

FINANÇAS

## DETERMINANTES DA POLITICA DE DIVIDENDOS – EVIDENCIA NAS EMPRESAS PORTUGUESAS

Luís A. Gomes Almeida  
gomesalmeida@ua.pt

Department of Economics, Management and Industrial Engineering  
University of Aveiro, Portugal

Elisabeth T. Pereira  
melisa@ua.pt

GOVCOPP and Department of Economics, Management and Industrial Engineering  
University of Aveiro, Portugal

Fernando A. de Oliveira Tavares  
ftavares@upt.pt

Portugalense University Infante D. Henrique, Portugal

### ABSTRACT:

The issue of policy dividends is one of the themes that have designed more theoretical and empirical work in the area of corporate finance, being considered one of the most important financial decisions in businesses, associated with the investment and financing. This issue was considered by Black (1976) as dividend puzzle, making the analogy between non- consensus of the findings of the various studies to solve this issue. Theories as the theory to the relevance of dividends, the theory of agency, and signaling and information asymmetry have contributed financial arguments to explain the dividend policy. Some financial determinants were tested, such as profitability, size and stability in non-financial companies listed on Euronext Lisbon, for the period between 1997 and 2011. The findings suggest that evidence for the Portuguese capital market firms follow a dividend policy in line with the theory of the relevance of dividends proposed by Lintner (1956).

**KEY WORDS:** Dividend Policy, Euronext Lisbon, Cash Flow, Random Walk, Capital Markets.

### 1 – INTRODUÇÃO

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

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

Gordon (1959) definiu os dividendos como a forma de pagamento fragmentada que os investidores esperam receber, e apontou como causa mais provável para a distribuição de dividendos os lucros retidos. A política de dividendos enquadra-se num conjunto de decisões financeiras relevantes para a sobrevivência e sustentabilidade da existência das empresas, podendo desencadear alterações nos indicadores económico-financeiros destas, e tendo impacto direto na política de financiamento e investimento.

A empresa ao distribuir dividendos, vai sofrer uma diminuição da liquidez dos seus ativos. Esta redução de liquidez reflete-se nos excedentes de *cash-flows*<sup>1</sup>, influenciando diretamente a forma de remuneração aos investidores, que se traduz pelo meio de dividendos ou ganhos de capital (Pacheco, 1999).

---

<sup>1</sup> *Cash-flows* é o saldo entre as entradas e saídas dos meios líquidos (dinheiro), decorrentes das atividades da empresa.

Ao delinear a sua política de dividendos, a empresa vai aferir um nível ótimo de distribuição, maximizando a rendibilidade dos acionistas. No entanto, esta maximização provoca um *trade-off*<sup>2</sup> entre o valor a distribuir e a retenção do lucro. Esta indefinição transforma os dividendos num dos temas mais controversos no mundo das finanças empresariais.

A diversificada literatura existente sobre os dividendos, é muito controversa, o que levou Rozeff (1982) a afirmar que a política de dividendos é uma área das finanças com várias questões sem respostas. Por outro lado, Brealey e Myers (2008) caracterizaram o tema como "a controvérsia dos dividendos", já Black (1976), classifica esta temática 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, pp.5).

Apesar dos inúmeros estudos teóricos e empíricos nesta área, não existe uma posição unânime sobre os fatores determinantes da política de dividendos, continuando em aberto para novas investigações. Assim, e sob esta motivação, o presente trabalho versa sobre os determinantes da política de dividendos tendo por base de amostra as empresas cotadas na BVL, por considerarmos interessante este mercado, no seguimento da linha de pensamento de La Porta *et al.* (1997) em que os autores argumentam que países como Portugal, cujo sistema jurídico assenta no direito romano, oferecem um nível de proteção legal aos investidores muito baixo, e o facto do mercado de capitais Português ainda não ter alcançado o mesmo nível de desenvolvimento dos mercados de outras dimensões como o europeu, o norte-americano, sendo a capitalização bolsista do mercado nacional a mais baixa de todo o sistema Euronext.

Assim, com este estudo pretende-se contribuir para um maior conhecimento científico na compreensão dos fatores determinantes da política de dividendos. O presente trabalho está estruturado em cinco capítulos: no próximo capítulo são abordadas as teorias explicativas dos determinantes da política de dividendos, enquanto o terceiro capítulo é dedicado à parte metodológica. A seguir, no capítulo quatro são verificados os pressupostos de validação do método econométrico usado, e por fim no quinto capítulo apresentam-se as conclusões.

## 2 - REVISÃO DA LITERATURA

A discussão sobre a política de dividendos é uma discussão antiga fazendo-nos recuar ao ano de 1938, onde John Burr Williams estabeleceu pela primeira vez uma relação entre os dividendos e o valor da empresa. Contudo, foi nas décadas de 1950 e 1960 que se deu o *boom* de trabalhos teóricos e empíricos evidenciando os dividendos, e que ainda hoje, são referidos nos trabalhos mais recentes, como exemplos de grande relevância, influenciando de maneira decisiva toda a pesquisa e teorias explicativas da política de dividendos, a forma de ver, investigar e pensar a política de dividendos e que a seguir expomos.

### 2.1 – TEORIA DA RELÊVANCIA DOS DIVIDENDOS

A teoria da Relevância dos Dividendos, defendida por Lintner (1956), Gordon (1959) e Walter (1956), sustenta a existência de uma relação entre a distribuição de dividendos e o valor das ações da empresa. Os dividendos são resultantes de dois grandes fatores, o resultado líquido gerado e o rácio de distribuição de dividendos, relativamente ao exercício económico anterior ou seja do *Dividend payout*<sup>3</sup>.

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 ou não de dividendos, onde constatou que a maior parte das decisões sobre a política de dividendos baseava-se em *payouts*<sup>4</sup> 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, sendo esta determinada essencialmente pelo resultado líquido do exercício e o *payout* anterior.

---

<sup>2</sup> *Trade-off* significa uma situação de conflito de escolha, optar por A em detrimento de B, a decisão quando é tomada existe compreensão total dos dois lados da escolha.

<sup>3</sup> *Dividend Payout* - é a fração do resultado líquido que uma empresa paga aos acionistas sob a forma de dividendos, i.e., relaciona o montante de dividendos, com os seus resultados líquidos ou o seu *cash flow*.

<sup>4</sup> *Payout* é a taxa de distribuição do resultado aos acionistas.

A teoria da relevância dos dividendos, considera os dividendos relevantes e responsáveis pela variação do valor de mercado da empresa, atribuindo aos dividendos uma função de redução da incerteza e risco dos investimentos, pois considera os investidores são racionais, estimam o risco e o retorno, optando por receber dividendos ao invés de possíveis futuros ganhos em capital. As empresas, por seu lado, praticam uma política de distribuição de dividendos elevados, mantendo ou aumentando o seu valor de mercado, sob a premissa de que os mercados não são perfeitos e existem riscos (Hess, 1992). Graham e Dodd (1951) corroboram esta opinião, defendendo que as empresas que praticam uma política de dividendos, com *payouts* mais elevados, apresentam cotações mais elevadas, comparativamente com empresas de capacidade económica idêntica, mas com menores *payouts*. Autores como Fama e Blahnik (1968), Kane, Lee e Marcus (1980) e DeAngelo e DeAngelo (1990), entre outros, são unânimes na escolha do resultado líquido e do *dividend payout* como determinantes da política de dividendos, consolidando as conclusões obtidas por Lintner (1956).

## 2.2 – TEORIA DO PÁSSARO NA MÃO

No decurso dos anos de 1950, Gordon e Shapiro (1959) apresentaram um modelo de *avaliação de ações*<sup>5</sup>, sob a premissa da relação direta entre a política de dividendos e o valor de mercado da empresa, considerando os dividendos como relevantes para a empresa e para os acionistas, defendendo que uma ação vale em função das expectativas futuras do pagamento de dividendos. Estes autores partilham a opinião de que os investidores são geralmente avessos ao risco, assim como que a incerteza e o risco fazem exigir um prémio de risco superior, aumentam o custo de capital investido, diminuem o valor de cada ação, sendo que a distribuição de dividendos permite reduzir a sua incerteza, sendo preferível os dividendos à retenção dos resultados, ideia universalmente aceite na década de 1960 (Pacheco, 2005a). 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*”<sup>6</sup>.

Nos dias de hoje, “*bird in the hand theory*” é considerada uma falácia, se os resultados retidos forem aplicados em despesas de investimento, o valor das ações não se alteram (DeAngelo, DeAngelo e Skinner, 2002).

## 2.3 – TEORIA IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

Numa linha oposta à relevância dos dividendos, Modigliani e Miller (1961) contrariam a ideia de que os dividendos são relevantes para o valor da empresa. Esta conclusão resultou das evidências que estes autores encontraram de que os dividendos que uma empresa paga não afetam o valor da empresa nem a rentabilidade dos investidores, considerando os dividendos como irrelevantes. Esta irrelevância depende de algumas premissas, tais como estar perante um mercado de capitais perfeito e eficiente, expectativas racionais, inexistência de impostos, custos de transação, assimetria de informação e outras imperfeições no mercado.

