salientam-se ainda os estudos de Borges (2002) e Farinha e Soro (2005) que comprovaram empiricamente o impacto do efeito fiscal sobre os dividendos nas empresas cotadas na praça portuguesa.

Ang *et al.* (1991) equacionam três possíveis situações de variação do preço das ações no mercado de capitais, consoante a tributação dos dividendos seja superior, inferior ou equivalente à tributação das mais-valias. Sendo as ações pagadoras de dividendos, vendidas com prémio ou com desconto, conforme o sistema fiscal favoreça os ganhos de capital, ou pelo contrário, os ganhos em dividendos. Ainda segundo os autores, quando não se verificam desigualdades fiscais, isto é, os dois tipos de tributação se equiparam, os investidores dão preferência aos ganhos de dividendos, pois nessa situação, não existe uma desvantagem fiscal que compense a escolha por ganhos incertos via capital, tal como defende o princípio do *bird in the hand*, originário dos estudos de Gordon (1959; 1962).

A existência de assimetrias de informação, derivada das imperfeições dos mercados, é destacada por Benzinho (2007) e Soro e Farinha (2012), como sendo também um factor condicionante às decisões sobre a distribuição de dividendos. Neste contexto, surge a teoria da sinalização, a defender que as capacidades de transmissão de informação dos dividendos promovem o equilíbrio da assimetria informacional observada entre gestores e investidores, como realça Sarrasqueiro (2007). Neste âmbito, destacam-se os estudos de Bhattacharya (1979), Myers (1984), John e Williams (1985), Miller e Rock (1985), Fama e French (2001) e Grullon *et al.* (2002). Bhattacharya (1979), baseando-se no paradigma do modelo de sinalização de Spence (1974), sobre o fenómeno relacionado com a assimetria de informação entre as decisões dos gestores com a dos investidores, e também nos trabalhos de Brealey *et al.* (1977) e Ross (1977), sobre o facto da estrutura de capitais das empresas funcionarem como um sinal transmitido por si aos mercados quanto às expectativas futuras de fluxos de rendimento e riscos associados, apresenta os dividendos como potenciais sinais da existência de *cash-flows* no futuro, concluindo que os dividendos sinalizam o mercado informação excedentária na posse dos gestores.

Acrescente-se que, segundo John e Williams (1985) e Miller e Rock (1985), o poder de sinalização dos dividendos promove ainda o equilíbrio do valor de mercado da empresa, mesmo quando considerando o efeito fiscal, pois os gestores na presença de valiosas informações relativas a boas perspectivas de evolução dos *cash-flows* da empresa procedem a maiores distribuições de dividendos e consequentemente acabam por valorizar o preço das suas ações. No entanto, Miller e Rock (1985) chamam a atenção para o facto dos gestores, na posse de informação privilegiada, poderem utilizar a capacidade de sinalização dos dividendos de forma viciosa a aumentarem o valor da empresa nos mercados de capitais e lucrarem indevidamente com isso. Contudo, concluem que o uso perverso do poder de sinalização dos dividendos é apenas temporário, no sentido da manipulação dos efeitos dos anúncios dos dividendos ser rapidamente revertida e reposta à sua situação inicial, assim que a verdade é desvendada. Note-se que, segundo Fama e French (2001) e Grullon *et al.* (2002), o aumento do pagamento de dividendos pode dever-se a alterações do perfil de risco da empresa, derivado do seu estado de maturidade ou ciclo de vida avançado e não somente à explicação trazida pela teoria da sinalização sobre a transmissão de boas expectativas de evolução futura.

No contexto da teoria da sinalização destaca-se também o princípio do *pecking order*, formalizado por Myers (1984) no seu estudo que recai sobre a estrutura de capitais das empresas. Segundo o estudo, as empresas na presença de boas oportunidades de investimento promovem a fixação de uma hierarquia nas decisões de financiamento por forma a ser assegurado preferencialmente, via retenção de fundos, o financiamento dos projetos com valor positivo presente que compõem as oportunidades de investimento futuras, de modo as empresas não caírem no dilema de rejeitarem projetos criadores de valor. Portanto, a preocupação das empresas em reter os resultados justifica-se, para que possam aumentar os níveis de crescimento das oportunidades de investimento e melhorar os níveis de autofinanciamento, e ajuda a explicar a relação intrínseca entre a política de dividendos, a política de investimento e a política de financiamento existente dentro da empresa.

