



Instituto Politécnico de Santarém
Escola Superior de Gestão e Tecnologia

**DIVIDENDOS, ENDIVIDAMENTO E IMPOSTOS: EVIDÊNCIA
EMPÍRICA PARA AS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS
COTADAS NA *EURONEXT LISBON***

[Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças]

Ana Regina D'Almeida Pó Marneca

Santarém

2015



Instituto Politécnico de Santarém
Escola Superior de Gestão e Tecnologia

**DIVIDENDOS, ENDIVIDAMENTO E IMPOSTOS: EVIDÊNCIA
EMPÍRICA PARA AS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS
COTADAS NA *EURONEXT LISBON***

[Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças]

Ana Regina D'Almeida Pó Marneca

Orientador:

Professor Coordenador Doutor António José Morão Lourenço

Santarém

2015

AGRADECIMENTOS

*Os nossos conhecimentos são a reunião do raciocínio
e experiência de numerosas mentes.*

Ralph Emerson

Nós somos o reflexo da educação a que somos sujeitos. A educação e valores que me foram proporcionados culminou numa vontade de alcançar o conhecimento e colocar o meu cunho em tudo o que faço.

É neste sentido que agradeço aos meus pais, ao meu irmão, bem como, à minha família materna, na pessoa da minha avó, Irene, uma matriarca indubitável. Não é demais salientar a importância dos meus tios MJ e JC. De todos, absorvi as suas qualidades e defeitos, fazendo de mim o que sou hoje; agradecendo-lhes, por isso. Esta dissertação reflete o que sou e, que trilho quero seguir.

Não posso deixar de retribuir ao Miguel, por todo o incentivo e paciência nas fases críticas; por acreditar em mim e exigir, todos os dias, que me supere.

Seguidamente, exprimo o meu agradecimento ao meu orientador, o Professor Coordenador Doutor António Lourenço, pela sua disponibilidade, conhecimentos e esclarecimentos prestados ao longo da dissertação.

Evidencio o préstimo do Professor Doutor Nuno Leitão pelo interesse despertado, bem como, o saber transmitido.

Ao longo da dissertação recebi, ainda, o auxílio da Dr.^a Arnaldina Baeta, do meu amigo Bernarndo Calhanas, e dos colegas Eduardo Oliveira e Filipe Nunes.

Por último, e não menos importantes, agradeço aos meus colegas de Mestrado Paulo Marques e Paulo Silva pelo incentivo e auxílio.

Aos demais, agradeço o apoio indirecto prestado.

Dividendos, Endividamento e Impostos: evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*

RESUMO

O *puzzle* dividendos permanece intrigante, merecendo a atenção de diversos investigadores. Teorias como as da Agência, Sinalização, Preferência Tributária ou, até mesmo, do *Pecking Order*, têm contribuído para a sua desmistificação. O presente estudo tem como objetivo investigar a influência do endividamento e dos impostos sobre a política de dividendos, de 30 empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*, no período compreendido entre 2006 e 2013. Neste sentido, este estudo, contribui para a compreensão do efeito duplo destas duas variáveis. A metodologia adotada foi a regressão de dados em painel estáticos e dinâmicos, através do *software* econométrico *STATA*[®]. Definiu-se como variável dependente o dividendo pago por ação e, testaram-se, ainda, fatores como: a rendibilidade do ativo, a dimensão, e, a rendibilidade do capital próprio. No decorrer da investigação concluiu-se que os resultados em painel dinâmico produziam melhores estimativas. Os resultados sugerem a existência de um efeito negativo do endividamento na distribuição de dividendos, ao contrário da rendibilidade do ativo, da dimensão e da rendibilidade do capital próprio que parecem influenciar positivamente os dividendos distribuídos pelas empresas. Porém, não foi possível validar a variável impostos e a variável desfasada dividendos por ação. Conclui-se, assim, que os dividendos do período anterior exercem uma influência negativa sobre a distribuição de dividendos das empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*, ao contrário do esperado. Este efeito negativo pode ser explicado através da Teoria do *Pecking Order* uma vez que o aumento das restrições financeiras, impostas ao mercado português, tem forçado as empresas a diminuir o pagamento de dividendos independentemente dos dividendos distribuídos anteriormente.

Dividendos, Endividamento e Impostos: evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*

ABSTRACT

Dividends puzzle remains intriguing and captures the attention of many researchers. Theories as the Agency, Sign, Tax Preference or even the Pecking, have contributed to its demystification. This study aims to investigate the influence of debt and taxes on dividend policy of 30 non-financial companies listed on Euronext Lisbon, between 2006 and 2013. Thus, this study contributes to the understanding of the double effect of these two variables. The methodology adopted was the data regression in static and dynamic panel, through econometric *STATA* software. A dividend paid per share was defined as the dependent variable. Factors such as return on assets, the size, and the return on equity were also tested. It was concluded during the investigation that the dynamic panel results produced the best estimate. Results suggest the existence of a negative effect of debt in the distribution of dividends, unlike the return on assets, the size and return on equity that appear to positively influence the dividends distributed by companies. However, it was not possible to validate the variable taxes and the variable lagged dividends per share. Therefore we can conclude that the dividends of the previous period have a negative influence on the distribution of dividends to non-financial companies listed on Euronext Lisbon, contrary to expectations. This negative effect can be explained by the Pecking Order Theory since the increase of the financial restrictions imposed on the Portuguese market has forced companies to lower their dividend payment regardless of dividends distributed earlier.

ÍNDICE GERAL

AGRADECIMENTOS	iii
RESUMO	iv
ABSTRACT	v
ÍNDICE DE QUADROS	ix
ÍNDICE DE TABELAS	x
ÍNDICE DE FIGURAS	xii
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	xiii
INTRODUÇÃO.....	1
A. Enquadramento inicial.....	1
B. Objetivos.....	2
C. Relevância.....	3
D. Metodologia de Investigação.....	3
E. Estrutura.....	3
F. Principais Resultados Esperados.....	4
CAPÍTULO I – ENQUADRAMENTO TEÓRICO.....	5
1.1 Conceitos Teóricos.....	5
1.2 Teorias sobre a Política de Dividendos.....	6
1.2.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos.....	6
1.2.2 Teoria da Relevância dos Dividendos.....	7
1.2.3 Teoria da Preferência Tributária.....	8
1.2.4 Teoria da Sinalização.....	9
1.2.5 Teoria do Custo de Agência.....	10
1.2.6 Teoria do Pecking Order.....	12
1.3 Estudos Empíricos.....	16
1.4 Síntese.....	23
CAPÍTULO II – ENQUADRAMENTO CONTEXTUAL - DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS EM PORTUGAL	25
2.1 Enquadramento.....	25
2.2 Tributação dos Dividendos.....	26
2.2.1 Outrora.....	26

2.2.2 Atualidade.....	28
2.3 Tributação das Mais-Valias de Partes Sociais.....	29
2.4 Comparação entre a Tributação dos Dividendos e das Mais-Valias	30
2.5 Síntese.....	31
CAPÍTULO III – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO.....	32
3.1 Amostra e Base de Dados.....	32
3.1.1 Caracterização da Amostra.....	32
3.1.2 Período de Análise.....	33
3.1.3 Dados	33
3.2 Variáveis do Estudo.....	34
3.2.1 Variável Dependente	34
3.2.2 Variáveis Independentes.....	34
3.3 Hipóteses a Testar.....	40
3.4 Método de Estimação	41
3.4.1 Estimadores estáticos.....	42
3.4.1.1 Método dos Mínimos Quadrados Ordinários	43
3.4.1.2 Método dos Efeitos Fixos	44
3.4.1.3 Método dos Efeitos Aleatórios	44
3.4.2 Estimador Dinâmico	46
3.4.3 Modelos a Estimar	47
3.4.3.1 Modelo Estático	47
3.4.3.2 Modelo Dinâmico	47
CAPÍTULO IV – RESULTADOS OBTIDOS.....	48
4.1 Estatística Descritiva da Amostra.....	48
4.2 Correlação entre as variáveis explicativas.....	49
4.3 Resultados da Estimação	50
4.4 Discussão dos Resultados Obtidos	51
CONCLUSÕES.....	54
A. Considerações Finais	54
B. Limitações do Estudo	57
C. Perspetivas de Investigação Futura.....	58

BIBLIOGRAFIA	59
APÊNDICES	66
ANEXOS	68

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 - Síntese das principais Teorias sobre Política de Dividendos	15
Quadro 2 - Síntese dos principais Estudos Empíricos	22
Quadro 3 - Variáveis do Estudo	39
Quadro 4 - Características dos Estimadores Estáticos.....	43

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução da Taxa de Tributação de Dividendos aplicada aos residentes (1991 – 2005).....	26
Tabela 2 - Estatísticas Descritivas das Variáveis	48
Tabela 3 - Matriz de Correlação entre Variáveis.....	49
Tabela 4 - Estimação em Painel Estática e Dinâmica	50

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Taxa de Tributação de Dividendos, em sede de IRS - residentes em território português (2006 – 2014).....	28
Gráfico 2 - Taxa de Tributação das Mais-Valias de Partes Sociais, em sede de IRS - residentes em território português (2006 – 2014).....	29
Gráfico 3 - Comparação entre a Taxa de Tributação dos Dividendos e das Mais-Valias, em sede de IRS (2006 – 2014).....	30

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Impostos a que são sujeitos os Dividendos.....	26
---	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CAPM	-	<i>Capital Asset Price Model</i>
CMVM	-	Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
EC	-	Estrutura de Capital
EUA	-	Estados Unidos da América
FE	-	Efeitos Fixos
GMM	-	Métodos dos Momentos Generalizados
IRC	-	Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas
IRS	-	Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares
ISL	-	Imposto Sobre Lucros
KSE	-	Bolsa de Valores de Karachi
MM	-	Modigliani e Miller
NYSE	-	<i>New York Stock Exchange</i>
OLS	-	Método dos Mínimos Quadrados
PSI-20	-	Principal Índice da <i>Euronext Lisbon</i>
RE	-	Efeitos Aleatórios

INTRODUÇÃO

A. Enquadramento inicial

A distribuição de uma parcela dos lucros, aos detentores de capital das empresas, denomina-se de dividendos.