Num mercado perfeito, o valor da empresa é determinado pela política de investimento e pelo retorno que os seus ativos proporcionam, ou seja, pela sua capacidade em gerar lucro, então a política de dividendos só afeta a percentagem da distribuição da rentabilidade dos acionistas entre dividendos e ganhos de capital, preferindo sempre mais a menos riqueza e sendo indiferente a proveniência dos dividendos ou capital.

Estes autores identificam o *home made dividends*<sup>7</sup>, conceito idêntico ao *home made leverage*<sup>8</sup>, onde os acionistas podem criar o seu próprio dividendo. Ou seja, um acionista insatisfeito pode reinvestir os seus dividendos ou alternativamente vender as ações, caso deseje um montante maior do que o distribuído. Assim, dependendo do excesso ou escassez relativamente à sua necessidade de liquidez, os investidores tem ferramentas para obter o mesmo retorno, criando o seu próprio dividendo (Modigliani e Miller, 1961).

Modigliani e Miller (1958) defendem que o recurso à dívida é uma fonte de financiamento mais barata, e preferível do que o recurso ao capital próprio ou à retenção de resultados, sendo que a dívida também se mostra preferível à emissão de capital. Sob esta perspetiva, a distribuição de dividendos irá alterar a necessidade de recurso a fundos externos.

<sup>5</sup> Consideram o valor da ação em função do valor do dividendo esperado para o ano seguinte, i.e., pressupõe o crescimento do dividendo a uma taxa constante, taxa  $g$ .  $P_0 = D / (k - g)$ .

<sup>6</sup> Em português – teoria de que mais vale um pássaro na mão.

<sup>7</sup> *Homemade dividends* - termo idêntico ao *homemade leverage*, aplicado aos dividendos, independentemente do retorno ser sob a forma de dividendos ou capital, o risco e retorno mantem-se inalterado.

<sup>8</sup> *Homemade leverage* - termo que apareceu com a proposição de MM sobre a estrutura de capital, utilizada para apelidar a técnica usada pelos investidores, no ajuste da alavancagem da sua carteira de investimento, mantendo o risco e retorno inalterados.

## 2.4 – TEORIA RESIDUAL DOS DIVIDENDOS

A teoria residual assenta na linha condutora que só após uma decisão ótima de investimento por parte da empresa se procederá à distribuição dos dividendos. Esta distribuição, por seu lado, faz diminuir as disponibilidades para os investimentos, que serão financiados por emissão de novas ações ou capitais alheios. Todavia este capital tem um custo associado superior ao custo do capital próprio. Os dividendos são vistos como resíduo e a política de dividendos como residual. Comparativamente às políticas de investimentos, o retorno é influenciado pela política de investimentos e não pela política de dividendos. Por outro lado, os investidores são indiferentes à forma de retribuição do seu retorno, desde que este seja pelo menos igual ao exigido pelo mercado (Salsa, 2010).

## 2.5 – TEORIA DA SINALIZAÇÃO

Esta teoria baseia-se na assimetria de informação, e é caracterizada por uma das partes ter acesso privilegiado à informação, isto é, os gestores ou *insiders*<sup>9</sup> são detentores de mais informação sobre o futuro da empresa do que o mercado. Esta diferença de detenção de informação caracteriza a assimetria e os gestores utilizam-na, como uma “mais-valia”, para sinalizar o mercado sobre as suas expectativas futuras através da política de dividendos (Miller e Rock, 1985).

Os mercados financeiros avaliam as ações dos gestores, examinam as implicações destas sobre os resultados e valor futuros da empresa (Damodoran, 2001). Como exemplo, pode-se relatar o caso de *insider trading*<sup>10</sup>, que aconteceu num passado recente, onde a subsidiária do *hegde fund SAC*, por ter recorrido a informações não públicas, compradas a um médico, sobre um novo tratamento da doença de Alzheimer, o *hegde fund* através dos seus gestores abriram posições longas quando as expectativas eram altas e apostaram em posições curtas quando sabiam atempadamente do desfraldar dessas expectativas. Esta antecipação no mercado proporcionou um lucro aproximado de 276 milhões de dólares (The Economics Times, 26 novembro, 2012). Akerlof, Spence e Stiglitz (2001), prémios nobel da economia pelos seus trabalhos desenvolvidos sobre análise do mercado com informação assimétrica nos campos da seleção adversa, risco moral, sinalização, demonstraram que uma simples e pequena imperfeição na informação pode causar uma enorme instabilidade na natureza do equilíbrio económico.

Ross et al. (2002, pp. 415) afirmam que *"as empresas só aumentam os dividendos quando for esperado que os valores futuros de lucros, fluxos de caixa e outros indicadores sejam suficientemente altos para que os dividendos não sejam reduzidos ao seu nível original. Um aumento do dividendo é um sinal dado pela administração/empresa ao mercado de que se espera que a empresa tenha um bom desempenho"*. Perante um aumento do *payout* o mercado tende a reagir positivamente, originando o aumento do preço das ações. Por outro lado, uma diminuição nos dividendos é mal aceite pelo mercado, e consequentemente proporciona uma diminuição no preço das ações.

Bar-Yosef e Huffman (1988) concluíram que o dividendo esperado é função crescente do *cash-flow* esperado. Já Lang e Litzenberger (1989) chegaram à conclusão de que perante variações negativas na distribuição de dividendos, o efeito da informação é superior, de aquando as variações são positivas, conclusão corroborada por Tse (2002) nas evidências encontradas.

A política de dividendos é tida pelos acionistas como uma forma acessível de obter informação, pois obter informações de outra forma normalmente é oneroso, e esta não está disponível e acessível da mesma forma para todos os intervenientes, normalmente denominado de “conteúdo informativo dos dividendos”.

A informação chega aos investidores, sob a forma de variação nos resultados e cotações, estes sob o princípio de que só as empresas com capacidade financeira podem distribuir *cash-flow*. Assim, a política de dividendos é vista como um instrumento redutor da incerteza e risco associado aos *cash-flows* da empresa (Pacheco, 2005b).

Lintner (1956) e Modigliani e Miller (1961) obtiveram evidências empíricas consistentes com esta teoria, ao constatarem que a maioria das empresas mantinha o *dividend payout*. Pettit (1972), Charest (1978), Kalay e Loewenstein (1986), chegaram à conclusão de que o período de tempo escolhido para o anúncio da distribuição

<sup>9</sup> *Insiders* são todos os que de uma forma ou outra estão ligados à empresa, sendo detentores de informação que não é pública.

<sup>10</sup> *Insider trading* é a utilização dessa informação não pública, em proveito próprio.

de dividendos sinaliza os investidores, através da variação das cotações, quer sejam positivas quer sejam negativas, Ali (2012) corrobora esta conclusão no seu estudo para bolsa de Bangladesh.

Lintner (1956) documenta uma resistência por parte dos administradores em aumentarem os dividendos quando existem boas possibilidades de terem de voltar a retroceder nessa decisão, conclusão que foi corroborada pelos estudos de Guay e Hartford (2000), Lie (2005). Pacheco (1999) considera que numa situação de equilíbrio, as empresas apresentam uma política de dividendos compatíveis com as suas perspetivas de crescimento futuro.

Outra hipótese com aceitação quase unânime por diversos autores é de que os dividendos por si só não devem ser considerados como um sinal eficiente, devendo ser complementado com outros, como os rácios de endividamento, as informações sobre os projetos de investimentos, a recompra de ações, emissão de novas ações, dependendo de empresa para empresa bem como a fase do ciclo de vida que esta atravessa, Salsa (2010). Por seu lado, Brugni et. al. (2012), corrobora esta conclusão, o autor encontrou evidência de que os resultados analisados em conjunto com os dividendos apresentavam melhor informação na previsão das cotações do que aquando analisados individualmente, reforçando assim a ideia de que os dividendos são um veículo de informação para o mercado.

Contrariamente, Grullon et. al. (2002) têm uma visão diferente da teoria de sinalização, através da "*maturity hypothesis*", defendendo que os dividendos não sinalizam as boas notícias. Uma empresa deveria pagar dividendos quando as suas oportunidades de investimento estivessem esgotadas, esta teoria associa os dividendos ao risco e a lucros decrescentes. Conclusão idêntica também obtida por Battacharya (2003), espelhada na sua afirmação "*Good managers work more and pay less dividends*", o autor concluiu que para um determinado nível de *cash-flow* os *insiders* com menor produtividade tendem a pagar maiores dividendos, defendendo a tese de que os dividendos são indicativos de menores retornos e menor valor da empresa, contrariamente ao defendido pela teoria da sinalização.