Relativamente à teoria da agência, Benzinho (1999) e Soro e Farinha (2012), salientam no seio desta teoria, a utilização dos dividendos como o meio preferencial ao equilíbrio da assimetria de interesses, derivada da delegação dos poderes dos acionistas para os gestores. Sobressaindo-se neste contexto, os estudos de Jensen (1986), Rozeff (1982) e Easterbrook (1984). Jensen (1986) defende a hipótese dos fluxos de caixa excedentários e a sua influência na definição da política de dividendos das empresas, enquanto Rozeff (1982) refere-se ao modelo de *trade-off*, isto é, ao impacto dos custos de transação e sua relação com os custos de agência, como influentes também da distribuição de dividendos. Já Easterbrook (1984) vem sugerir a política de dividendos como forma de monitorizar a ação dos

gestores através dos mercados de capitais. Deste modo, enquanto o estudo de Jensen (1986), que advém dos princípios de Jensen e Meckling (1976), defende a convergência de interesses através da diminuição dos fluxos de caixa excedentários, que ultrapassem as oportunidades de investimento da empresa, com a prossecução de maiores distribuições de dividendos, por outro lado, Easterbrook (1984) defende que a diminuição da assimetria de interesses é conseguida derivado ao facto da distribuição de dividendos manter a empresa junto dos mercados de capitais, onde a monitorização da gestão é efetuada a baixo custo. No entanto, segundo Rozeff (1982), o aumento no pagamento de dividendos tende a promover um aumento dos custos de transação a serem suportados pelas empresas, derivado do facto de estarem a recorrer ao mercado de capitais para fazerem face às suas oportunidades de investimento. Dada a relação inversa entre os custos de agência e os custos de transação, Rozeff (1982) conclui, tal como é posteriormente decalcado por Soro e Farinha (2012), que as empresas devem prosseguir uma combinação de equilíbrio entre si por forma a definirem uma política ótima de distribuição de dividendos.

Destaca-se ainda que uma redução no pagamento de dividendos permite às empresas, com boas oportunidades de investimento, financiarem-se com fundos próprios reduzindo os seus custos de financiamento, como sejam os custos de transação, o que permite ver igualmente diminuído potenciais custos de agência, dado não só pela redução dos custos de financiamento, como também pelo potencial aproveitamento das oportunidades de crescimento que poderão acrescentar valor nos ganhos futuros do acionista. Conclui-se portanto, que as empresas na definição da sua política de dividendos, não só deverão levar em consideração as fricções existentes nos mercados de capitais, como sejam a existência de impostos, assimetrias de informação, assimetrias de interesses, ou ainda os custos de transação, como também devem levar em consideração o relacionamento das decisões de distribuição de dividendos com as decisões de financiamento e de investimento, conforme é também o entendimento de Ribeiro (2010) e Ribeiro *et al.* (2012).

3. ESTUDO EMPÍRICO

3.1. AMOSTRA E BASE DE DADOS

Os dados utilizados no estudo empírico foram recolhidos com recurso a diferentes fontes de informação. Primeiramente recolheu-se os dados relativos ao balanço e demonstração de resultados das empresas cotadas portuguesas, através da base de dados *Bureau Van Dijk - Amadeus*. Dados que se tornaram essenciais ao cálculo dos rácios económicos e financeiros que compõem os diferentes fatores explicativos ou variáveis independentes do modelo de regressão proposto. Foi ainda utilizado como base dados o *site* da *Euronext Lisbon* no intuito de ser obtida a cotação de fecho das ações das empresas inseridas na amostra. Recolheu-se ainda os dados relativos ao montante de dividendos por ação distribuídos no exercício pelas empresas cotadas e também foram recolhidas as informações relativas ao número médio anual de ações em circulação, através do *site* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

Após reunida toda a informação necessária à elaboração do estudo empírico, procedeu-se à seleção das empresas a incluir na amostra. A seleção da amostra passou pela obediência dos dados disponíveis aos seguintes critérios: as empresas a incluir permanecerem consecutivamente na bolsa como empresas cotadas no período de 2009 a 2011, apresentarem informação financeira anual completa durante esse mesmo período temporal e serem empresas não financeiras. Para além da exclusão das sociedades financeiras, também se optou por excluir da amostra as sociedades anónimas desportivas em virtude de ambos os grupos de empresas apresentarem características específicas de reporte contabilístico e dadas as especificidades desses setores, distintivos das restantes empresas incluídas. Na literatura, encontram-se vários estudos que procederam no mesmo sentido de definição das suas amostras, salientam-se no contexto do mercado português, os trabalhos de Ribeiro (2010), Santos (2011), Ribeiro e Villar (2012) e Ribeiro *et al.* (2012).