Mas, o que poderá estar no cerne da decisão de repartição dos lucros? Aduzem-se argumentos tais como: diminuição dos conflitos de agência; preferência pelo recebimento de dividendos; existência de impostos; ou, até mesmo, redução das necessidades de capital; entre outras.

Na literatura empírica sobre finanças a política de dividendos é um dos variadíssimos enigmas. Não obstante, muitos são os investigadores que desenvolveram teorias e forneceram evidências empíricas sobre o *puzzle* dividendos (Black, 1976), todavia, a controvérsia tende a subsistir. Por conseguinte, impera uma diversidade de teorias sobre esta temática, evidenciando-se as mais relevantes.

A Teoria da Irrelevância dos Dividendos, apresentada por Modigliani e Miller (1961), preconiza que prevalece um mercado de capitais perfeito, salientando-se a ausência de impostos, entre outras características. A disputa intelectual, em torno desta teoria, deve-se ao facto de predominar um mercado imperfeito, demonstrando que a realidade económica não está de acordo com a teoria.

Já a Teoria da Relevância dos Dividendos, defendida, entre outros, por Lintner (1956) e Gordon (1959), impugna a teoria apresentada por MM. Esta, exprime que o investidor prefere possuir um dividendo na mão *bird-in-the-hand theory* do que a incerteza de um ganho de capital futuro. Consequentemente, a mesma defende o comportamento racional dos investidores uma vez que estes antepõem uma distribuição generosa de dividendos.

O ambiente fiscal dicotómico, a que estão sujeitos os dividendos e as mais-valias, traduz-se numa preferência, por parte do investidor, em receber a forma de remuneração que lhe proporcione maior retorno, consagrando, deste modo, a Teoria da Preferência Tributária. Farrar e Selwyn (1967) e Litzenberger e Ramaswamy (1979) demonstraram que os investidores antepõem os ganhos de capital como forma de remuneração, caso, estes, sejam sujeitos a uma taxa de tributação menor. Brennan

(1970) e Elton e Gruber (1970), por sua vez, assumem que esta assimetria fiscal penaliza os dividendos, acentuando a preferência por mais-valias, em detrimento do pagamento de dividendos. Não obstante, apesar de a Teoria defender que investidores devem rejeitar os dividendos, alguns acionistas dão primazia ao recebimento de dividendos.

A Teoria da Sinalização emerge do fenómeno da assimetria de informação existente entre acionistas e gestores. Bhattacharya (1979) considera que as empresas distribuem dividendos, com o intuito de anunciar ao mercado perspectivas de crescimento futuro e atrair, assim, investidores. Consequentemente, a política de dividendos constitui um instrumento redutor da incerteza associada à remuneração do acionista.

As forças que operam numa empresa podem, em determinadas situações, possuir posições antagónicas. Asquith e Mullins (1986) argumentam que a política de dividendos é passível de reduzir ou, até mesmo, eliminar os conflitos de interesses entre os diferentes agentes da empresa. Está-se, portanto, na presença da Teoria da Agência. Easterbrook (1984) sugere que uma forma de mitigar os conflitos existentes é através do aumento do pagamento de dividendos.

A Teoria do *Pecking Order*, proposta por Myers (1984) defende que as empresas adotam uma sequência hierárquica quanto às decisões de financiamento, i.e., em primeiro lugar as empresas recorrem a fundos gerados internamente e, caso seja necessário recorrem ao financiamento externo; por último, será equacionada a questão dos aumentos de capital. A EC acaba, desta forma, por influenciar a parcela dos resultados que ficará disponível para remunerar os acionistas.

B. Objetivos

O presente estudo tenta elucidar qual a influência do endividamento e dos impostos sobre a política de dividendos das empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*, no período de 2006 a 2013, através do confronto entre os painéis estático e dinâmico, tentando identificar qual o estimador mais adequado à amostra. Sem embargo, apresentar-se-ão, ainda, outros fatores, no sentido de confluir para a temática dos determinantes da distribuição de dividendos.

C. Relevância

Apesar da volumosa literatura para resolver o enigma dividendos e da, ainda, mais extensa sobre a estrutura de capital, pouca é aquela que relaciona o efeito duplo do endividamento e dos impostos sobre a distribuição de dividendos. Desta feita, há, pois, a obrigação imperiosa de compreender qual o impacto destes dois fatores sobre a política de dividendos e, de que forma interagem. É, exatamente, esta incerteza que justifica a pertinência e contributo do presente trabalho de investigação.

D. Metodologia de Investigação

O estudo é limitado às empresas não-financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon*, no período de 2006 a 2013. Serão aplicados critérios de seleção à amostra, a fim de estabelecer um padrão no comportamento da distribuição de dividendos. As variáveis foram criteriosamente escolhidas. Seguidamente, será fundado um paralelo entre os estimadores dinâmicos e o estático, com o intuito de validar qual o estimador mais apropriado.

E. Estrutura

O estudo encontra-se dividido em seis secções. Inicialmente, são apresentadas as linhas condutoras do estudo. O primeiro capítulo explana as principais teorias sobre a temática, bem como, alguns estudos empíricos. O capítulo subsequente versa sobre o enquadramento fiscal dos dividendos, em Portugal. A amostra e base de dados utilizadas, as variáveis seleccionadas, as hipóteses de investigação e metodologia aplicada, encontram-se dilucidadas no capítulo seguinte. Posteriormente, o capítulo quatro apresenta os resultados obtidos, procedendo-se, posteriormente, à discussão dos mesmos. Por fim, a secção final exprime as conclusões, bem como, as limitações e perspectivas futuras de investigação.

F. Principais Resultados Esperados

No presente estudo empírico utilizaram-se como indicadores: o *Endividamento*, *os Impostos*, *a Rendibilidade do Ativo*, *a Dimensão* e *a Rendibilidade dos Capitais Próprios*.

Ao nível do endividamento, espera-se que, este, possua um efeito negativo sobre a distribuição de dividendos uma vez que as empresas com elevados rácios de endividamento pagam menores dividendos de modo a evitar o incremento da dívida (Malik *et al.*, 2013 e Naceur *et al.*, 2006). Todavia, ainda que, a maioria dos autores apontem para a existência de uma correlação negativa entre o endividamento e os dividendos, os estudos mais recentes realçam uma relação positiva e estatisticamente significativa entre estas duas variáveis. E, se dada a conjectura atual, o endividamento influenciar positivamente os dividendos? Serão os resultados interessantes para o mercado nacional?

No que concerne os impostos, embora o aumento do efeito fiscal seja um forte argumento a favor de uma diminuição da política de dividendos, nem sempre a relação negativa se verifica (Rehman e Takumi, 2012), sendo, por isso, a relação expectável entre as duas variáveis ambígua. Assim, apesar de se esperar que os impostos diminuam os dividendos distribuídos, a literatura, por vezes, explana o inverso. Será que, no contexto da *Euronext*, existirá um revés?

Por último, os resultados obtidos por outros autores sugerem a existência de uma relação positiva entre a rendibilidade do ativo (Ribeiro, 2010b), a dimensão (Rafique, 2012), a rendibilidade do capital próprio (Malik *et al.*, 2013) e os dividendos. Não se esperando, por esse motivo, desvios quantos aos resultados obtidos.

CAPÍTULO I – ENQUADRAMENTO TEÓRICO

1.1 Conceitos Teóricos

As empresas no final de cada exercício económico deliberam sobre o destino dos resultados obtidos. Desta feita, duas situações são praticáveis: distribuição dos resultados gerados aos acionistas, ou, incorporação dos lucros, através do reinvestimento na empresa (desenvolvimento de novos projetos, redução da dívida, ou, até mesmo recompra de ações). Não obstante, é, também, possível uma combinação de ambas (Vieira, 2001).