## 2.6 -A TEORIA DE PECKING ORDER

Também conhecida como teoria da ordem ou hierarquia, esta teoria foi sugerida pela primeira vez por Donaldson (1961), e depois reformulada por Myers e Majluf (1984). Os autores defendem que as empresas priorizam as suas fontes de financiamento, baseando-se na premissa de que o custo de financiamento aumenta com a informação assimétrica, e que é mais barato recorrer à dívida do que emitir novos títulos. O financiamento das empresas pode ter três fontes: financiamento interno, recurso à dívida e por último recurso ao *equity*<sup>11</sup>, sendo estas fontes hierarquizadas pelos gestores, (Myers, 1984, Fama e French, 2002).

Meyers (1984) reconhece que este modelo não explica por si só a distribuição de dividendos, mas influencia as decisões da distribuição de dividendos, estando o *payout ratio* negativamente relacionado com os investimentos e o grau de alavanca financeira, os gestores tem tendência de preferirem investir os lucros em novos investimentos preterindo a distribuição aos acionistas, esta escolha é explicada para não se submeterem à fiscalização e avaliação externa do mercado, nesta linha um aumento de investimento proporciona *dividend payouts* mais baixos.

## 2.7 – CUSTOS DE ÂGENCIA

Esta teoria impulsionada por Jensen e Meckling (1976), considera a empresa como um conjunto de contratos, onde os acionistas têm direito sobre os ativos e fluxos de caixa da empresa. Acionistas e gestores procuram agir em defesa dos seus interesses próprios, cada qual tenta maximizar a sua utilidade, sendo esta maximização alcançada sob visões e perspetivas diferentes, criando divergências e conflitos entre eles. Estes conflitos tendem a ser eliminados, o que gera custos, que são denominados de 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, com influência na política de dividendos. As oportunidades de crescimento proporcionam um aumento no endividamento, instrumento usado pelos acionistas no controlo dos gestores, obrigando a que estes sejam mais eficientes (Jensen, 1986).

---

<sup>11</sup> *Equity* – está relacionado com património líquido, neste caso emissão de novas ações.

Jesen e Meckling (1976) defendem o aumento da participação dos gestores no capital da empresa, através da dependência da remuneração auferida indexada aos resultados obtidos. Os autores defendem também o recurso a um maior nível de endividamento, o endividamento leva à diminuição dos cash-flows disponíveis, o nível de endividamento e a indexação da remuneração dos gestores aos resultados, são considerados instrumentos de controlo sobre os gestores, pois aumenta a pressão sobre a empresa / gestores por parte do mercado, esta pressão leva a um controlo dos denominados custos de agência. Nesta ótica o pagamento de dividendos têm um efeito positivo sobre o valor de mercado de uma empresa.

Nesta linha, Novis Neto e Saito (2003) afirmam que quanto maior for a distribuição de dividendos, menor o *free cash-flow* da empresa, diminuindo a margem de manobra dos gestores em manipular os recursos da empresa. DeAngelo et al. (2004) concluem que as empresas pagam dividendos para reduzir os custos de agência associados a um rácio de endividamento baixo e a elevados fluxos de caixa. Outros autores defendem que a flexibilidade de gestão é a peça que falta na resolução do puzzle.

## 2.8 – EFEITO CLIENTELA

Durante os anos de 1970, investigadores e teóricos acrescentaram uma nova variável na discussão sobre os determinantes da política de dividendos, o efeito dos impostos, contudo os dividendos criam uma desvantagem fiscal para os investidores, pois são tributados a uma taxa mais elevada do que os ganhos de capital, reduzindo a taxa de retorno líquida (Damodaran, 2001).

Damodaran (2001), DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2009), defendem contrariamente ao exposto, que existem investidores com preferência por ações que pagam dividendos, os investidores apresentam atitudes diferentes face a alternativas diferentes, esta preferência é considerada como efeito *clientela*. Este efeito foi originalmente sugerido por Modigliani e Miller (1961), os autores sugerem que as empresas, através da sua política de dividendos, atraem para si a sua própria "*clientela*", cada investidor escolhe de acordo com as suas necessidades e pontos de vista, a empresa em que irá investir.

Todos os investidores interessados em fluxos de caixa estáveis, procuram investir nas empresas que pagam o mesmo dividendo, os que preferem ganhos de capital são atraídos a investir em empresas que reinvestem os lucros, esta ideia está refletida na afirmação de Miller e Modigliani, (1961, pp. 510) de que "*cada empresa tenderia a atrair para si a clientela mais afinada com sua política de dividendos.*"

Vários autores testaram a relação existente entre as rendibilidades esperadas antes de imposto e as taxas de dividendo, concluíram que a taxa de rendibilidade exigida pelos investidores movia-se no sentido da *dividend yield*<sup>12</sup>, isto é se a *dividend yield* fosse alta a rendibilidade exigida também o seria por forma a compensar as perdas fiscais destes investidores, (Litzenberger e Ramaswamy 1979). As preferências dos investidores dependem dos escalões de imposto em que se encontram, baixos escalões de imposto preferem elevados dividendos, e vice-versa.

Allen e Michaely (2002), concluíram que a queda dos preços após a data *ex-dividend* ao ser menor do que o montante dos dividendos distribuídos, evidencia que os impostos têm pouca influência sobre a política de dividendos. Holanda e Coelho (2012), identificaram fatores base da escolha dos investidores para as empresas brasileiras, como o risco, liquidez e situação fiscal de cada acionista concluindo que o efeito *clientela* influencia a política de dividendos.

## 2.9 – TEORIA DO CATERING

Desenvolvida por Baker e Wurgler (2004), esta é uma teoria na área das finanças comportamentais que defende que as decisões sobre os dividendos são influenciadas pela procura por parte dos investidores, e esta pode ser influenciada pelos sentimentos destes. Os gestores praticam uma política de dividendos elevados, quando estão dispostos a pagar um prémio superior nas ações que distribuem dividendos.

Quer seja por razões psicológicas, quer por razões profissionais, o tipo de procura por dividendos da parte dos investidores, varia ao longo do tempo, entre ações de rendimento (pagam elevados dividendos), ou ações

---

<sup>12</sup> Dividend Yield –É um rácio financeiro, que relaciona a quantidade distribuída sob a forma de dividendos e o preços das ações.

de crescimento (ações de empresas com boas perspetivas de crescimento, pagam menos dividendos). Outra ideia defendida pelos autores, na base desta teoria, são as estratégias de arbitragem<sup>13</sup>, a construção de uma carteira de ações pode diversificar, eliminar o risco específico, contudo o sistémico é assumido.

### 3 - HIPÓTESE, METODOLOGIA

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

A rentabilidade é um dos grupos de tributos recorrentes na explicação da política de dividendos, considerada em diversos estudos empíricos e teorias financeiras, sendo que estes tributos financeiros evidenciam a rentabilidade que a mesma empresa apresenta, espelhando o *free cash-flow* disponível, a distribuição destes fundos sob a forma de dividendos, à luz da teoria da agência, tem uma função mediadora de conflitos, existentes entre investidores e gestores, sob a génese da teoria da sinalização, são sinalizadores do mercado. Autores como Denis e Osobov (2006), DeAngelo et al. (2004), Fama e French (2001), Lie (2005), concluíram que as empresas com maiores níveis de rentabilidade apresentam uma tendência superior para o pagamento de dividendos. Esta conclusão leva-nos a esperar uma relação positiva entre a rentabilidade e os dividendos.

Benzinho (2007) para as empresas não financeiras portuguesas, em concordância com os resultados de Lintner (1956), conclui a existência de uma relação positiva entre os dividendos e os resultados líquidos e os dividendos do ano anterior. Já Ribeiro (2010), para o mesmo mercado de capitais, encontrou uma relação uma relação negativa entre os dividendos e o resultado líquido, pondo em causa a validade do modelo de Lintner (1956) na praça portuguesa. 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 rentabilidade, resultados e os dividendos, por forma a testar esta relação formulam-se as seguintes hipóteses:

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

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

O risco, avaliado pela estabilidade dos resultados, é também tido em conta e estudado em diversos estudos empíricos, sendo que este apresenta uma relação negativa com os dividendos. Lintner (1956) e Rozeff (1982) e Grullon et al. (2002), concluem que empresas com menor nível de risco, apresentam maior tendência para pagar dividendos mais elevados, (*ceteris paribus*).

Já Jagannathan et al. (2000) e Lie (2005), partilham da mesma conclusão, contudo em vez de recorrerem aos resultados líquidos, usaram os resultados operacionais e encontraram evidências de que uma menor volatilidade dos resultados operacionais levam ao aumento da distribuição de dividendos, concluíram ainda que após o aumento dos dividendos a volatilidade dos resultados decresce.