Posteriormente à definição da amostra da generalidade das empresas da *Euronext Lisbon* procedeu-se à constituição de uma nova amostra apenas incidente sobre as empresas emittentes que integram o PSI 20. A concretização do estudo empírico centrado apenas nas empresas que compõem o PSI 20 vai ao encontro de estudos precedentes com objetivos semelhantes, que versaram igualmente sobre este índice bolsista, nomeadamente Ribeiro (2010), Santos (2011) e Ribeiro e Villar (2012), e justifica-se pelas características muito específicas que as empresas do PSI 20 apresentam comparativamente com a generalidade das empresas da *Euronext Lisbon*, nomeadamente ao nível da liquidez no mercado de capitais, volume de transações, dimensão e acompanhamento por parte dos diversos intervenientes no mercado.

3.2. VARIÁVEIS DO ESTUDO

Tomando em consideração as premissas do estudo e a literatura revista, selecionou-se como variável dependente o montante de dividendos por ação distribuídos no exercício pelas empresas, à semelhança de outros estudos com objetivos idênticos ao presente trabalho, com destaque para Benzinho (2007), Ribeiro (2010), Ribeiro e Villar (2012)

e Ribeiro *et al.* (2012). Defina-se os dividendos por ação como a parcela dos resultados, igualmente por ação, que são distribuídos aos acionistas sobre a forma de dividendos.

Em relação às variáveis independentes escolhidas para fazerem parte do estudo à explicação do montante de dividendos por ação, optou-se por selecionar, segundo o que é proposto pela literatura e de acordo com o objetivo de pesquisa definido neste trabalho, os seguintes fatores: rendibilidade, estabilidade da política de dividendos, dimensão, crescimento, risco e oportunidades de investimento. A junção das variáveis independentes em grupos homogêneos, através de fatores, justifica-se pela necessidade em se obter algum padrão comum das diferentes associações observadas entre as variáveis e consequentemente conseguir uma melhor interpretação dos fatores influentes da política de distribuição de dividendos das empresas. Como exemplos de estudos revistos que também procedem ao agrupamento das variáveis independentes através de um conjunto de fatores tem-se Rozeff (1982), Lloyd *et al.* (1985), Jensen *et al.* (1992), Holder *et al.* (1998), Amidu e Abor (2006), Anil e Kapoor (2008), Salsa (2010), Hellström e Inagambaev (2012), Rafique (2012) e Salsa e Matias (2012).

O trabalho de Lintner (1956) demonstrou desde logo a existência de uma forte relação estatística positiva entre o montante dos dividendos distribuídos e os resultados obtidos pelas empresas. Como os resultados são a principal variável dos rácios de rendibilidade entende-se a relação positiva defendida pela literatura entre a rendibilidade e a política de dividendos. Jensen *et al.* (1992) e Amidu e Abor (2006) ao utilizarem como *proxy* da rendibilidade a variável rendibilidade do ativo (ROA), demonstraram empiricamente, com significância estatística, a relação positiva defendida pela literatura, sugerindo que as empresas que geram maiores rendimentos pagam maiores dividendos. Ribeiro *et al.* (2012) conseguem obter coeficientes estatisticamente significativos e positivos sobre as empresas pertencentes à *Euronext Lisbon*, utilizando como métrica para este fator a rendibilidade do ativo. Tomando em consideração a literatura revista, é proposto neste estudo como fator de **rendibilidade** (REND) a *proxy* ROA e é definida uma relação expectável positiva com o montante de dividendos por ação distribuídos no exercício.

Lintner (1956) demonstrou a importância da estabilidade na política de dividendos, com significância estatística positiva, sobre o montante de dividendos distribuídos, dando a entender que as empresas evitam proceder a alterações inesperadas ou bruscas dos níveis de distribuição de dividendos. Salsa e Matias (2012) demonstram a existência de uma relação positiva entre os níveis de pagamento de dividendos presentes e passados, utilizando como *proxy* deste fator, o *dividend payout ratio* referente ao exercício anterior. Também os estudos de Benzinho (2007), Ribeiro e Villar (2012), Ribeiro *et al.* (2012) e Vieira *et al.* (2013) demonstram empiricamente a existência de uma relação positiva entre os montantes de dividendos por ação distribuídos no exercício e no exercício anterior. Tomando em consideração a literatura revista, é proposto neste estudo, como fator de **estabilidade da política de dividendos** (ESTDIV) a *proxy* montante de dividendos por ação distribuídos no exercício anterior (DPA_{n-1}) e é definida uma relação positiva expectável com o montante de dividendos por ação distribuídos no exercício.