A parcela dos resultados que se destina aos acionistas designa-se, no seu conceito mais lato, de dividendo e, não é mais do que parte da remuneração que os mesmos recebem, com a finalidade de remunerar o capital investido na empresa (Barreto, 2011). Assim, o retorno dos investidores pode advir de duas fontes: ganhos de capital ou recebimento de dividendos.

De acordo com Martins (2009), a distribuição de resultados pode ser feita através de um montante a pagar por ação ou de uma percentagem dos resultados líquidos. O autor realça que, em Portugal, o pagamento de dividendos, geralmente, é anual.

Salsa (2010) afirma que os gestores estabelecem a política de dividendos de acordo com as condições de mercado: disponibilidade e custo de capital.

Realce-se que, embora as empresas queiram atrair investidores através da sua política de dividendos, estas deparam-se com um dilema: se não retiverem uma parte dos lucros, terão de contrair dívida para fazer face às suas necessidades, traduzindo-se, assim, num aumento do nível de endividamento. Consequentemente, há que estabelecer uma política que optimize o investimento dos acionistas, bem como, a estrutura de capital da empresa.

Segundo Farinha e Moreira (2010), os estudos mais recentes, sobre esta temática, evidenciam um declínio no pagamento de dividendos.

A política de dividendos adotada e a preferência em remunerar os acionistas através do pagamento de dividendos têm sido alvo de diversos estudos ao longo dos anos, pois não existe nenhuma teoria que seja, universalmente, aceite pelos

investigadores. Desta feita, a literatura expõe um conjunto de teorias passíveis de explicar a distribuição de dividendos. As teorias apresentadas foram escolhidas com base na revisão da literatura efetuada (Apêndice 1) e, na sua aplicabilidade ao presente estudo. As mesmas encontram-se explanadas de seguida.

1.2 Teorias sobre a Política de Dividendos

1.2.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos

A Teoria da Irrelevância dos Dividendos, defendida por Modigliani e Miller (1961), demonstra que, sob determinadas condições, a política de dividendos não influencia o valor da empresa. O argumento chave de MM tem como pressuposto a completa independência entre as decisões de investimento e a política de dividendos.

Na preconização desta teoria, os autores, assumiram os seguintes pressupostos:

- Mercado de capitais perfeito;
- Ausência de impostos, i.e. não existe discriminação fiscal quanto à tributação de dividendos ou ganhos de capital;
- Inexistência de custos de transação;
- A informação é simétrica, pois quer os acionistas quer os gestores têm acesso ao mesmo nível de informação;
- Os investidores possuem expectativas homogéneas;
- A política de endividamento da empresa não afeta o seu custo de capital;
- A divisão do lucro entre dividendos e lucros retidos não tem nenhum efeito sobre o custo de capital da empresa;
- A política de investimento de capital da empresa é independente de sua política de dividendos.

MM, no seu estudo, explicaram que os dividendos não influenciavam o valor da empresa, através da definição de uma equação em que o aumento de capital estava correlacionado positivamente com o investimento corrente e com os dividendos e,

negativamente com os resultados líquidos correntes; concluindo que qualquer uma das variáveis era independente dos dividendos distribuídos.

De acordo com Rafique (2012), para MM o valor de mercado da empresa não depende da política de dividendos adotada mas, sim, da sua capacidade para gerar *cash-flow* e, do risco associado a esse mesmo *cash-flow*. Isto é, a decisão de distribuição ou aplicação de resultados é irrelevante uma vez que os gestores não possuem a capacidade de influenciar o valor do rendimento exigido pelos acionistas, através da manipulação da política de dividendos da empresa.

Não obstante, a controvérsia em torno desta teoria prende-se com o facto de as premissas apresentadas não serem válidas uma vez que está-se perante um mercado imperfeito; ou seja, a realidade económica não se encontra de acordo com tais pressupostos.

1.2.2 Teoria da Relevância dos Dividendos

Em objecção, a Teoria da Relevância dos Dividendos, defendida, entre outros, por Lintner (1956) e Gordon (1959), refuta a perfeição do mercado.

Lintner (1956) entrevistou os executivos de empresas norte-americanas e, demonstrou que estes preocupavam-se com a estabilidade dos dividendos, indicando o lucro como principal determinante nas mudanças ao nível do pagamento de dividendos. O estudo de Baker e Smith (2006) (citado por Amaral *et al.*, 2006:2) parecem ratificar os resultados obtidos por Lintner. Estes autores salientam como determinantes da política de dividendos: a estabilidade dos lucros; o comportamento passado dos dividendos; o nível corrente de lucros; e, o lucro esperado.

Esta Teoria retorque que os acionistas preferem o pagamento de dividendos correntes em detrimento de dividendos futuros ou mais-valias bolsistas. Ou seja, esta teoria, muitas vezes celebrada na literatura como *Bird-in-the-hand theory*, objeta que os investidores associam aos dividendos atuais, um menor risco do que aos dividendos futuros ou, às mais-valias bolsistas (*bird-on-the-bush*). Consequentemente, o investidor não é indiferente ao recebimento de dividendos agora ou, futuramente, auferir ganhos de capital. Assim, tal Teoria designa-se de “Teoria do Pássaro na Mão” uma vez que o investidor prefere possuir um dividendo na mão do que a incerteza de um ganho de capital futuro.

Para Lintner (1956), o investidor tenta, pois, minimizar o contexto de incerteza a que se encontra sujeito, preferindo receber dividendos, com a maior brevidade possível.

Assim, esta teoria assenta no comportamento racional dos investidores, que por natureza são avessos ao risco, visto que só estarão disponíveis para trocar um rendimento atual, certo, por um futuro incerto, caso este seja, necessariamente, superior. O investidor tenta, pois, minimizar o contexto de incerteza a que se encontra sujeito, sendo favorável a uma distribuição generosa de dividendos (Amaral *et al.*, 2006).

1.2.3 Teoria da Preferência Tributária

Ao contrário do apresentado por MM, o ambiente fiscal divergente entre dividendos e mais-valias, traduz-se numa preferência, por parte do investidor, em receber a que lhe proporcione um maior retorno.

Farrar e Selwyn (1967) forneceram os primeiros contributos relativamente ao impacto da fiscalidade na otimização das políticas de dividendos e de endividamento da empresa. Os autores demonstraram que num contexto em que a taxa de imposto sobre os ganhos de capital é inferior à taxa de imposto sobre os dividendos, os investidores preferem ser remunerados sob a forma de ganhos de capital; qualquer que seja o nível de endividamento da empresa.

Brennan (1970) e Elton e Gruber (1970), preconizadores desta teoria, assumem que existe assimetria fiscal entre os dividendos pagos e os ganhos de capital realizados; penalizando os dividendos. Esta teorização argumenta, ainda, que os dividendos são tributados diretamente (e, sujeitos a uma taxa de imposto superior), enquanto o pagamento do imposto, resultante das mais-valias de capital, pode ser diferido. Ou seja, o investidor só paga imposto aquando da venda das suas ações. Consequentemente, os investidores preferem ser remunerados a partir da realização de mais-valias em detrimento de dividendos correntes (Litzenberger e Ramaswamy, 1979).

Brennan (1970) recorreu ao modelo CAPM modificado, a fim de sugerir que é preferível não se proceder à distribuição de dividendos, sempre que exista um diferencial entre a taxa de imposto sobre dividendos e mais-valias.

Elton e Gruber (1970) expõem a preferência por mais-valias, em prejuízo do pagamento de dividendos.

Neste contexto, uma determinada política de dividendos, atrai um grupo de investidores específico, e, como tal, cada investidor investe na empresa que melhor se adequa ao seu perfil. Tal, não é mais do que o Efeito Clientela uma vez que a política de dividendos implementada vai definir o grupo de interesse. Ou seja, quem tenha preferência pelo recebimento de dividendos deve investir em empresas com uma elevada distribuição de resultados, caso contrário, deve optar por empresas que reinvestam a maior parte dos seus lucros. Realce-se que as empresas devem evitar fazer mudanças frequentemente pois, cada alteração, acarreta uma perda para o acionista.

Malik *et al.* (2013) constata que a Teoria da Preferência Tributária não tem aplicabilidade no mercado de capitais indiano.

Farinha e Moreira (2010) evidenciam que na maioria dos países os ganhos de capital estão sujeitos a uma taxa de imposto inferior à dos dividendos. Facto, este, reforçado por Futema *et al.* (2009) ao corroborar que a tributação superior dos dividendos em relação aos ganhos de capital, nos EUA, é um dos principais argumentos a favor da premissa de que os dividendos são desfavoráveis para os investidores. Não obstante, os autores ressaem, ainda, que este argumento não é válido no mercado brasileiro em virtude da não tributação dos dividendos.

Segundo Smith e Watts (1992), a análise da temática tributária é de difícil mensuração uma vez que os acionistas possuem diferentes níveis de taxas de tributação.