Esta possível relação negativa esperada entre a variabilidade dos resultados e os dividendos, levou à formulação e teste da seguinte hipótese:

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

Benzinho (2007) conclui para o mercado de capitais português, que os dividendos são positivamente influenciados pelos dividendos do exercício imediatamente anterior e os resultados do exercício, esta conclusão está em harmonia com as obtidas por Lintner (1956), defendendo uma certa estabilidade na distribuição de dividendos, opinião defendida também por, Goergen, Renneboog e Silva (2005), Arrazola et

---

<sup>13</sup> Arbitragem- operação de compra de ações subavaliada num mercado, e venda desta noutra mercado sobreavaliada, obtendo lucro isento de risco.

al. (1992), Júnior et al. (2010), que nos seus estudos empíricos encontraram uma relação positiva entre os dividendos atribuídos no ano imediatamente anterior e o atual.

Grullon et al (2005)<sup>14</sup>, concluem que os dividendos são afetados pelos resultados passados e presentes, sendo que os resultados futuros não apresentam evidência sobre os dividendos. Esta relação foi também testada e verificada por Fukuda (2000), tendo encontrado evidência empírica da existência de uma relação positiva na variabilidade dos dividendos e os resultados do exercício económico e do imediatamente anterior.

Ribeiro (2010) sugere que o resultado líquido e os dividendos relativos ao exercício económico anterior apresentam um efeito positivo e estatisticamente significativo. Com base no exposto, relativamente aos resultados e dividendos do exercício anterior, espera-se uma relação positiva para as duas variáveis, por forma a testar estes tributos, formula-se a seguinte hipótese:

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

*Hipótese 5: Os resultados do exercício económico imediatamente anterior, estão positivamente relacionados com a distribuição de dividendos no ano seguinte, ceteris paribus.*

Trabalhos de Gentry et al. (2001), Ross (2002) e Deman et al. (2012), concluem que o aumento do valor do dividendo distribuído leva ao aumento do valor de mercado da empresa, e vice versa, esperando-se assim uma relação positiva entre os dividendos distribuídos e o valor de mercado da empresa, medido através da cotação das suas ações ou da sua capitalização bolsista.

Contrariamente a esta conclusão, Elton e Gruber (1970), Brennan (1970), 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*).

Já Pettit (1972), ao estudar o mercado norte-americano, concluiu que a variação da cotação das ações das empresas, aumenta com o aumento da distribuição de dividendos. Num estudo mais recente, Deman et. al. (2012) corroboram a conclusão de Pettit ao evidenciarem uma relação positiva entre a política de dividendos e o valor de mercado da empresa. Assim, sob estes fundamentos, recorreu-se à cotação da ação e à capitalização bolsista de cada empresa como variáveis explicativas do dividendo por ação.

*Hipótese 6: O nível dos dividendos distribuídos está positivamente relacionado com aumento do valor de mercado, ceteris paribus.*

A dimensão, é outro fator de muito relevo em estudos similares, Omran e Point (2004) 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. Esta conclusão é corroborada por autores como Díaz et al. (2002), Naceur et al (2006) e Ribeiro (2010), ao encontrarem uma relação positiva e estatisticamente significativa entre os dividendos e a dimensão da empresa, medida pelo seu volume de negócios.

Para além da utilização do volume de negócios existem outros autores como Noronha et al. (1996), Chen e Steiner (1999), e Salsa (2010), usam o valor do Ativo como medida da dimensão da empresa. Recentemente Gizelle F. et. al. (2013), encontra evidências no seu estudo de que a dimensão apresenta evidências estatisticamente significativas na explicação da distribuição de dividendos. Tendo por base esta possível relação positiva entre a dimensão e a distribuição de dividendos, testa-se a seguinte hipótese:

*Hipótese 7: 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 et al. (2004), verificam uma relação negativa entre as oportunidades de investimento e os seus 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).

---

<sup>14</sup> As conclusões do trabalho, "Dividend changes do not signal changes in future profitability", citam Benartzi (1997).

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 na política de dividendos, Nielke (1994) usou como proxy para o endividamento e risco a autonomia financeira, encontraram um efeito estatisticamente significativo da autonomia financeira e o valor de dividendos distribuídos, já Ribeiro (2010) sugere que o efeito da autonomia financeira não é estatisticamente significativo. Outro rácio frequentemente utilizado em estudos similares é a solvabilidade por forma de avaliar o nível de solvência da empresa. Augusto (2003), ao estudar o impacto das variáveis de financiamento e investimento nos dividendos, encontra uma relação negativa entre o endividamento e os dividendos, conclusão confirmada por DeAngelo e DeAngelo (2006), e por Islam et. al. (2012).

O crescimento das vendas é tido como proxy do crescimento da empresa, na explicação da política de dividendos, mas de acordo com Ribeiro (2010) os resultados não são consensuais entre os vários estudos empíricos. Assim, testar-se-á se a autonomia financeira, o *debt to equity*, o rácio de estrutura do endividamento, testando a relação do endividamento com os dividendos, a variação do volume de negócios permite verificar a relação das oportunidades de crescimento / investimento com os dividendos.

*Hipótese 8: Os dividendos distribuídos estão relacionados negativamente com o nível de dívida da empresa, ceteris paribus.*

*Hipótese 9: Os dividendos distribuídos estão relacionados negativamente com as oportunidades de investimento / crescimento da empresa, ceteris paribus.*

A disponibilidade de meios monetários é apontado como passível de influenciar a política de dividendos, os estudos empíricos aos rácios de liquidez geral e reduzida, Podemos fazer referencia a autores como Diaz et al. (2002), Guzman (2004) e Ribeiro (2010).

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

Ho (2003) no seu estudo encontrou evidência de uma relação negativa entre a liquidez e os dividendos no mercado Japonês. Assim, na expectativa de uma relação positiva, testar-se-á se a disponibilidade de meios monetários como variável explicativa do dividendo por ação.

*Hipótese 10: Os dividendos distribuídos estão relacionados positivamente com os meios líquidos disponíveis da empresa, ceteris paribus.*

### 3.1. – DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

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, conforme Bryman e Cramer (1993).

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), Arrazola et al. (1992), Fernández e Jorge (2003) e Benzinho (2007).

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

Relativamente às variáveis independentes, são vários os indicadores económicos e financeiros, associados às hipóteses de estudo, tendo sido testadas 43 variáveis independentes, contudo apenas 13 variáveis se mostraram ser estatisticamente significativas, as quais são a seguir explicadas:

Payout Ratio (PAYOUT) - Este rácio evidencia a parte dos resultados líquidos do exercício que foram distribuídos sob a forma de dividendos num determinado exercício económico. Este rácio é calculado pela divisão do valor total dos dividendos distribuídos ao longo de um determinado exercício económico pelo resultado líquido evidenciado na demonstração de resultados no final desse exercício, esta variável foi incluída no nosso estudo por forma a verificar a política de estabilidade no pagamento de dividendos, o que nos levou a incluir no nosso modelo a variável (PAYOUTANT), isto é o rácio *payout* do ano anterior.

Rendibilidade Operacional do Ativo (RENDOPAT) - A rentabilidade do ativo da empresa ou rácio *return on assets*, evidencia a capacidade dos ativos da empresa gerarem resultados, é incluída no estudo por forma a testar a significância da rendibilidade na política de dividendos, a rendibilidade operacional do ativo, evidencia a capacidade dos ativos da empresa gerarem resultados, medido através dos resultados operacionais, sendo calculado pela divisão do resultado operacional pelo valor do ativo. A escolha destas variáveis recai em estudos como Nickel (1994), Grullon et al. (2002), Guzmán (2004), Naucer et al. (2006) e Ribeiro (2010).

Dimensão - Testada no nosso modelo com recurso ao volume de negócios e ao ativo líquido evidenciado nos relatórios e contas do final de cada exercício económico, o Volume de negócios (VNEG) evidencia o valor do volume de negócios de cada empresa, vendas e prestações de serviços, o volume de negócios por ação (VNEGAC), que é calculado pela divisão do volume de negócios e o nº de ações da empresa. O ativo por ação (ATIVAC), ou seja o valor do ativo líquido de cada empresa dividido pelo seu nº de ações. Estes atributos são usados frequentemente em estudos com objetivos semelhantes ao nosso, Noronha et al. (1996), Chen e Steiner (1999), Matias (2001), Díaz et al. (2002), Salsa (2010) e Ribeiro (2010).

Valor de mercado - O valor de mercado é um atributo testado em diversos estudos empíricos, por exemplo Gentry et al., (2001), Ross (2002), Deman et al. (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.

Dividend Yield (DIVYELD) - Este rácio evidencia a percentagem da remuneração do acionista dependente do dividendo. Os estudos de Campbell e Shiller (1998) com os dados dos EUA e Heaney e Pavlov (2003) com os dados da Austrália, mostram que existe uma relação positiva entre o *dividend yield* e o valor de mercado da empresa. No nosso estudo introduziu-se a variável DIVYELDANT por forma a testar a estabilidade da política dos dividendos.