A variável dimensão é acrescentada ao modelo inicial de Rozeff (1982) por Lloyd *et al.* (1985), evidenciando uma relação positiva com o *dividend payout ratio*. Argumentando que as empresas de maior dimensão, como acedem com maior facilidade aos mercados de capitais, vêm-se obrigadas a distribuir maiores dividendos como incentivo. Holder *et al.* (1998) demonstraram empiricamente a existência da relação positiva e significativa entre a dimensão da empresa e os dividendos por ela distribuídos, quantificando o fator dimensão através da *proxy* logaritmo natural das vendas. Silva (2010) e Rafique (2012) ao usarem a variável logaritmo natural do ativo para quantificar o fator dimensão obtêm também resultados significativos e com o sinal positivo. Tomando em consideração a literatura revista, é proposto neste estudo como fator de **dimensão** (DIMENS) a *proxy* logaritmo natural do total do ativo ($\ln_Ativo$) e é definida uma relação positiva expectável com o montante de dividendos por ação distribuídos no exercício.

O estudo de Rozeff (1982) demonstrou a existência de uma relação negativa entre o crescimento e o *dividend payout ratio*, justificando a relação inversa através da introdução do efeito dos custos de transação, no sentido das necessidades de financiamento, ao serem maiores nas empresas com maiores níveis de crescimento, provocam um aumento dos custos de transação, absorvendo os dividendos a distribuir. Posteriormente, baseando-se no estudo de Rozeff (1982), Lloyd *et al.* (1985) demonstraram a consistência dessa relação inversa. Os estudos de Jensen *et al.* (1992), Holder *et al.* (1998), Amidu e Abor (2006) e Hellström e Inagambaev (2012) utilizando a *proxy* crescimento das vendas, demonstram com significância estatística a relação negativa entre o crescimento da empresa e os dividendos por ela distribuídos. Ribeiro e Villar (2012) utilizando também a *proxy* crescimento das vendas evidenciam pelo contrário, uma relação positiva inesperada como significativa. Tomando em consideração a literatura revista, é proposto neste estudo como fator de **crescimento** (CRESC) a *proxy* crescimento das vendas ($Cresc_vendas$), sendo indeterminada a relação expectável com o montante de dividendos por ação distribuídos no exercício, em virtude de os resultados obtidos nos estudos revistos não se apresentarem consensuais.

A inclusão do fator risco no estudo passa pela pretensão de se adicionar ao mesmo uma variável específica da presença das empresas no mercado de capitais, indo-se ao encontro das mesmas premissas seguidas por Hellström e Inagambaev (2012). Rozeff (1982) verificou que nas empresas com maiores níveis de risco ocorre uma diminuição

dos dividendos a distribuir, justificando a relação inversa através da exigência de maiores custos de transação, como consequência à compensação do maior risco observado, por isso absorvendo os dividendos a distribuir pelas empresas. Tomando em consideração a literatura revista, é proposto neste estudo como fator de **risco** (RISCO) a *proxy* risco sistemático ($Beta^2$) e é definida uma relação negativa expectável com o montante de dividendos por ação distribuídos no exercício.

O fator oportunidades de investimento é considerado no estudo devido à pretensão de se incluir no estudo uma variável independente que permita medir o desempenho das empresas, relacionando o seu valor de mercado, com o seu valor contabilístico. A fundamentação teórica encontra-se simultaneamente no estudo de Rozeff (1982) no seio da teoria da agência e no estudo de Myers (1984) versando sobre o princípio do *pecking order*, no contexto da teoria da sinalização. Amidu e Abor (2006) constatarem a relação negativa e significativa entre as oportunidades de investimento e os dividendos distribuídos pela empresa, tendo utilizado o rácio *market-to-book* (MTB) para quantificar este fator. Silva (2010) e Santos (2011) aplicando a mesma *proxy* MTB, embora tenha conseguido obter um valor significativo, este apresentou-se com sinal positivo, contrário ao esperado. Tomando em consideração a literatura revista, é proposto neste estudo como fator de **oportunidades de investimento** (OPINVEST) a *proxy* MTB, sendo indeterminada a relação expectável com o montante de dividendos por ação distribuídos no exercício, em virtude de os resultados obtidos nos estudos revistos não se apresentarem consensuais.

Na Tabela 1 apresenta-se um resumo, sintetizando-se as fórmulas de cálculo utilizadas e a definição das relações esperadas de cada fator com o montante de dividendos por ação distribuídos no exercício.