Em suma, apesar de a teoria defender que investidores devem rejeitar os dividendos, tendo em consideração as desvantagens fiscais associadas aos mesmos, alguns acionistas continuam a ter maior preferência pelo recebimento de dividendos.

1.2.4 Teoria da Sinalização

Bhattacharya (1979) considera que, sob certas condições, os dividendos funcionam como um sinal dos *cash-flows* esperados. Consequentemente, o autor reputa que a política de distribuição de dividendos não pode estar dissociada da Teoria do Poder Informativo dos Dividendos; uma vez que as empresas distribuem dividendos, com o intuito anunciar ao mercado perspectivas de crescimento futuro. Tal não é mais do que uma estratégia, com o intento de atrair investidores.

O efeito de sinalização provém do fenómeno da assimetria de informação existente entre acionistas e gestores. A existência de assimetria de informação significa

que os acionistas não possuem a mesma informação que os gestores, relativamente à empresa. O gestor é detentor de uma maior quantidade de informação, provida de qualidade. Ross (1977) sugere que o gestor pode utilizar a EC, bem como os dividendos a fim de informar o mercado. O aumento dos dividendos sinaliza uma empresa estruturada.

Não obstante, Bhattacharya (1979) defende, ainda, que os gestores possuem um incentivo para sinalizar, falsamente, o valor da empresa.

De acordo com Mota *et al.* (2010) existem informações cuja veracidade, os acionistas não podem aferir, nomeadamente as perfectivas de evolução futura da empresa.

Lintner (1956) acrescenta que existe uma certa relutância, por parte dos gestores, em aumentarem os dividendos, quando se prevê a reversão dessa mesma decisão.

Existem alguns estudos que tentam fornecer evidências sobre a hipótese da sinalização através dos dividendos. Escuer e Cabestre (1995) concluíram que os dividendos, no mercado espanhol, continham informações sobre os lucros futuros. Nissim e Ziv (2001) perscrutaram a relação entre a mudança da política de dividendos e os lucros futuros, onde apresentaram evidências que alterações na distribuição de dividendos, sinalizam mudanças nos ganhos futuros, a partir dos dois anos seguintes a esta mesma alteração. Mougoué e Rao (2003) estudaram a dependência temporal entre os dividendos e os lucros, onde observaram que as empresas cotadas apresentam uma relação temporal consistente com a hipótese da sinalização. Desta feita, considera-se que os dividendos possuem um conteúdo informativo, passível de influenciar as decisões dos investidores.

Sumarizando, a política de dividendos constitui um instrumento redutor da incerteza associada à remuneração do acionista.

1.2.5 Teoria do Custo de Agência

Um dos pressupostos da Teoria da Irrelevância dos Dividendos é a existência de uma sintonia entre os interesses de todos os agentes de uma empresa. Não obstante, as forças que operam na empresa podem, em determinadas situações, possuir posições dicotómicas. Por conseguinte, Asquith e Mullins (1986) argumentam que a política de dividendos é passível de reduzir ou, até mesmo, eliminar os conflitos de interesses entre

os diferentes agentes da empresa.

O principal conflito de agência, que pode influenciar a política de dividendos, é o que tem como protagonistas: acionista (propriedade) versus gestor (controle).

Segundo Mota *et al.* (2010) quando uma empresa possui dívida na sua estrutura de capital, o conflito de interesses entre estes atores tende a agudizar-se uma vez que poderão seguir estratégias antagônicas.

De acordo com Abreu (2007), os gestores ao invés de maximizarem a riqueza dos acionistas (detentores do capital), utilizam os recursos existentes em benefício próprio.

Mas como pode a política de dividendos minimizar tais conflitos? As empresas que apresentem um *free cash-flow* elevado e, por outro lado, uma reduzida necessidade de financiamento, podem manter um *payout ratio* elevado, alinhando, assim, os interesses dos gestores com os dos acionistas. Easterbrook (1984) sugere que uma das formas de resolver este problema é através do aumento do *payout ratio*, i.e., quando uma empresa aumenta o pagamento de dividendos, induz potenciais investidores da empresa, reduzindo, assim, os problemas de agência.

O recurso ao endividamento pode, também, diminuir os custos de agência (Jensen e Meckling, 1976) uma vez que permite reduzir os fluxos de caixa disponíveis aumentando o valor da empresa e reconciliando os interesses dos acionistas e dos gestores.

Jensen (1986) constatou a existência de uma relação positiva entre o potencial conflito de interesses entre o gestor/acionista e o volume de *cash-flow* excedentário.

Os investigadores, Jensen e Meckling (1976) chegaram à conclusão que os custos de agência são mais baixos nas empresas onde os *insiders* detêm uma parcela maior da empresa, permitindo, desta forma, um melhor alinhamento entre objetivos dos acionistas e dos gestores.

Easterbrook (1984) fornece mais explicações sobre a problemática do custo de agência, afirmando que existem duas formas de custos de agência: o custo de monitorização e, o outro é o custo de aversão ao risco, por parte dos gestores. O autor enfatizou a utilidade dos dividendos na redução dos custos de agência.

Diversos estudos versam sobre esta temática. Rozeff (1982) e Short *et al.* (2002), encontraram relações significativas entre a propriedade dos *insiders*, e

pagamento de dividendos. Casey *et al.* (2007) e Vera (2006) analisaram a política de dividendos com a inclusão de uma variável explicativa que quantificasse a percentagem de ações detidas por insiders, obtendo, em ambos, uma relação positiva.

Malik *et al.* (2013) realçam que as empresas de maior dimensão enfrentam, custos de agência superiores.

DeAngelo *et al.* (2004) afirmam que um fluxo regular de dividendos reduz os conflitos de agência.

Realce-se que existem outros conflitos de agência tais como os existentes entre os acionistas e os credores. Tal, deve-se ao facto de os credores terem preferência pela retenção de resultados em oposição às preferências dos acionistas. Black (1976) exprime que os acionistas tendem a expropriar a riqueza dos credores uma vez que diminuem os recursos para o pagamento da dívida, ao preferirem o pagamento generoso de dividendos. Kalay (1982), defende que uma possível forma de minimizar este conflito passa por definir contratualmente que as empresas mais endividadas não prossigam com políticas de distribuição de dividendos exuberantes.

O estudo de DeAngelo *et al.* (2009) (citado por Martins, 2009:27), argumenta que a teoria da agência é a que reúne maior aceitação por parte dos investigadores.

Concluindo, a separação entre a propriedade e o controlo, numa empresa, intensifica potenciais conflitos, nomeadamente, entre gestores e acionistas. A distribuição de dividendos é, pois, um desenlace possível para este conflito.

1.2.6 Teoria do *Pecking Order*

Myers (1984), propôs a Teoria do *Pecking Order* a fim de explicar a EC. Esta corrente considera que as empresas seguem uma sequência hierárquica aquando das decisões de financiamento, de acordo com o seu custo. Inicialmente, as empresas recorrem a fundos gerados internamente – autofinanciamento; no entanto, caso estes não sejam suficientes para fazer face às necessidades de financiamento, recorre-se ao financiamento externo - capital alheio; por último, será equacionada a questão dos aumentos de capital. David *et al.* (2009) afirma que as empresas, primeiro, optam pelas fontes de maior facilidade e menor custo e, seguidamente, é que escolhem as de maior dificuldade e maior custo.

Rajan e Zingales (1995), constataram que as empresas com elevada capacidade de gerar resultados possuem baixos níveis de capital alheio, uma vez que se autofinanciam. Todavia, as empresas com uma reduzida capacidade de autofinanciamento, tendem a emitir dívida.

De acordo com Myers (1984), o pagamento de dividendos é determinado em função das oportunidades de investimento futuras, de modo a evitar alterações significativas na distribuição dos dividendos. O autor defende, ainda, que se os resultados são incorporados na empresa (esta, financia-se com o *cash-flow* gerado), a política de dividendos é alterada, e a remuneração dos acionistas diminui. Por conseguinte, essas empresas tendem a ajustar o *payout ratio* em função das oportunidades de investimento. Myers (1984) reconhece que o modelo do *Pecking Order* não explica a razão pela qual as empresas pagam dividendos.

Segundo David *et al.* (2009) os dividendos estão relacionados negativamente com as oportunidades de investimento e crescimento. Assim, o pagamento de dividendos tem uma atratividade menor para as empresas menos lucrativas e mais endividadas.

Para Rogão (2007), a ordem hierárquica prosseguida, na seleção de fontes de financiamento, resulta do facto de a empresa necessitar de emitir sinais ao mercado (Teoria da Sinalização).

Ainda, citando Myers (1984) a estrutura de capitais resulta de um efeito acumulado de decisões que, por sua vez, refletem uma ordem hierárquica na seleção de fontes de financiamento, visando minimizar os custos procedentes da assimetria da informação.

DeAngelo *et al.* (2004), asseveram que a probabilidade de pagar dividendos aumenta com a quantidade de capital auferido ao nível da estrutura de capital.