Resultado Líquido por ação (RESLIQAC) - O resultado líquido é utilizado em estudos empíricos com objetivos similares ao presente, salientando-se os resultados obtidos por Arrazola et al. (1992), Benzinho (2007), Ribeiro (2010). Usamos o resultado líquido obtido pela empresa e evidenciado no final de cada exercício económico, dividido pelo nº de ações.

Resultado Operacional (RESOP) - O resultado operacional é utilizado, com a mesma finalidade do resultado líquido, é o valor obtido pela empresa e evidenciado no final de cada exercício económico.

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. Traduz no rácio da autonomia financeira evidenciada pela empresa no final de cada exercício económico.

Na tabela que se segue, apresenta-se um resumo das variáveis estatisticamente significativas, no melhor modelo, e o sinal da relação esperada com a variável dependente.

Tabela 1: Variáveis incluídas no modelo.

Variável	Label	Sinal esperado
Resultado Líquido Ação	RESLIQAC	+
Cotação	COT	+
Dividendo Yield	DIVYELD	+
Ativo ação	ATIVAC	+
Capitalização bolsista	CAPBOLS	+
Volume de negócios por ação	VNEG	+
Payout ratio	PAYOUT	+
Rendibilidade operacional do ativo	RENDOPAT	+
Autonomia Financeira	AUTFIN	+
Dividendo Yield do ano anterior	DIVYELDANT	-
Dividendo distribuído no ano anterior	DIVEXANT	+
Payout ratio do ano anterior	PAYOUTANT	+
Resultado operacional	RESOP	+

### 3.2. - METODOLOGIA

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

Recorreu-se ao *software* estatístico *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) versão 19, para estimar o modelo de regressão.

Na regressão, foi considerado o *p-value* para um nível de significância de 5%. A seleção das variáveis com poder discriminativo foi efetuada com recurso ao método *Stepwise*, por forma a obter o melhor modelo possível. Este método consiste na junção de dois outros métodos a Regressão Standard e a Regressão Hierárquica ou sequencial, ou seja, é uma mistura de *Forward* e *Backward*, que, segundo Maroco (2007, pp. 547), permite que a análise vá acrescentando ou retirando variáveis ao processo de análise automaticamente consoante a sua capacidade discriminativa e cumprimento dos pressupostos. Testaram-se os pressupostos do MRLM, pela análise do coeficiente de correlação (R), do coeficiente de determinação (R<sup>2</sup>), dos testes de resíduos de Durbin-Watson e da normalidade de Kolmogorov-Smirnov.

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

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i \quad (1)$$

(i = 1, ..., n)

$Y_i$  - variável dependente, ou seja, o rácio de dividendos por ação;

$\beta$  - Coeficientes da regressão a estimar;

$X_i$  - variáveis independentes ou explicativas.

$\varepsilon_i$  - erro ou variável aleatória.

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

### 4 - ANÁLISE AO MODELO

Numa primeira fase exploratória da regressão linear, foram consideradas 43 variáveis independentes no modelo de regressão, por forma a testar as variáveis que se apresentavam estatisticamente significativas na explicação da variável dependente, e nos conduziram ao melhor modelo.

Assim, pretende-se demonstrar a inferência estatística do modelo de regressão, que consideramos mais explicativo e robusto, iniciamos com uma abordagem à análise de variâncias do modelo, pela observação da tabela Anova da regressão, que permite testar as hipóteses,  $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$  vs  $H_1: \exists i \neq \beta_i \neq 0; (i=1, \dots, k)$ . Obteve-se um valor da estatística de F que possui distribuição F-Snedecor, e apresenta um valor de 45,018. A

esta estatística está associado um  $p\text{-value} = 0,00$ , 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. Após a estimação da regressão, verifica-se que esta apresenta uma elevada capacidade explicativa, isto é as variáveis independentes testadas explicam 77,9% das variações da variável dependente, esta capacidade explicativa é superior a grande parte da apresentada pelos estudos similares, já que os dividendos seguem uma forma aleatória, *Random Walk*<sup>15</sup>.

A presença de multicolinearidade foi verificada através do VIF, sendo que o modelo apresenta um VIF de 3,6 como o mais elevado das variáveis em estudo, valor inferior a 5, só se as variáveis apresentassem valor superior a 5, segundo Maroco (2007), é que se verificava a presença de multicolinearidade, verifica-se assim o pressuposto da multicolinearidade, concluindo-se assim a não existência de correlação entre as variáveis. Relativamente ao pressuposto da independência dos resíduos, através da tabela “*Critical Values for the Durbin-Watson Test*”, verificamos que o valor da estatística de Durbin Watson, por interpolação é  $d = 1,817$ , sendo este um valor próximo de 2, segundo Maroco (2007), não rejeitamos  $H_0$  se  $d \approx 2,0 (\pm 0,2)$ , o que implica que ao não rejeitar  $H_0$  se pode concluir pela não existência de autocorrelação entre os resíduos.

Ao analisar os gráficos de resíduos, *normal probability plot*, verificamos que a maioria dos pontos está na diagonal principal, concluindo que os resíduos apresentam uma distribuição normal. No gráfico *scatterplot*, (Anexo IV), constata-se que os resíduos distribuem-se de uma forma mais ou menos aleatória em torno de zero, pelo que não estamos na presença de homocedasticidade.

O teste de Kolmogorov-Smirnov, usado para concluir se os erros seguem uma distribuição normal, ao apresentar um  $p\text{-value}$  de 0,223, é maior que o nível de significância de 0,05, logo não se rejeita  $H_0$ , ou seja, os dados possuem distribuição normal, e podemos concluir que nos modelos não existe violação aparente dos pressupostos.

A seguir apresenta-se uma tabela (tabela Nº 2) resumo dos vários modelos testados, sendo que a totalidade dos modelos encontram-se no anexo VI, aqui espelham-se o primeiro modelo selecionado, o modelo 8, visto incluir a variável *cash flow* de investimento por ação, que depois pela inclusão de mais variáveis, esta deixa de estatisticamente significativa no modelo 11, o último modelo foi considerado como o melhor modelo explicativo, onde estão explícitos os coeficientes de correlação múltipla, os coeficientes de determinação, os coeficientes de determinação ajustados, a estatística de Durbin Watson e a estatística F.

Tabela 2: Resumo dos outputs de alguns modelos estatisticamente significativos.

	Sinal Esperado baseado nas Hipóteses Formuladas	Modelo 1	Modelo 8	Modelo 11	Modelo 15
CONST.		,096*** (,017)	-,022 (,021)	-,143*** (,037)	-,203*** (,033)
DIVEXANT	+	,572*** (,061)	,321*** (,058)	,255*** (,057)	,190*** (,058)
COT	+		,005*** (,001)	,004*** (,001)	,004*** (,001)
DIVYELD	+		3,028*** (,341)	2,533*** (,353)	2,759*** (,347)
DIVYELDANT	-		-2,009*** (,440)	-1,670*** (,426)	-1,695*** (,469)
CAPBOLS	+		7,45E-12*** (,000)	7,84E-12*** (,000)	9,52E-12*** (,000)
CF. INVEST. AÇÃO	-		,027*** (,006)	,003 (,012)	,087
ATIVAC	+		,004*** (,001)	,008*** (,001)	,010*** (,001)
VNEGAC	+		-,003*** (,001)	-,003*** (,001)	-,004*** (,001)
PAYOUT	+			,053*** (,015)	,059*** (,015)
AUTFIN	+			,157** (,059)	,147* (,058)
RENDOPAT	+			,628* (,266)	1,018*** (,185)
RESLIQAC	+				,009** (,003)
PAYOUTANT	+				,044* (,019)
RESOP	+				-3,11E-11* (,000)
R		,576	,853	,871	,883
R <sup>2</sup>		,332	,728	,758	,779
R <sup>2</sup> a		,329	,715	,742	,762
D W		1,775	1,784	1,820	1,817
F		88,607***	57,252***	47,823***	45,018***

Variável dependente: Valor do dividendo por ação

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

<sup>15</sup> *Random Walk*, é a terminologia usado para descrever o passeio aleatório que os dividendos mostram seguir.