TABELA 1 - DESCRIÇÃO SUMÁRIA DAS VARIÁVEIS INCLUÍDAS NO ESTUDO

Fatores (Abreviatura)	Métrica (<i>Proxy</i>)	Fórmula de cálculo	Sinal Esperado
Variável dependente (DPA)	Montante de dividendos por ação distribuídos no exercício (DPA_n)	Dividendos por ação distribuídos aos acionistas no exercício n	-
Rendibilidade (REND)	Rendibilidade operacional do ativo (ROA)	Rácio entre o resultado operacional do exercício e o total do ativo do exercício	Positivo
Estabilidade da política de dividendos (ESTDIV)	Montante de dividendos por ação distribuídos no exercício anterior (DPA_{n-1})	Parcela dos resultados por ação distribuídos aos acionistas sobre a forma de dividendos no exercício anterior	Positivo
Dimensão (DIMENS)	Logaritmo natural do total do ativo ($\ln_Ativo$)	Logaritmo natural do total do ativo do exercício	Positivo
Crescimento (CRESC)	Crescimento das vendas ($Cresc_vendas$)	Rácio entre a diferença das vendas do exercício com as vendas do exercício anterior a dividir pelas vendas do exercício anterior	Indeterminado
Risco (RISCO)	Risco sistemático ($Beta$)	Valor do risco sistemático obtido através da regressão $R_i = \alpha + \beta R_m$ em que R_i representa as rendibilidades diárias da empresa (cotação) e R_m a rendibilidade diária do mercado (PSI 20)	Negativo
Oportunidades de investimento (OPINVEST)	<i>Market-to-book ratio</i> (MTB)	Rácio entre a cotação e o valor contabilístico do capital próprio por ação	Indeterminado

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 2 apresenta-se as estatísticas descritivas das variáveis, quer para a amostra relativa à generalidade das empresas da *Euronext Lisbon* quer para a amostra das empresas que integram o PSI 20.

² A variável *beta* é calculada segundo a mesma formulação apresentada por Santos (2011), através da regressão $R_i = \alpha + \beta R_m$. Onde R_i e R_m representam as rendibilidades diárias das cotações das empresas e do PSI 20, respetivamente.

TABELA 2 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS: *EURONEXT LISBON* E PSI 20

Variável	<i>Euronext Lisbon</i>				PSI 20			
	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
DPA ^(a)	0,1509	0,4027	0	2,6	0,1969	0,3434	0	2,3
REND ^(b)	0,0339	0,07293	-0,3861	0,4074	0,0588	0,0631	-0,064	0,4074
ESTDIV ^(a)	0,1572	0,4473	0	3	0,1884	0,3389	0	2,3
DIMENS ^(c)	19,9993	2,2868	12,5325	24,4437	22,2795	0,9360	20,8397	24,4437
CRESC ^(b)	-0,0049	0,2243	-1	0,8041	0,0686	0,2025	-0,4484	0,8041
RISCO ^(b)	0,5256	0,5848	-3,2483	2,2961	0,9079	0,2211	0,3604	1,3329
OPINVEST ^(b)	2,2831	6,4441	-5,0549	59,1999	2,1012	1,9324	0,3774	8,4766
Nota: (a) em Euros; (b) em valor; (c) em logaritmo natural.								

Fonte: Elaboração própria

Pela análise da Tabela 2 podemos constatar que as empresas do PSI 20 apresentam um valor da média de cada uma das variáveis superior ao apresentado pela generalidade das empresas da Euronext Lisbon em praticamente todas as variáveis, sendo a única exceção a variável oportunidades de investimento. Por outro lado, o desvio padrão das variáveis é menor na amostra das empresas do PSI 20, sugerindo assim a existência de uma maior homogeneidade nesta amostra de empresas.

Os dividendos por ação são, em média, cerca de 0,1509 Euros na generalidade das empresas da Euronext Lisboa, sendo que este valor médio passa para os cerca de 0,1969 Euros na amostra das empresas do PSI 20. Deste modo, os resultados parecem sugerir que as empresas do PSI 20 distribuem, em média, um valor superior de dividendos por ação comparativamente às restantes empresas cotadas na praça financeira portuguesa.

3.3. MODELO DE ESTIMAÇÃO

Tomando por base a variável dependente e as variáveis independentes definidas como explicativas da política de distribuição de dividendos das empresas cotadas no mercado de capitais português, foi construído o modelo econométrico a estimar, que se traduz na seguinte expressão:

$$DPA = \alpha + \beta_1 * REND_i + \beta_2 * ESTDIV_i + \beta_3 * DIMENS_i + \beta_4 * CRESC_i + \beta_5 * RISCO_i + \beta_6 * OPINVEST_i + \epsilon \quad (1)$$

Onde o coeficiente α representa o termo independente ou interseção da reta de regressão, os coeficientes β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 e β_6 representam o efeito de cada uma dos fatores específicos de cariz económico e financeiro de cada empresa e ϵ representa o termo das perturbações, isto é, os restantes fatores não explicáveis pelo modelo. O termo i representa cada uma das observações, isto é, cada uma das empresas consideradas.