A análise realizada por Crutchley e Hansen (1989), mostra que a política de dividendos pode agir como um veículo de monitoramento corporativo, através de um equilíbrio entre os dividendos distribuídos e a gestão.

Mencionando Silva e Brito (2005), as empresas com maiores resultados e menor endividamento distribuem mais dividendos. Facto constatado por Malik *et al.* (2013) no mercado de capitais indiano.

Os estudos de Litzenberger e Ramaswamy (1982), Negro (1976), Miller (1986), Dempsey *et al.* (1993) Bernstein (1996), Holder *et al.* (1998), Van Horne (2001),

Brealey e Myers (2002) e Brigham e Gapnskil (2002) (citado por Malik *et al.*, 2013:36) provaram a relação entre a política de dividendos e a estrutura de capital das empresas.

Desta feita, é possível afirmar que a Política de Dividendos, a Teoria do *Pecking Order*, estão interligados uma vez que a estrutura de capitais afeta os dividendos distribuídos.

O Quadro 1 explana uma síntese das principais teorias associadas à distribuição de dividendos.

Quadro 1 - Síntese das principais Teorias sobre Política de Dividendos

Teoria	Autores	Considerações finais
Irrelevância de Dividendos	Modigliani e Miller (1961)	Pressupostos: mercado de capitais perfeito; informação assimétrica; ausência de impostos (não existe diferenças na tributação de dividendos e mais-valias); investidores possuem expectativas homogêneas; entre outros.
Relevância dos Dividendos	Litner (1956) e Gordon (1959)	O investidor tenta minimizar o contexto de incerteza a que se encontra sujeito, preferindo receber dividendos. Os investidores são avessos ao risco - preferem um dividendo na mão do que a incerteza de um ganho de capital futuro – comportamento racional
Preferência Tributária	Farrar e Selwyn (1967), Brennan (1970) e Elton e Gruber (1970)	Existe um ambiente fiscal que promove os ganhos de capital em detrimento dos dividendos. Os investidores preferem ser remunerados sob a forma de ganhos de capital. Quem tem preferência pelo recebimento de dividendos deve investir em empresas com uma elevada distribuição de resultados.
Sinalização	Bhattacharya (1979) e Ross (1977)	As empresas distribuem dividendos, com o intuito anunciar ao mercado perspectivas de crescimento futuro. Os dividendos possuem um «conteúdo informativo». A PD's constitui um instrumento redutor da incerteza associada à remuneração do acionista.
Agência	Jensen e Meckling (1976), Rozeff (1982), Easterbrook (1984) e Jensen (1986)	A PD's é um instrumento importante para minimizar o conflito entre os gestores (controle) e os acionistas (propriedade). Poderá, ainda, existir um conflito de agência entre os acionistas e credores, na medida em que os credores têm preferência pela retenção dos resultados na empresa.
Pecking Order	Myers (1984)	As empresas seguem uma sequência hierárquica aquando das decisões de financiamento: 1) autofinanciamento; 2) financiamento externo; 3) aumentos de capital. As empresas tendem a ajustar o <i>payout ratio</i> em função das oportunidades de investimento.

Fonte: elaboração própria

Legenda: PD's – Política de Dividendos

1.3 Estudos Empíricos

Abreu (2007) apresentou resultados que confirmam a validade da Teoria da Agência ao nível da *Euronext Lisbon* (amostra: 22 empresas), tendo subjacente o modelo de Rozeff (1982). O autor, no seu estudo longitudinal (1999-2003), constatou que o aumento de acionistas externos à empresa, maligina os problemas de agência, bem como, a dispersão acionista influencia a política de dividendos; e, analisou, ainda, o efeito dos Custos de Transação. Por fim, o autor concluiu que uma forma de mitigar os custos de agência, entre gestores e acionistas, é através do pagamento de dividendos, contudo é inevitável o aumento dos custos associados ao financiamento externo, por conseguinte, a gestão deve adotar um pagamento de dividendos que, por um lado, minimize a sua dependência externa e que, por outro, reduza os conflitos de agência.

Aivazian, Booth e Cleary (2003) desenvolveram um estudo comparativo a fim de averiguarem se a política de dividendos nos mercados emergentes (amostra: oito países) é semelhante à praticada nos EUA, através da análise de dados em painel estático - OLS. Tal investigação utilizou algumas variáveis tais como o tamanho (calculada através do logaritmo das vendas), rácio da dívida, liquidez, ROE, entre outras. Observaram-se relações estatisticamente significativas entre a rendibilidade e as restrições financeiras, relativamente ao pagamento de dividendos. Os autores concluíram que as empresas emergentes são mais endividadas (dívida de curto prazo) que as empresas norte-americanas. Nos mercados emergentes dado o acesso à informação, reduz-se a necessidade de utilizar os dividendos como sinal.

Amaral, Iquiapaza e Hudson (2006) utilizaram o modelo de *Tobit* com o intuito de analisarem a distribuição de dividendos na Ibovespa. Os resultados indicam que existe uma relação negativa e significativa, a 1%, entre os dividendos e o endividamento e os dividendos e o tamanho da empresa. As evidências favorecem a Teoria do *Pecking Order*. Os autores concluíram, ainda, que a existência de assimetria de informação traduz-se num aumento do índice de *payout*.

Arrazola, Hevia e Mato (1992), baseados numa amostra representativa de 617 empresas espanholas, no período de 1982 a 1987, identificaram que as empresas têm preferência pelo autofinanciamento, financiando-se com os lucros retidos devido ao encarecimento dos recursos externos, validando, desta feita, a Teoria do *Pecking Order*. Os autores encontraram evidências de que as empresas de maiores dimensões distribuem

dividendos mais generosos e a dívida de médio longo prazo tem um efeito negativo sobre a política de dividendos.

Bagués e Fumás (1995) estudaram a aplicabilidade do modelo de Lintner às empresas que cotizam a Bolsa Espanhola e, analisaram a sensibilidade dos resultados às ações detidas pelos Bancos. A técnica de dados em painel dinâmico – GMM, foi aplicada a 73 empresas não financeiras, no período de 1963 a 1988. Verificou-se que os problemas relativos à assimetria da informação diminuíram com a presença de acionistas como os Bancos; e, estes mesmos acionistas, além de facilitarem o acesso a financiamento externo, contribuem para a existência de uma estabilidade na política de dividendos.

Benzinho (2004) expôs um estudo sobre a política de dividendos praticada no mercado de capitais português, tendo em consideração o ponto de vista dos gestores, com recurso a um questionário não presencial. O autor observou que as empresas adotam uma política sistemática no pagamento de dividendos, considerando a satisfação dos acionistas. Não obstante, em 2007, replicou, ainda, o estudo de Lintner (1956), para as empresas não financeiras, no período de 1990 a 2002, através da utilização dos dados em painel estático (OLS, FE e RE); onde alcançou os mesmos resultados que Lintner (1956), concluindo que os dividendos podem ser explicados à luz do resultado líquido do exercício e dos dividendos do período anterior.

Casey, Smith e Puleo (2007) ampliaram a análise original de Rozeff (1982) a fim de investigarem as companhias de seguros americanas. Através da aplicação do método dos mínimos quadrados ordinários, os autores constataram que os investidores, no contexto deste sector, têm preferência por um aumento do nível de alavancagem porque a regulamentação existente, protege contra a insolvência. Há, ainda, evidência que esta mesma regulamentação afeta a política de dividendos. Por fim, os autores, inferiram que a política de dividendos ideal é a que minimiza os custos de agência, bem como, os custos de transação.

Evidências empíricas em relação à relevância da rendibilidade e do endividamento, como variáveis explicativas da política de dividendos, podem ser observadas no estudo de Chang e Rhee (1990); estudo, este, aplicado a uma amostra de 508 empresas. Ambas as variáveis possuem um efeito estatisticamente significativo e negativo sobre a política de dividendos. A variável tamanho, por outro lado, exerce um efeito positivo. Também, aqui, se adequa a Teoria do *Pecking Order*. As empresas com uma maior distribuição de dividendos são financiadas por dívida e, as que repartem, em menores quantidades, financiam-se com património.

Em contradição, ao presente estudo, que tenta indagar se o endividamento influencia os dividendos distribuídos, Couto e Ferreira (2010), no contexto do *PSI-20*, analisam se a EC é influenciada, entre outras, pelo rácio de pagamento de dividendos. No período de 2000 a 2007, os autores deduziram que o investimento, o *dividend payout* e a performance do preço das ações não são fatores determinantes da política de dividendos; ao contrário da dimensão, tangibilidade, risco de negócio, lucro e vantagens fiscais não resultantes do endividamento.

Na determinação da relação entre a detenção de ações pelos gestores, alavancagem e política de dividendos, Crutchley e Hansen (1989), utilizando uma amostra de 603 empresas, estabeleceram que as empresas de maior dimensão são mais alavancadas e pagam maiores dividendos; existem, assim, evidências que favorecem a Teoria da Agência.