A equação do modelo 15, pode ser considerado como o modelo que melhor explica de uma forma empírica os dividendos por ação, sendo este dado por:

$$\begin{aligned} DIVAC = & -0,203 + 0,190DIVEXANT + 0,004COT + 2,759DIVYELD - 1,695DIVYELDANT \\ & + 9,52^{-12} CAPBOLS + 0,010ATIVAC - 0,004VNEGAC + 0,059PAYOUT \\ & + 0,147AUTFIN + 1,018RENDOPAT + 0,009RESLIQAC \\ & + 0,044PAYOUTANT - 3,11^{-11} RESOP \end{aligned} \quad (5)$$

#### 4.1.- ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Ao analisar a equação do modelo, verifica-se que os coeficientes apresentam magnitudes diferentes. Nesta situação, segundo Maroco (2007), uma simples comparação dos coeficientes de regressão para avaliar a importância de cada variável na explicação da variável dependente não é suficiente; pelo que deve recorrer-se à análise das variáveis estandardizadas no ajustamento. Pela análise dos valores absolutos dos coeficientes de regressão estandardizados, verifica-se que as variáveis que apresentam maiores contribuições relativas na explicação dos dividendos por ação, são o ativo por ação, o dividendo yield, a capitalização bolsista, a rentabilidade operacional do ativo e volume de negócios por ação.

Analisando o efeito explicativo das variáveis independentes sobre a variável dependente, comprova-se relativamente à variável DIVEXANT, que os resultados evidenciam um efeito significativamente positivo sobre os dividendos por ação distribuídos aos acionistas, sugerindo deste modo que as empresas não financeiras cotadas no mercado de capitais português, apresentam uma tendência para manterem uma certa estabilidade na sua política de dividendos. Esta estabilidade é também comprovada pela variável PAYOUT, PAYOUTANT, DIVYELD.

Já a variável DIVYELDANT apresenta uma relação negativa com o montante de dividendos distribuídos, sendo esta relação justificada devido a este rácio evidenciar a percentagem da remuneração dos acionistas dependentes do dividendo, ocorrendo uma distribuição sob a forma de dividendos, produzirá um aumento do valor da cotação, esta valorização da cotação altera a percentagem de remuneração ao acionista sob forma de dividendos, no ano seguinte, *ceteris paribus*.

A evidência encontrada no estudo de que as empresas optam por manter uma certa estabilidade na política de dividendos, é defendida também por Benzinho (2007). Este autor conclui que para o mercado de capitais português os dividendos são positivamente influenciados pelos dividendos do exercício imediatamente anterior e pelos resultados do exercício. O que é, também, defendido por Goergen, Renneboog e Silva (2005), Júnior 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 é, também, corroborada pela análise das variáveis DIVYELD e DIVYELDANT, como referenciado anteriormente, e vai ao encontro das conclusões obtidas por autores como Gordon e Brigham (1968), Pettit (1972), Asquith e Mullins (1983), Deman et al. (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.

Contrariamente, autores como Litzenberger e Ramaswamy (1979), defendem 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*).

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

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

O investimento e oportunidades de crescimento são variáveis financeiras com elevada utilização em estudos com objetivos similares ao nosso, frequentemente medidas pelo crescimento das vendas. Contudo esta variável não se mostrou significativa na explicação dos dividendos na praça portuguesa, esta não significância é coincidente com o estudo de Ribeiro (2010) e Nickel (1994).

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

A variável *RENDOPAT*, pelo sinal positivo evidenciado, leva-nos a concluir que uma maior rentabilidade proporciona uma maior distribuição de dividendos. Esta conclusão é coincidente com as obtidas por Nickel (1994), DeAngelo et al. (2004), Fama e French (2001) e Naucer et al. (2006) e Holanda A. e Coelho A. (2012), contrariando por sua vez evidências encontradas por Guzmán (2004) e Ribeiro (2010).

A variável *VNEGAC*, contrariamente ao esperado, como medidor da dimensão apresenta evidência estatística significativa, mas uma relação negativa com os dividendos distribuídos, este resultado contraria as evidências encontradas por Dias et al. (2002) e Ribeiro (2010), apesar destas evidências terem sido encontradas para o volume de negócios em valor absoluto e não valor por ação.

A relação apresentada por esta variável para com os dividendos distribuídos por ação, um aumento no volume de negócios da empresa, proporciona oportunidades de crescimento, um aumento de valor apresentado por esta variável, leva a empresa a investir por forma a crescer no mercado, nacional ou internacional, preterindo os dividendos ao investimento, indo ao encontro das evidências e conclusões encontradas por autores como Patra T., Poshakwale S. e Ow-Yong K. (2012) e Giselle et. al. (2013), da relação negativa entre as oportunidades de crescimento e a distribuição de dividendos.

A dimensão, medida pela variável *ATIVAC*, apresenta uma relação estatisticamente positiva e significativa com os dividendos, defendendo a ideia de que empresas de maior dimensão pagam mais dividendos, conclusão defendida por Noronha et al. (1996), Chen e Steiner (1999), Holanda A. e Coelho A. (2012) e Giselle et al (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 da variável *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, sendo que 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 Fernandez (1988) e Nickel (1994).

Sendo que o rácio de autonomia financeira determina a percentagem dos ativos que são financiados pelo capital próprio. De uma forma genérica, quanto maior for este rácio, melhor e maior estabilidade financeira é apresentada pela empresa, conclusão também obtida por Augusto (2003), DeAngelo e DeAngelo (2006) e contrária à encontrada por Ribeiro (2010), o autor sugere que a autonomia financeira não é estatisticamente significativa.

Respeitante à variável solvabilidade, medida da estabilidade financeira da empresa, no nosso estudo não se mostrou estatisticamente significativa.

O risco, avaliado pela estabilidade / volatilidade dos resultados, foi testado empiricamente, não se evidenciando estatisticamente significativo na explicação do montante de dividendos distribuídos por ação, contrariamente aos resultados de Litner (1956), Rozeff (1982) e Grullon et al. (2002), que concluíram que um aumento dos dividendos é efetuado por empresas com menor nível de risco.

## 5– CONCLUSÕES GERAIS DA DISSERTAÇÃO

Tal como foi referido na parte inicial do trabalho, a política de dividendos tem sido uma das áreas das finanças empresariais, que tem concebido mais trabalhos de investigação empírica e teórica. O presente estudo teve por base identificar os fatores determinantes da política de dividendos das empresas não financeiras da praça portuguesa, tendo sido aplicado o método dos mínimos quadrados ordinários num MRLM em que a variável dependente é o dividendo por ação que a empresa distribui aos seus acionistas.

A rendibilidade ao ser estudada na ótica da teoria da agência, pode ter uma função mediadora de conflitos, existente entre investidores e gestores, sendo que esta espelha o *free cash-flow* disponível, é apontado como arma usada para combater estes conflitos, ao ser distribuído sob a forma de dividendos, já sob a gênese da teoria da sinalização, a distribuição de dividendos pode ser uma das formas de sinalização ao mercado.

As conclusões do estudo para este indicador, rendibilidade, permitem ir ao encontro da opinião de que as empresas cotadas na praça portuguesa, que evidenciam um maior nível de rendibilidade e resultados líquidos por ação, apresentam maior tendência para pagar dividendos, mostrando estar em consonância com a teoria da relevância dos dividendos.

Contrariamente à evidência dos resultados líquidos, temos a relação negativa apresentada pelos resultados operacionais, concluindo que este indicador apresenta um movimento contrário da variável explicada, parecendo indicar que não é um valor mais elevado dos resultados operacionais, que fará aumentar o montante distribuído em dividendos, concluindo que as empresas optam por reter resultados para os investir, perante as oportunidades de crescimento.

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

O presente estudo permite concluir que as empresas cotadas na *euronext lisbon*, ao distribuírem dividendos apresentam uma valorização da cotação das suas ações e consequentemente da sua capitalização bolsista. As empresas que permaneceram no índice bolsista da Euronext Lisbon no período de 1997 a 2011, apresentam uma tendência de manutenção e estabilidade no *payout*, concedendo privilégio à prática de uma estabilidade na sua política de dividendos, encontrando-se também aqui evidências coincidentes com o modelo de Lintner (1956), relativamente à verificação de uma certa estabilidade na política de dividendos e à indicação de que a política de dividendos das empresas, num determinado exercício económico é influenciada positivamente pelos dividendos do exercício anterior.

A dimensão, é outro fator de relevo no estudo, nos resultados obtidos apresenta uma relação positiva e significativa, coerente com a teoria de agência, concluindo que as empresas de maior dimensão, apresentam tendência a pagar mais dividendos.

As conclusões dos inúmeros estudos empíricos sobre a política de dividendos, como referido anteriormente, não são consensuais, o que nos leva a acreditar que a investigação nesta área esteja inacabada.

No estudo empírico, como nos outros estudos, sentimos algumas limitações, a obtenção dos dados contabilísticos – financeiros foi a primeira, por não dispormos de uma base de dados financeiros, os dados foram transcritos manualmente, e algumas informações não foram possíveis de obter, como o exemplo as cotações da Galp.

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, contribuiu para a diminuição da amostra, esta limitação de tamanho não permitiu saciar o fascínio da investigação.