3.4. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Na análise aos resultados obtidos da estimação do modelo, apresentados na Tabela 3, começamos pelo valor de R^2 que para a generalidade das empresas da *Euronext Lisbon* é de 0,6229 e para o PSI 20 é de 0,8823. Quanto ao R^2 Ajustado estes são de 0,6034 para a generalidade das empresas da *Euronext Lisbon* e 0,8651 para as empresas do PSI 20. Deste modo, os valores obtidos são bastante satisfatórios e encontram-se em consonância com os alcançados pelos estudos empíricos revistos que apresentam objetivos similares ao presente. Relativamente aos valores da estatística F verifica-se que em ambas as amostras os mesmos mostram-se estatisticamente significativos, abaixo do nível de significância de 1%, com o valor de 31,94 para a generalidade das empresas da *Euronext Lisbon* e 51,24 para as empresas do PSI 20. Sendo o valor da estatística F significativo em ambas as amostras, rejeita-se a hipótese conjunta dos coeficientes obtidos no modelo de regressão serem todos iguais a zero.

TABELA 3 - RESULTADOS DO MODELO DE ESTIMAÇÃO: *EURONEXT LISBON* PSI 20

	<i>Euronext Lisbon</i>	PSI 20
	Variável dependente: DPA n = 123	Variável dependente: DPA n = 48
REND	2,0582* (5,35)	4,1020* (12,85)
ESTDIV	0,4861* (8,46)	0,3649* (5,86)
DIMENS	-0,0029 (-0,17)	0,0048 (0,22)
CRESC	-0,1966*** (-1,74)	-0,4355* (-4,49)
RISCO	-0,1246** (-2,22)	0,1594*** (1,88)
OPINVEST	-0,0023 (-0,58)	-0,0039 (-0,39)
Termo independente	0,1383 (0,41)	-0,3263 (-0,65)
R ²	0,6229	0,8823
R ² Ajustado	0,6034	0,8651
Estatística F	31,94*	51,24*

Notas: Estatísticas *t* entre parêntesis; * nível de significância de 1%; ** nível de significância de 5%; *** nível de significância de 10%.

Fonte: Elaboração própria

Relativamente aos fatores explicativos dos dividendos por ação distribuídos pela empresa, destaca-se o efeito positivo e estatisticamente significativo da rendibilidade e da estabilidade dos dividendos e o efeito negativo e estatisticamente significativo do crescimento e do risco evidenciado pela empresa, na amostra relativa à generalidade das empresas da *Euronext Lisbon*. Nesta mesma amostra os fatores dimensão e oportunidade de investimento não se apresentam estatisticamente significativos na explicação da política de dividendos seguida pelas empresas.

Quanto à amostra das empresas que integram o PSI 20, os resultados obtidos sugerem um efeito positivo e estatisticamente significativo dos fatores rendibilidade, estabilidade da política de dividendos e risco e um efeito negativo e estatisticamente significativo do fator crescimento. À semelhança dos resultados obtidos para a generalidade das empresas da *Euronext Lisbon*, os resultados obtidos para as empresas pertencentes ao PSI 20 sugerem que os fatores dimensão e oportunidades de investimento não são significativos na explicação do montante de dividendos por ação distribuídos pela empresa num exercício económico.

Os resultados obtidos, quer para a generalidade das empresas da *Euronext Lisbon* quer centrando-nos apenas nas empresas do PSI 20, parecem validar o modelo de Lintner (1956) no mercado de capitais português. Tal assunção resulta do facto dos resultados sugerirem que a rendibilidade da empresa no exercício económico e os dividendos distribuídos pela empresa relativamente ao exercício económico anterior exercem um efeito positivo na explicação dos dividendos distribuídos pela empresa num determinado exercício económico. Por outro lado, os resultados obtidos para estas variáveis vão de encontro ao sinal esperado, tendo em consideração a literatura revista, nomeadamente aos estudos de Ribeiro e Villar (2012) e Ribeiro *et al.* (2012) que versam igualmente sobre o mercado de capitais português.

O fator crescimento da empresa, pelos resultados alcançados no presente estudo, parece exercer um efeito significativamente negativo nos dividendos por ação distribuídos pela empresa, quer na generalidade das empresas da *Euronext Lisbon* quer nas empresas do PSI 20. Estes resultados sugerem que as empresas com dinâmicas de crescimento mais elevadas tendem a reter uma maior parcela dos seus resultados líquidos no intuito de autofinanciar o seu crescimento.