O estudo de DeAngelo e DeAngelo (1990), baseado na análise estatística de dados, sobre a política de dividendos das empresas que integram o NYSE, concluiu que as empresas diminuem os dividendos distribuídos quando experimentam um ou dois períodos de prejuízos. Sem embargo, algumas destas reduções de dividendos são motivadas por gestões estratégicas no sentido de melhorar a posição da empresa.

Fama e French (1997), considerando uma amostra de grande dimensão, deduziram que as empresas reduzem o nível de alavancagem quando obtêm lucros elevados. Mais uma vez os resultados favorecem a Teoria do *Pecking Order*, pois as empresas financiam os seus investimentos com lucros acumulados.

Fernandes e Ribeiro (2013) confrontaram as empresas não financeiras da *Euronext Lisbon* com o seu principal índice, o *PSI-20*, através do método OLS, para um período de três anos. As empresas dão primazia a uma certa estabilidade na distribuição de dividendos uma vez que a rendibilidade e os dividendos distribuídos no ano anterior exercem um efeito positivo na explicação dos dividendos. O modelo de Lintner (1956) é válido para o mercado de capitais português. Não obstante, a dimensão e as oportunidades de investimento não são significativos na explicação da política de dividendos.

As variáveis ROA (determinada através do resultado operacional), *debt to equity* ratio, impostos, entre outras foram utilizadas por Gill, Biger e Tibrewala (2010) a fim de determinarem a política de dividendos exercida nas empresas americanas, ao nível do setor de serviços e indústria. São encontradas evidências para as variáveis rendibilidade e rácio dívida/capital próprio, contudo, os resultados do rácio dívida/capital próprio mostram-se em desacordo com a literatura. Neste estudo do tipo *cross-sectional*, os impostos não

possuem qualquer significância estatística. Os resultados alcançados diferem em função do setor analisado.

No contexto das empresas espanholas, Gúzman (2004) analisou a relação entre as demonstrações financeiras e o pagamento de dividendos intercalares, através das variáveis crescimento das vendas, liquidez, rotação do ativo, produtividade, resultados por empregado, e, rentabilidade do ativo. Pela aplicação da regressão *Logit*, o autor, conclui que, apenas, as quatro primeiras variáveis explanadas exercem influência sobre a política de dividendos, assim como, as demonstrações financeiras.

Kim e Sorensen (1986) avaliaram, também, os custos de agência mas, ao nível do grau de alavancagem das empresas, concluíram que estes custos afetam as decisões sobre a estrutura de capital. Estas empresas recorrem à dívida para financiar o crescimento. Os autores utilizaram, ainda, a variável dimensão para explicar a EC, todavia verificaram que a mesma não se encontra correlacionada com o nível de endividamento.

Kose e Williams (1985), utilizando rácios financeiros, desenvolveram um estudo a fim de explicar a Teoria da Sinalização. Os retornos das ações e o investimento têm um impacto positivo e negativo, respetivamente, sobre os dividendos. As empresas com informação privilegiada distribuem mais dividendos.

Lintner (1956), no período de 1947 a 1953, expôs uma investigação onde tentava estabelecer um padrão no comportamento da política de dividendos das empresas. O autor considerou as variáveis lucros depois de impostos, lucros acumulados, dividendos do período anterior e, média do património líquido. Por conseguinte, constatou que as empresas tentam exercer uma política sistemática no pagamento de dividendos. Não obstante, existem fatores dominantes e, estes, verificam-se durante longos períodos de tempo; são exemplos os lucros atuais e os dividendos do período anterior.

Por sua vez, Malik, Gul, Khan, Rehman e Khan (2013), considerando uma amostra de 100 empresas, examinaram a política de dividendos da *Karachi Stock Exchange*. O estudo baseou-se numa comparação entre o método de estimação OLS e o modelo *Probit*. O resultado obtido para a variável endividamento contraria a literatura, sugerindo uma relação positiva e significativa, entre esta variável explicativa e os dividendos. As variáveis ROE e tamanho explicam os dividendos da KSE. Os autores constataram que o pagamento de dividendos tem vindo a diminuir e, varia de setor para setor.

A política de dividendos das empresas cotadas tunisinas, foram investigadas, no período de 1996 a 2002, por Naceur, Goaid e Belanes (2006). Os autores optaram por comparar os modelos estáticos (OLS, FE e RE) com o modelo GMM, utilizando variáveis

tais como: endividamento, rentabilidade (calculada através do resultado líquido), tamanho (logaritmo natural do ativo), entre outras. Observou-se a significância estatística e positiva das variáveis explicativas ROA e tamanho. As constatações de Lintner (1956) têm aplicabilidade ao mercado tunisino pois as empresas tunisinas fixam a sua política de dividendos com base nos lucros atuais e nos dividendos anteriores.

Também, Politelo, Chiarello e Silva (2013), utilizaram as variáveis explicativas endividamento e tamanho, com o intuito de explicarem a política de dividendos das empresas familiares brasileiras. À semelhança de Malik *et al.* (2013), o endividamento está correlacionado positivamente (5%) com a variável dependente, onde se concluiu que as empresas familiares mais endividadas são as que distribuem mais dividendos. Os autores verificaram, além disso, que a propriedade familiar não possui um efeito direto sobre a política de dividendos das empresas analisadas.

Parece que os estudos recentes evidenciam uma relação positiva entre o endividamento e a política de dividendos. O estudo de Rafique (2012), aplicado ao KSE, não é exceção, todavia, não existe evidência da sua significância. As variáveis dimensão e impostos exibem uma significância estatística positiva, por outro lado, o ROA e o ROE não contribuem para a explicação da variável dependente. O autor verificou que as empresas da KSE prosseguem com uma política de dividendos consistente, contudo, os gestores preferem reter os resultados a pagar dividendos, acentuando, deste modo, os conflitos de agência.

Ramachandran e Packkirisamy (2010), no contexto das empresas do ramo da indústria indianas e, utilizando um período de dez anos, comprovaram que as empresas reduzem o pagamento de dividendos a fim de manterem uma parcela do lucro líquido (fonte de capital com menor custo) para investimentos futuros. Além do mais, a EC das empresas da amostra influencia, significativamente, o pagamento de dividendos em todos os sectores selecionados.

O estudo transversal (2009) de Rehman e Takumi (2012), incide, do mesmo modo que outros, sobre o mercado de capitais de *Karachi*, tendo subjacente uma amostra de 50 empresas, através do modelo de estimação OLS. Mais uma vez o endividamento e o ROA apresentam uma correlação positiva e estatisticamente significativa com a política de dividendos. A *proxy* dos impostos, apesar, de positiva não possui qualquer significado.

A *Euronext Lisbon* e o *PSI-20* são, mais uma vez, sujeitos a um confronto, num estudo conduzido por Ribeiro (2010a). Neste, é possível observar que nas empresas não financeiras, o resultado líquido tem um impacte negativo na distribuição de dividendos.

Há, ainda, evidência que a política de dividendos de uma empresa num determinado ano, não é influenciada significativamente pela sua política de dividendos em anos transatos.

Salsa (2010) analisou a relação entre a teoria do ciclo de vida das empresas e a sua política de dividendos, no ano de 1996. As variáveis rendibilidade e dimensão encontram-se em desacordo com a literatura, ao inverso do endividamento e dos dividendos do ano anterior. Constata-se que a fase do ciclo de vida, em que a empresa se encontra, não explica a sua política de dividendos.

Vera (2006) abordando uma amostra de 65 empresas, tentou determinar qual a relação entre a política de dividendos, o nível de endividamento, a propriedade dos *insiders* e o risco do negócio. Entre variadíssimas conclusões a que se salienta é o facto de a dívida e pagamento de dividendos serem substitutos diretos, na redução dos conflitos de agência existentes numa empresa.

O Quadro 2 apresenta uma síntese dos principais estudos empíricos, utilizados na revisão da literatura.