Penso, que por forma a ultrapassar estas e outras limitações, em futuras investigações, deve-se incluir para além das variáveis económico-financeiras, variáveis que fujam do âmbito financeiro, isto é, variáveis que testem a preferência dos investidores, incluir a situação do mercado financeiro, através de variáveis macroeconómicas e variáveis setoriais, devendo ser alargado a outros mercados de capitais.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ali, M., (2010). "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*, Vol. 2, Nº 4, pp. 52-64.
- Akerlof, G., Spence, M. e Stiglitz, J., (2002). "Markets with Asymmetric Information". *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 104, pp. 195-211.
- Arrazola, M., Hevia, J. e Mato, G., (1992). "Determinantes de la distribución de dividendos". *Investigaciones Económicas*, Vol. 16, Nº 2, pp. 235-258.
- Augusto, G., (2003). "Política de dividendos e estrutura de capitais: uma abordagem integrada no contexto das empresas da indústria transformadora portuguesa". Tese de doutoramento, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Azar, S., (2012). "Determinants of cyclical aggregate dividend behavior". *Review of Economics e Finance*, Vol. 2, august, pp. 71-78.
- Baker, M., Wurgler, J., (2004). "A catering theory of dividends". *Journal of Finance*, Vol. 59, June, pp. 1125-1165.
- Bar-Yosef, S. e Huffman, L., (1988). "The information of dividends: a signaling approach". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, Nº1, pp. 47-58.
- Bastos, D. e Nakamura, W., (2009). "Determinants of the capital structure of publicly-traded companies in Brazil, México and Chile in the period 2001-2006". *Revista Contabilidade e Finanças, USP, São Paulo*, Vol. 20, Nº50, pp. 75-94.
- Benzinho, J., (2004). "The dividend policy of the Portuguese corporations: Evidence from Euronext Lisbon". *Working Paper*, Coimbra Business School. Available at SSRN [http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=609461](http://papers.ssrn.com/abstract_id=609461).
- Bhattacharya, S., (1979). "Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy, Bell". *Journal of Economics*, Vol. 10, Nº1, pp. 259-270.
- Bhattacharya, N., (2003). "Good managers work more and pay less dividends - a model of dividend policy". *Working Paper*, University of Alaska. Available at SSRN <http://ssrn.com/abstract>.
- Black, F., (1976). "The dividends Puzzle". *Journal of Portfolio Management*, Vol.2, Nº2 pp. 5-8.
- Brealey, A. e Myers, S., (2008). "*Princípios de Finanças Empresariais*". 8ª Edição, McGraw-Hill Portugal.
- Brugni T., Neto A., Bastianello R. e Paris P., (2012). "Influence of Dividends on the earnings informativeness: Empirical evidence in the BM&FBovespa". *Revista Universo Contábil*, ISSN 1809-3337, Blumenau, Vol. 8, Nº 3, pp. 82-99.
- Buckley, A., Ross, A., Westerfield, W. e Jaffe, F., (1998). "*Corporate Finance Europe*". European edition, McGraw-Hill Higher Education.
- Campbell, J. e Shiller, R., (1998). "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook". *Journal of Portfolio Management*, Vol. 24, Nº2, pp. 11-26.
- Charest, G., (1978). "Dividend information, stock returns and market efficiency – II". *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, pp. 297-330.
- Chen, R. e Steiner, T., (1999). "Managerial ownership and conflicts: a nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy and dividend policy". *Working Paper*, University of Dayton. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=142162>.
- Clayton, J., Ling, D. e Naranjo, A., (2009). "Commercial Real Estate Valuation: Fundamentals Versus Investor Sentiment". *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 38, Nº 1, pp. 5-37.
- Collins, J. e Kemsley, D., (2000). "Capital gains and dividend taxes in firm valuation: evidence of triple taxation". *The Accounting Review*, Vol. 75, Nº4, pp. 405-427.
- Damodaran, A., (2001). "*Corporate Finance: Theory and Practice*". Wiley, 2ª edition.
- Daskalakis, N. e Thanou, E., (2010). "Capital Structure of SMEs: To What Extent does Size Matter". *Working Paper*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1683161>.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., (1990). "Dividend policy and financial distress: an empirical investigation of troubled NYSE firms". *Journal of Finance*, Vol. 45, Nº5, pp. 1415-1431.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. e Skinner D., (2000). "Special dividends and the evolution of dividend signaling". *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, Nº3, pp. 309-354.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. e Skinner, D., (2004). "Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings". *Journal of Financial Economics*, Vol. 72, Nº , pp. 425-456.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. e Stulz, R., (2006). "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory". *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, Nº 2, pp. 227-254.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner D. e Douglas J., (2009). "Corporate Payout Policy". *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 3, Nº 2-3, pp. 95-287.
- Demam, E., Kungwal, T. e Wstar, A., (2012). "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>.
- Denis, D. e Osobov, J., (2006). "Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy". *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, pp. 62-82.
- Díaz, A., Enríquez E., Suárez, J. e Fernández, P., (2002). "Los parâmetros característicos de las empresas cotizadas según la política de dividendos". *X Encuentro ASEPUC*, 30, 31 de Maio e 1 de Junho, Santiago de Compostela.
- Douglas, B. e Wilson, N., (2009). "Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas do Brasil, México e Chile". *Revista de Contabilidade e Finanças, USP, São Paulo*, Vol. 20, Nº 50, pp. 75-94.
- Elton, E. e Gruber, M., (1970). "Marginal stockholders, tax rates and clientele effect". *Review of Economics and Statistics*, Nº 52, pp. 68-74.
- Fama, E. e Babiak, H., (1968). "Dividend policy: an empirical analysis". *Journal of the American Statistical Association*, Nº 63, pp. 32-61.
- Fama, E. e French, K., (2001). "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?". *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, Nº1, pp. 67-79.
- Fama, E. e French, K., (2002). "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt". *The Revue of Financial Studies*, Vol. 15, Nº1, pp. 1-33.
- Farinha, J., (2002). "Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.30, pp. 1173-1209.
- Fávero, M., Neves, R., (2009). "Competências para resolver problemas e para analisar a resolução de problemas". *Revista Semestral da Associação Brasileira de Psicologia Escolar e Educacional*, Vol. 13, Nº 1, pp. 113-124.
- Fernández, A. e Jorge, M., (2003). "Factores explicativos de la política de dividendos: Evidencia empírica en mercados bursátiles europeos". *XII Congreso AECA*, 29 de Setembro a 1 de Outubro, Cádiz.
- Ferreira J., Nakamura, W., Martin D. e Bastos D., (2010). "Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de Dividendos das firmas listadas na Bovespa". *Revista FACEF*. Vol. 13, Nº 2, pp. 190-203.
- Fonteles, I., Junior, C., Vasconcelos, A. e Luca, M., (2012). "Dividend Policy of Companies in the Bm&FBovespa Index Dividend", *Revista de Contabilidade Vista & Revista*, Vol. 23, Nº 3, pp. 173 -204.