No que concerne ao fator risco, dentro dos fatores que se mostraram estatisticamente significativos, foi o único que apresentou um efeito oposto na amostra das empresas do PSI 20 comparativamente ao efeito obtido para a generalidade das empresas da *Euronext Lisbon*. O sinal negativo obtido para a generalidade das empresas da *Euronext Lisbon* vai de encontro ao esperado de acordo com a literatura revista, já o efeito positivo alcançado na amostra das empresas do PSI 20 mostra-se contrário ao esperado. Este sinal inesperado observado neste estudo nas empresas do PSI 20, ao ser positivo, significa que quanto maior for o nível de risco de mercado maior é o montante de dividendos distribuídos. Tal relação poderá dever-se ao facto do aumento dos dividendos distribuídos virem a promover uma redução do risco que é percebido pelos investidores junto dos mercados de capitais, segundo as premissas do *bird in the hand* de Gordon (1962).

4. CONCLUSÃO

A política de dividendos tem merecido uma atenção crescente nos estudos empíricos que versam sobre os mercados de capitais, dos quais o mercado de capitais português não é exceção. A investigação efetuada permitiu examinar quais os fatores explicativos da política de dividendos praticada pelas empresas cotadas na praça financeira portuguesa no período compreendido pelos exercícios económicos de 2009 a 2011. O estudo versa sobre duas amostras, uma composta pela generalidade das empresas da *Euronext Lisbon* e outra pelas empresas que integram o PSI 20.

Os resultados do estudo empírico efetuado para a generalidade das empresas da *Euronext Lisbon* sugerem a existência de alguns fatores que influenciam significativamente a política de dividendos praticada pela empresa. Deste modo, denota-se a existência de um efeito positivo dos fatores rendibilidade e estabilidade da política de dividendos sobre os dividendos por ação que a empresa distribui. Por outro lado, os resultados sugerem um efeito negativo dos fatores crescimento e risco sobre os dividendos por ação que a empresa distribui. Relativamente às empresas do PSI 20, os resultados sugerem um efeito positivo dos fatores rendimento, estabilidade dos dividendos e risco e um efeito negativo do fator crescimento, na explicação dos dividendos por ação distribuídos pela empresa.

Os resultados parecem assim sugerir que o único fator estatisticamente significativo com sinal divergente na explicação dos dividendos por ação entre as empresas do PSI 20 e a generalidade das empresas da *Euronext Lisbon* é o fator risco. Apesar de na generalidade das empresas cotadas no mercado de capitais português o risco afetar negativamente o montante de dividendos distribuídos, nas empresas do PSI 20 a existência de um maior nível de

risco parece implicar uma maior distribuição de dividendos por parte das empresas. Este facto não deverá ser alheio das características específicas que as empresas do PSI 20 apresentam ao nível de um maior acompanhamento pelos diversos intervenientes no mercado de capitais.

A aplicabilidade do modelo desenvolvido originalmente por Lintner (1956), enquanto modelo explicativo da política de dividendos seguido pela empresa, ao mercado de capitais português parece ficar evidenciada nos resultados obtidos no presente estudo empírico na medida em que, quer para a generalidade das empresas da *Euronext Lisbon* quer para as empresas do PSI 20, os fatores rendibilidade e estabilidade da política de dividendos se apresentarem com efeitos positivos e estatisticamente significativos na explicação dos dividendos distribuídos pela empresa. Deste modo, as empresas parecem dar uma primazia à manutenção de uma certa estabilidade na sua política de dividendos ao longo dos anos.

O presente estudo constitui mais um contributo para a evidência empírica sobre a problemática das políticas de dividendos seguidas pelas empresas. Contudo, como é natural, apresenta algumas limitações que futuras investigações devem debelar, existindo ainda outras linhas de investigação que podem ser seguidas. Deste modo, em futuras investigações poderão ser utilizadas, para além de variáveis internas à empresa, um conjunto de variáveis externas à empresa como suscetíveis de explicar a sua política de dividendos. Entre essas mesmas variáveis externas poderemos considerar variáveis macroeconómicas, sectoriais ou específicas ao mercado de capitais.