Quadro 2 – Síntese dos principais Estudos Empíricos

Autor	Estudo	Objectivo	Amostra	Período	Metodologia	Variáveis		Resultados	Conclusões
						Dependentes	Independentes		
Abreu (2007)	An Agency Theory Approach to the determinants of Dividend policy: evidence from the Portuguese Stock Market	Observar se a evidência empírica em relação à PD's está de acordo com a teoria, através da aplicação do modelo de Rozeff (1982) e avaliar a influência dos custos de agência sobre a PD's das empresas portuguesas.	22 empresas 110 observações	1999 - 2003	Regressão linear múltipla - painel estático: efeitos aleatórios	Dividend Payout	Custos de transacção Taxa cresc. vendas realizada e prevista; Coeficiente Beta Custos de Agência Nº de acções emitidas; % de acções detidas por insiders Governança corporativa	O nº de acionistas externos aumenta os problemas de agência A política de investimento da empresa não é independente da sua política de dividendos. Govern. corp. reduz a necessidade de distribuição de D segundo a teoria da agência A dispersão dos acionistas parece ser uma variável importante na definição da política de dividendos. As empresas que operam orientadas para o mercado possuem uma PD's semelhante à americana Os D têm uma relação (-) com a Dívida (+) e com o ROE, ambos a 5% As empr. com baixos níveis de dívida pagam maiores D As empresas com mais ativos tangíveis tendem a ter D mais baixos. Nos empr. dos EUA e dos merc. emerg. a rentabilidade afecta o pagamento de D	O aumento de dividendos diminui os custos de agência, mas eleva os custos de transacção de financiamento externo. A gestão deve adoptar um pag. D com base das suas necessidades futuras de capital, ou seja, o suficientemente para minimizar a sua dependência externa mas que reduza os conflitos de agência. O pag. D vai depender das oportunidades de investimento, da alavancagem da empresa e da dispersão dos acionistas. As empr. nos merc. emergentes são (+) endividadas que as norte-americanas; e muita dessa dívida é de cp Empres. distribuem (-) D porque têm (+) acesso a recursos e necessitam financiar o seu crescimento As restrições financeiras afectam a PD's Os bancos restringem os empréstimos de acordo com a tangibilidade dos activos Nos merc. emerg. dado o acesso à inf. reduz-se a necessidade de utilizar os D como sinal As empresas com menor assimetria de informação apresentaram um maior índice médio de payout Os resultados indicam que há uma relação positiva com o fluxo de caixa e com o tamanho da empresa Está de acordo com a Teoria do Pecking Order As empr. têm preferência pelo autofinanciamento - financiam-se com lucros retidos. O encarecimento dos recursos externos leva as empr. a distribuírem D menores As empr. de maiores dimensões distribuem (+) D
Amaral, Iquiapaza e Hudson (2006)	Asymmetric information and dividends payout at the São Paulo stock exchange (Bovespa)	Avaliar o efeito da assimetria de informação, dos custos de agência e da estrutura de propriedade na Bovespa	178 empresas	2000-2004	Modelo de Tobit	Pagamento de Dividendos	Índice de payout; Tamanho; Assimetria de informações Crescimento observado e o esperado; Propriet. dos insiders; Fluxo caixa	O endividamento está correlacionado (-) com os D, a 1% O tamanho está relacionado (+) com os D, a 1% A propriedade dos insiders (+) relacionada com PD's A dívida de imp tem um efeito (-) na PD's; signif. -10% As empr.s que Df's emitem um menor número de acções O nível de endividamento diminui com a Df's	As empresas com menor assimetria de informação apresentaram um maior índice médio de payout Os resultados indicam que há uma relação positiva com o fluxo de caixa e com o tamanho da empresa Está de acordo com a Teoria do Pecking Order As empr. têm preferência pelo autofinanciamento - financiam-se com lucros retidos. O encarecimento dos recursos externos leva as empr. a distribuírem D menores As empr. de maiores dimensões distribuem (+) D
Arraola, Hevia e Mato (1992)	Determinantes de la distribución de dividendos	Indagar se a PD's influencia a política de financiamento numa amostra de empresas espanholas	617 empresas	1982-1987	Estimação econométrica - Modelo de Tobit e Probit	D - div. distribuídos	D _{1,t} - div. anteriores; T - tamanho (log vendas) EF - var. relacionadas com envit. I - benef. depois impostos DE _{1,t} - coef. autofinanciam CF _{1,t} - cash flow E _{1,t} - % acções detidas por Bancos F _{1,t} - sector em que se investe	Os D não são explicados pela EPS e DPS Existente assimetria na volatilidade dos retornos diários mas, não nos semestrais O nível de retorno não depende da variância condicional Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)	As empresas com menor assimetria de informação apresentaram um maior índice médio de payout Os resultados indicam que há uma relação positiva com o fluxo de caixa e com o tamanho da empresa Está de acordo com a Teoria do Pecking Order As empr. têm preferência pelo autofinanciamento - financiam-se com lucros retidos. O encarecimento dos recursos externos leva as empr. a distribuírem D menores As empr. de maiores dimensões distribuem (+) D
Bagués e Fumás (1995)	Explicaciones alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles	Verificar a aplicabilidade do modelo de Lintner às empresas que cotizam a Bolsa Espanhola Análise da sensibilidade dos resultados às acções detidas pelos Bancos	73 empresas não financeiras	1963-1988	Regressão linear múltipla - dados em Painel Dinâmico: GMM	DPS _{1,t} - dividendos do período t	DPS _{1,t} - dividendos do período t EPS _{1,t} - resultado do período t DPS _{1,t-1} - divid. do período t-1 log - log retorno D _{1,t} - variável controlada	Os problemas relativos à assimetria da inf., diminui com a presença de acionistas como os Bancos A presença de Bancos entre os acionistas facilita o desenvolvimento de projectos de invest. e aumenta a expectativa de benefícios futuros Os efeitos da simulação e da clientela revelam efeitos significativos sobre o PD's Há um esforço por parte das empr. em pagar ao accionista o capital investido sob a forma de D Houve um decréscimo do dividend payout em 94 Remunera os seus acionistas sob a forma de D Os D são explicados pela EPS e DPS Existente assimetria na volatilidade dos retornos diários mas, não nos semestrais O nível de retorno não depende da variância condicional Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)	As empresas com menor assimetria de informação apresentaram um maior índice médio de payout Os resultados indicam que há uma relação positiva com o fluxo de caixa e com o tamanho da empresa Está de acordo com a Teoria do Pecking Order As empr. têm preferência pelo autofinanciamento - financiam-se com lucros retidos. O encarecimento dos recursos externos leva as empr. a distribuírem D menores As empr. de maiores dimensões distribuem (+) D
Benzinho (2004)	A survey of management views on corporate dividend policy in Portugal	Indagar qual a PD's praticada na LSE, tendo em consideração o ponto de vista dos gestores Identificar novas variáveis que apresentem uma correlação positiva com a PD's	83 empresas	1990-1994	Análise de resultados obtidos, de um questionário (não presencial) a CEOs			Os efeitos da simulação e da clientela revelam efeitos significativos sobre o PD's Há um esforço por parte das empr. em pagar ao accionista o capital investido sob a forma de D Houve um decréscimo do dividend payout em 94 Remunera os seus acionistas sob a forma de D Os D são explicados pela EPS e DPS Existente assimetria na volatilidade dos retornos diários mas, não nos semestrais O nível de retorno não depende da variância condicional Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)	Factores que influenciam a PD's: Df's do período anterior; a concentração de capital; e, o sector de activ. A PD's em Portugal é fortemente influenciada por factores legais e fiscais As empr. adoptam uma política sistemática no pagamento de dividendos. Os factores mais importantes são: a estabilidade dos dividendos e a satisfação do accionista. As empresas do En-Lis seguem uma PD's estável Os principais factores que determinam a PD's: En-Lis, do exercicio e os Df's no período anterior. As privatizações públicas estão associadas à instabilidade nos mercados internacionais O merc. acções português tornou-se sensível a flutuações nos merc. internacionais - integração da zona euro. Investidores neste sector preferem uma maior alavancagem porque a regulamentação protege contra a insolvência. As empresas pagam D mais altos para manterem altos níveis de alavancagem - permite aos gestores gerarem retornos superiores Os dividendos são um sinal do valor da empresa As empresas com oportunidades de investimento mais elevadas são mais propensas a limitar os dividendos A PD's ideal minimiza os custos de agência e os custos de transacção Empresas preferem P - autofinanciamento; P - finan. externo; P - emissão de novas acções. - Teoria do Pecking Order Empresas com altos D são financiadas por dívida, e empr. com menores D financiam-se com património. Empresas rentáveis pagam os lucros sob a forma de D Quanto maior a necessidade futura de fundos, maior a prob. da empr. conservar os ganhos As empresas com alto crescimento tendem a pagar os lucros num reinvestimento. Empresas de menor dimensão preferem manter um maior nível de endividamento. As empresas com maior risco são também as mais endividadas O investimento, o dividend payout e a performance do preço das acções não são factores determinantes Os custos de agência afectam as decisões sobre a estrutura de capital Os D reduzem o conflito de interesses entre os accionistas e acionistas O aumento da volatilidade dos resultados aumenta o risco falência, o que aumenta os custos da dívida Quanto maior a falência, menor a A Emp. com maiores custos de flutuação pagam menores D, e reduzem custos de agência através da A Uma empresa com grandes ganhos em P&D é uma empresa em crescimento e paga D (+) baixos. Emp. maiores têm maior A, e pagam maiores D (signif. 1%)