- Fortin, M., (1999). "O processo de investigação: da conceção à realização". Loures -Lusociências. ISBN 972-8383-10-X.
- Fukuda, A., (2000). "Dividend changes and earnings performance in Japan". *Pacific- Basin Finance Journal*, Vol. 8, Nº1, pp. 53-66.
- Futema, M., Basso, C. e Kayo, K., (2009). "Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil". *Revista Contabilidade & Finanças*, Vol. 20, Nº 49, pp. 44-62.
- Gentry, W., D. Kemsley e C.J. Mayer (2001), Dividend Taxes and Share Prices: evidence From Real Estate Investment Trust, NBER Working paper no.w8486.
- Gizelle, P., Allen, M. e Weeks, S., (2013). "Determinantes da política de dividendos para as empresas de ADR". *Administração Financeira*, vol. 39, Nº 12, pp.1155 – 1168.
- Gitman, J., (2001). "*Princípios de administração financeira*". 10ª ed. São Paulo: Pearson.
- Goergen, M., Renneboog, L. e Silva, L., (2005). "Dividend policy of German firms". *Working Paper*, Tilburg University. Available at <http://amo.uvt.nl/show.cgi?fid=80758>.
- Gordon, J. e Shapiro, E., (1956). "Capital equipment analysis: the required rate of Profit". *Review Management Science*, Vol. 3, Nº 1, pp.102-110.
- Gordon, J., (1959). "Dividends, earnings and stock price". *Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, Nº 2, pp. 99-105.
- Gordon, J. (1959). "The savings, investment and valuation of a corporation". *Review of Economics and Statistics*, Vol. 45, Nº 1, pp. 37-51.
- Graham, B. e Dodd, D., (1951). "*Security analysis: principles and techniques*". McGraw Hill Books Company, New York.
- Grullon, G., Michaely, R. e Swaminathan, B., (2002). "Are dividend changes a sign of firm maturity?". *The Journal of Business*, Vol. 75, Nº3, pp. 387-424.
- Grullon, G. e Michaely, R., (2004). "The information content of share repurchase Program". *Journal of Finance*, Vol.59, Nº 2, pp.651-680.
- Grullon, G., Michaely, R., Banerzi, S. e Thaler, R., (2005). "Dividend changes do not signal changes in future profitability". *Journal of Business*, Vol. 78, Nº 5, pp. 1659-1682.
- Guay, W. e Harford, J., (2000). "The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases". *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, Nº3, pp. 355-384.
- Gujarati, D., (2003). "*Basic Econometrics*". Fourth Edition, McGraw-Hill.
- Guzmán, I., (2004). "Factores explicativos del reparto de dividendos a cuentas en las empresas españolas". *Working Papper*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A. Available at <http://www.ivie.es/downloads/docs/wpasec/wpasec-2004-09.pdf>.
- Harris, T., e Kemsley, D., (1999). "Dividend taxation in firm valuation: new evidence". *Journal of Accounting*, Vol. 37, Nº 2, pp. 275-291.
- Heaney, R. e Pavlov, V., (2003). "The Relationship Between Dividend Yield and Equity Market Value, Austrália". School of Economics and Finance, Business RMIT, University Melbourne.
- Hess, P., (1992). "*The dividend debate: 20 years of discussion - The revolution in corporate finance*". Blackwell Publishers, Cambridge, Massachusetts.
- Ho, H., (2003). "Dividend policies in Australia and Japan". *International advances in Economic Research*, Vol. 9, Nº 2, pp. 91-100.
- Holanda, A. e Coelho, A., (2012). "Dividendos e efeito clientela: Evidência no Mercado Brasileiro". *Revista de Administração de Empresas*, Vol. 52, Nº 4, pp. 448-463.
- Islam T., Aamir, M., Ahmad, A., Saeed, M., (2012). "Determinants and Motivators of Dividend Policy: A Study of Cement Industry of Pakistan". *Mediterranean Journal of Social Sciences*, Vol. 3, Nº 2, pp. 103-108.
- Jagannathan, M., Stephens, C. e Weisbach, M., (2000). "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases". *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, pp. 355-384.
- Jensen, C. e Meckling, W., (1976). "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nº 4, pp.305-360.
- Jensen, C., (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers". *American Economic Review*, Vol.76, Nº 2, pp.332-329.
- Junior, W., Nakamura, W., Martin, D. e Bastos, D., (2010). "Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na bovespa." *FACEF*, Vol.13, Nº 2, pp. 190-203.
- Kalay, A. e Lowenstein, U., (1986). "The information content of the timing of dividend announcements". *Journal of Financial Economics*, Vol. 16, Nº 3, pp. 373-388.
- Kane, A., Lee, Y. e Marcus, A., (1980). "Signaling, information content and the reluctance to cut dividends." *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol.15, Nº 14, pp. 855-870.
- Kumar, R. e Kumar, J., (2012). "Determinants of Corporate Dividend Policy in India - A Study of Listed IT Companies at BSE". *XI Capital Markets Conference*, 21-22 December 2012, Indian Institute of Capital Markets (UTIICM). Available at SSRN, [http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=2258333](http://papers.ssrn.com/abstract_id=2258333).
- La Porta, R., Lopez, F., Shleifer, A. e Vishny, R., (1997). "Legal determinants of external finance". *Journal of Finance*, Vol. 52, Nº 3, pp. 1131-1152.
- La Porta, R., Lopez, F., Shleifer, A. e Vishny, R., (1998). "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, Vol.106, Nº6, pp. 1113-1155.
- Lang, H. e Litzengerger, R., (1989). "Dividend announcements: cash flow signaling versus free cash flow hypothesis?". *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 181-191.
- Lie, E., (2005). "Financial flexibility, performance and the corporate payout choice". *The Journal of Business*, Vol. 78, Nº 6, pp. 2179-2201.
- Lintner, J., (1956). "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes". *American Economic Review*, Vol.º 46, pp. 97 -113.
- Litzenberger, R. e Ramaswamy, K., (1979). "The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence". *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, Nº 2, pp. 163-195.
- Maroco, J., (2007). "*Análise Estatística com utilização do SPSS*". Lisboa: Edições Sílabo.
- Matias, M., (2001). "*Especificidade dos ativos e estrutura de capital*". Tese de doutoramento, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa (ISCTE).
- Modigliani, F. e Miller, H., (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investmen". *American Economic Review*, Vol. 48, Nº 3, pp. 261-297.
- Modigliani, F. e Miller, H., (1961). "Dividend policy, growth and the valuation of Shares". *Journal of Business*, Vol. 34, Nº 4, pp. 411-433.
- Miller, H. e Rock, K., (1985). "Dividend policy under asymmetric information". *The Journal of Finance*, Vol. 40, Nº4, pp. 1031-1051.
- Myers, S. e Majluf, N., (1984). "Corporate Financing and Investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, Vol.13, Nº 2, pp. 187-221.
- Naceur S., Goaid, M. e Belane, S. A., (2006). "On the determinants and dynamics of dividends policy". *International Review of Finance*, Vol. 6, pp. 1-23.

- Nascimento, S., Galdi, C., (2011). "Motivações determinantes para a recompra de ações: um estudo empírico no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2008." *Revista de Administração Mackenzie*, Vol. 12, Nº 5, pp. 98-121.
- Niekel, M. (1994). "Factores influyentes en el reparto de dividendos: Analisis de regression aplicado a la bolsa de Madrid". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 24, Nº 78, pp. 33-69.
- Noronha, G., Shome, G. e Morgan, E., (1996). "The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions". *Journal of Banking and Finance*, Nº 20, pp. 439-454.
- Novis, N., Saito, J., (2003). "Pagamento de dividendos e persistência de retornos anormais das ações, evidencia no mercado brasileiro". *RAUSP – revista de administração*, Vol. 38, Nº 2, pp. 135-143.
- Pacheco, L., (1999). "Política de dividendos: O estado a arte". *Revista de Contabilidade e Comércio*, Vol. 56, Nº 222, pp. 211-268.
- Pacheco, L., (2005 a). "Política de Dividendos, texto de apoio de Finanças II". Universidade Católica Portuguesa - Centro Regional do Porto.
- Pacheco, L., (2005 b). "Sistema Financeiro, texto de apoio de Finanças I". Universidade Católica Portuguesa - Centro Regional do Porto.
- Papadopoulos, D. e Charalambidis, D., (2007). "Focus on presente status and determinants of dividend payout policy: Athens stock exchange in prespective". *Journal of Financial Management and Analysis*, Vol. 20, Nº 2, pp. 24-37.
- Patra T, Poshakwale S., e Ow-Yong, K., (2012). "Determinants of corporate dividend policy in Greece". *Applied Financial Economics*, Vol. 22, Nº 13, pp. 1079-1087.
- Pettit, R., (1972). "Dividend announcements, security performance and capital market Efficiency". *Journal of Finance*, Vol. 27, Nº5, pp. 993 – 1007.
- Pettit, R. (1977), "Taxes, Transaction Costs and the Clientele Effect of Dividends", *Journal of Financial Economics*, 5, n° 3, pp. 419-436.
- Rao, S., (1987). "Financial Management: Concepts and Applications". Macmillan Publishing Company, 1st Edition.
- 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*, Vol. 9, Nº 1- 2, pp. 15-25.
- Ramacho, J. e Cidrais, V. (2007). "A eficiência do mercado de capitais português e o anúncio dos resultados contabilísticos". *Tékhné – Polytechnical Studies Review*, Nº 7, pp. 235-251.
- Ross, A., Westerfield, W. e Jaffe, J., (2002). "Administração Financeira, Corporate Finance". 2ª edição, São Paulo.
- Rozeff, M., (1982). "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios". *Journal of Financial Research*, Vol. 5, Nº 3, pp. 249-259.
- Saez, R., (2005). "Dividend taxes and corporate behavior". *The quarterly journal of economics*, Vol. 120, pp. 791-833.
- Salsa, R., (2010). "Política de dividendos e ciclo de vida das empresas". *Encontros científicos, Tourism e Management Studies*, Nº 6, pp. 162-174.
- Tavares, F., (2011). "Avaliação Imobiliária- Entre a ciência da avaliação e a arte da apreciação". Tese de doutoramento, Universidade de Aveiro.
- Thanatawee, Y., (2011). "Life cycle theory and free cash flow hypothesis, evidence from dividend policy in Thailand". *International journal of financial research*, Vol. 2, Nº 2, pp. 52-60.
- Tse, C., (2002). "Signs of the times". *Financial Management*, Chartered Institute of Management Accountants, pp. 30-31.
- Walter, E., (1956). "Dividend policies and common stock prices". *Journal of Finance*, Vol. 11, pp. 29-41.
- Yilmaz, A. e Selcuk, E., (2010), "Information content of Dividends: Evidence from Istanbul stock exchange." *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 3, Nº 3, pp. 126-132.