Outra das linhas de investigação futura desta temática poderá passar pela realização de uma análise por quantis. Com esta análise poderemos averiguar se os fatores explicativos da política de dividendos das empresas variam de acordo com o montante de dividendos distribuídos pela empresa seja relativamente mais elevado ou mais reduzido. Salienta-se ainda o facto da utilização da metodologia OLS no tipo de amostras em questão ser propício à obtenção de resultados menos adequados, pelo que em futuras investigações deve ser ponderada também a utilização da metodologia de dados em painel.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- 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.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 7(2), 136–145.
- Ang, J., Blackwell, D., & Meginson, W. (1991). The Effect of Taxes on the Relative Valuation of Dividends and Capital Gains: Evidence from Dual-Class British Investment Trusts. *The Journal of Finance*, 46(1), 383–399.
- 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.
- Benzinho, J. (1999). A Política de Dividendos das Empresas: Um Debate Inacabado. *Revista de Contabilidade e Comércio*, 56(221), 145–188.
- Benzinho, J. (2007). A Política de Dividendos das Empresas Portuguesas: Evidência a partir da Euronext Lisboa. *MPRA Paper n.º 1137*.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy and «The Bird in the Hand» Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2, 5–8.
- Borges, M. (2002). Fiscal Effect in Dividend Distributions. Apresentado na XII Jornadas Luso Espanholas de Gestão Científica, 10 a 12 de Abril, Covilhã.
- Brealey, R., Leland, H., & Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Brennan, M. (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 23(4), 417–427.
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Elton, E., & Gruber, M. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68–74.
- Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43.

- Farinha, J., & Soro, M. (2005). Ex-Dividend Pricing, Taxes and Arbitrage Opportunities: The Case of the Portuguese Stock Exchange. Apresentado na 2006 Portuguese Finance Network Conference.
- Gordon, M. (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(1), 99–105.
- Gordon, M. (1962). The Savings Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37–51.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *The Journal of Business*, 75(3), 387–424.
- Hellström, G., & Inagambaev, G. (2012). *Determinants of Dividend Payout Ratios: A Study of Swedish Large and Medium Caps* (Master Thesis). Umeå University.
- Holder, M., Langrehr, F., & Hexter, J. (1998). Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, 27(3), 73–82.
- 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. (1986). Agency Cost of Free Cash-flow, Corporate Finance, and Takeovers. *Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium. *Journal of Finance*, 40(4), 1053–1070.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 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.
- Lloyd, W., Jahera, J., & Page, D. (1985). Agency Costs and Dividend Payout Ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24(3), 19–29.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Rafique, M. (2012). Factors Affecting Dividend Payout: Evidence from Listed Non-Financial Firms of Karachi Stock Exchange. *Business Management Dynamics*, 1(11), 76–92.
- Ribeiro, A. (2010). Determinantes da Política de Dividendos: Evidência Empírica para as Empresas não Financeiras Cotadas na Euronext Lisbon. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1/2), 15–25.
- Ribeiro, A., & Villar, M. (2012). Evidência Empírica dos Factores Explicativos dos Dividendos Distribuídos pelas Empresas do PSI 20. Apresentado na XV Encontro AECA - Novos Caminhos para a Europa: O papel das Empresas e dos Governos, 20 e 21 Setembro, Ofir, Esposende.
- Ribeiro, A., Villar, M., & Rodríguez, M. (2012). Evidência Empírica dos Factores Explicativos dos Dividendos Distribuídos pelas Empresas Cotadas na Euronext Lisboa. Apresentado na XXII Jornadas Luso Espanholas de Gestão Científica, 1 a 3 Fevereiro, Vila Real.
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Rozeff, M. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259.
- Salsa, M. (2010). A Política de Dividendos e o Ciclo de Vida das Empresas. *Tourism & Management Studies*, (6), 162–174.

Salsa, M., & Matias, M. (2012). Principais Determinantes Financeiros da Política de Dividendos em Empresas Europeias. Apresentado na XXII Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica, 1 a 3 Fevereiro, Vila Real.

Santos, S. (2011). *Os Determinantes da Política de Distribuição de Dividendos: O Caso das Empresas Não Financeiras do Índice PSI 20* (Tese de Mestrado). Universidade de Cabo Verde e Universidade do Minho.

Sarrasqueiro, F. (2007). *Pagamento de Dividendos e o seu Impacto no Valor das Empresas: Uma Aplicação ao PSI 20* (Tese de Mestrado). Universidade Técnica de Lisboa.

Silva, R. (2010). *A Remuneração dos Accionistas com Ações Transaccionadas em Bolsa* (Tese de Mestrado). Universidade de Aveiro.

Soro, M., & Farinha, J. (2012). *Dividendos e Recompra de Ações - Da Teoria à Prática* (1st ed). Porto: Vida Económica.

Spence, M. (1974). Competitive and Optimal Responses to Signals: An Analysis of Efficiency and Distribution. *Journal of Economic Theory*, 7(3), 296–332.

Thomson, W. (2011). *The Dividend Puzzle: An Enigma 50 Years on* (SSRN Scholarly Paper). Rochester, NY: Social Science Research Network.

Vieira, E., Pinho, C., & Leite, S. (2013). Reação do Mercado ao Anúncio de Dividendos: Evidência em Países Europeus. *Estudos do ISCA, IV* (5).