Benzinho (2007)	A política de dividendos das empresas portuguesas: evidência a partir da Euronext	Estudar qual a PD's praticada pelas empr. não financeiras que integram o En-Lis. Indagar se as empr. seguem uma PD's estável	34 empresas	1990-2002	Regressões de dados em painel estático: OLS; FE e RE.	DPS _{1,t} - dividendos do período t	EPS _{1,t} - resultado do período t DPS _{1,t-1} - divid. do período t-1 log - log retorno D _{1,t} - variável controlada	Existente assimetria na volatilidade dos retornos diários mas, não nos semestrais O nível de retorno não depende da variância condicional Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)	As empresas do En-Lis seguem uma PD's estável Os principais factores que determinam a PD's: En-Lis, do exercicio e os Df's no período anterior. As privatizações públicas estão associadas à instabilidade nos mercados internacionais O merc. acções português tornou-se sensível a flutuações nos merc. internacionais - integração da zona euro. Investidores neste sector preferem uma maior alavancagem porque a regulamentação protege contra a insolvência. As empresas pagam D mais altos para manterem altos níveis de alavancagem - permite aos gestores gerarem retornos superiores Os dividendos são um sinal do valor da empresa As empresas com oportunidades de investimento mais elevadas são mais propensas a limitar os dividendos A PD's ideal minimiza os custos de agência e os custos de transacção Empresas preferem P - autofinanciamento; P - finan. externo; P - emissão de novas acções. - Teoria do Pecking Order Empresas com altos D são financiadas por dívida, e empr. com menores D financiam-se com património. Empresas rentáveis pagam os lucros sob a forma de D Quanto maior a necessidade futura de fundos, maior a prob. da empr. conservar os ganhos As empresas com alto crescimento tendem a pagar os lucros num reinvestimento. Empresas de menor dimensão preferem manter um maior nível de endividamento. As empresas com maior risco são também as mais endividadas O investimento, o dividend payout e a performance do preço das acções não são factores determinantes Os custos de agência afectam as decisões sobre a estrutura de capital Os D reduzem o conflito de interesses entre os accionistas e acionistas O aumento da volatilidade dos resultados aumenta o risco falência, o que aumenta os custos da dívida Quanto maior a falência, menor a A Emp. com maiores custos de flutuação pagam menores D, e reduzem custos de agência através da A Uma empresa com grandes ganhos em P&D é uma empresa em crescimento e paga D (+) baixos. Emp. maiores têm maior A, e pagam maiores D (signif. 1%)
Cañado (2004)	Modeling and forecasting the volatility of the portuguese stock exchange PSI-20	Medir e prever o retorno diário e semanal das acções do PSI-20 Modelar a volatilidade dos retornos	1708 (60 s. de observações)	1995-2001	Estimação do modelo GARCH, GARCH-M, TAR e EGARCH			Existente assimetria na volatilidade dos retornos diários mas, não nos semestrais O nível de retorno não depende da variância condicional Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)	Existente assimetria na volatilidade dos retornos diários mas, não nos semestrais O nível de retorno não depende da variância condicional Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)
Casey, Smith e Puleo (2007)	Dividend policy determinants in the insurance industry	Ampliar a análise original de Rozeff (1982) a fim de investigar as companhias de seguros	108 empresas 676 observações	1997-2006	Regressão linear múltipla - método dos mínimos quadrados	Dividend Payout	Beta - coef beta TACC - taxa de cresc. vendas INSIDEOWN - % acções insiders; INSTOWN - % acções de instituições CAPS - capital activos MKBR - Market-to-book; P&L - seguradoras de bens UTRAS - segur ratio vida	Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)	Investidores neste sector preferem uma maior alavancagem porque a regulamentação protege contra a insolvência. As empresas pagam D mais altos para manterem altos níveis de alavancagem - permite aos gestores gerarem retornos superiores Os dividendos são um sinal do valor da empresa As empresas com oportunidades de investimento mais elevadas são mais propensas a limitar os dividendos A PD's ideal minimiza os custos de agência e os custos de transacção Empresas preferem P - autofinanciamento; P - finan. externo; P - emissão de novas acções. - Teoria do Pecking Order Empresas com altos D são financiadas por dívida, e empr. com menores D financiam-se com património. Empresas rentáveis pagam os lucros sob a forma de D Quanto maior a necessidade futura de fundos, maior a prob. da empr. conservar os ganhos As empresas com alto crescimento tendem a pagar os lucros num reinvestimento. Empresas de menor dimensão preferem manter um maior nível de endividamento. As empresas com maior risco são também as mais endividadas O investimento, o dividend payout e a performance do preço das acções não são factores determinantes Os custos de agência afectam as decisões sobre a estrutura de capital Os D reduzem o conflito de interesses entre os accionistas e acionistas O aumento da volatilidade dos resultados aumenta o risco falência, o que aumenta os custos da dívida Quanto maior a falência, menor a A Emp. com maiores custos de flutuação pagam menores D, e reduzem custos de agência através da A Uma empresa com grandes ganhos em P&D é uma empresa em crescimento e paga D (+) baixos. Emp. maiores têm maior A, e pagam maiores D (signif. 1%)
Chang e Rhee (1990)	The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions	Determinar o impacto da estrutura de capital na política de dividendos	508 empresas	1969-1987	Modelos de regressão cross-sectional	Rácio da Dívida	Crescimento; Lucros; Benefícios fiscais não relacionados à dívida; Tamanho da empresa; Rentabilidade	Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)	Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)
Couto e Ferreira (2010)	Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20	Analisar as características da estrutura de capital de empresas do mercado de capitais português (PSI 20).	119 observações	2000-2007	4 Regressões lineares múltiplas - método dos mínimos quadrados (OLS)	Debt to Equity ratio	Dimensão; Tangibilidade Endividamento; crescimento; Risco de negócio Vantagem fiscal; Lucro Debt to Equity ratio Diversif. carteira Performance do preço acções	Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)	Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)
Crutckley e Hansen (1989)	A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends	Examinar a relação entre a detenção de acções pelos, a alavancagem e a política de dividendos	603 empresas	1981-1985	Painel Estático - Método dos Mínimos Quadrados (OLS)	Alavancagem Dividendos	Custos de flutuação Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)	Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)	Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)
DeAngelo e DeAngelo (1990)	Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms	Analisar os ajustes feitos na política de dividendos das empresas que integram o NYSE	80 empresas	1980-1985	Análise estatística dos dados	Pagamento de dividendos	Nº de anos contínuos que a empresa pagou dividendos Mudança de ganho em relação ao ano anterior e após pag. D	Nº de anos contínuos que a empresa pagou dividendos Específico da empresa: perdas actuais ou esperadas; financiar novos investimentos; rend. baixos ou em declínio; não elevados de juros Espec. sector: regulamentação; des. mercado; aumento de preços; mercado de produtos fraco; desaceleração	As empresas diminuem os D quando experimentam um ou dois períodos de prejuízos. A redução de D, pode dever-se ao facto de os gestores necessitarem de economizar dinheiro Algumas reduções de dividendos são motivadas por gestões estratégicas, no sentido de melhorar a posição da empresa O investimento aumenta a dívida. Rendimentos mais elevados tendem a reduzir a dívida. As empresas mais rentáveis têm menor alavancagem porque eles financiam o seu investimento com lucros acumulados. Os RISC é o único factor estatisticamente significativo e com sinal divergente na explicação dos D, entre o PSI-20 e a Euronext Lisbon As empresas do PSI-20 um maior nível de risco parece implicar uma maior distribuição de D Empresas são primárias a uma certa estabilidade na sua PD's O modelo de Lintner (1956) é válido para o merc. capitais português Os resultados diferem consoante o sector analisado. As empresas de serviços apresentam melhores resultados que as pertencentes ao ramo Indústria Existem 4 factores determinantes da PD's: crescimento; liquidez; produtividade; e, rotação dos activos. As demonstrações financeiras influenciam a PD's Empresas com grande risco do negócio podem ter menores custos de agência da dívida O impacto da dívida sobre o valor de mercado da empresa é menor para as holdings de investimentos O risco de agência afecta as decisões sobre a estrutura de capital As empresas usam dívida para financiar o crescimento As empresas com oportunidades de crescimento usarão menos dívida As empresas com maior risco de retorno pagam D mais baixos Dividendos maiores (menores) estão associados a maiores (menores) preços das acções. As empresas com informação privilegiada, distribuem mais D Os D revelam informações privadas Existente uma política sistemática no pagamento de dividendos. A PD's está correlacionada com os lucros actuais e com os Df's no exercício anterior O pagamento de D tem vindo a diminuir e variar de sector para sector Os factores externos e internos afectam a PD's O aumento do ganho por acção implica D altos
Fama e French (1997)	Dividends, Debt, Investment, and Earnings	Explorar os determinantes da política de dividendos e da dívida	2000 empresas	1965-1992	Autocorrelação e Regressões cross-action	Dívida	Juros; Alavancagem; Dividend Payout; Resultados do período	As oportunidades de crescimento estão negativamente relacionadas com a alavancagem Emp. com maiores custos de flutuação pagam menores D, e reduzem custos de agência através da A Uma empresa com grandes ganhos em P&D é uma empresa em crescimento e paga D (+) baixos. Emp. maiores têm maior A, e pagam maiores D (signif. 1%)	Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)
Fernandes e Ribeiro (2013)	Fatores determinantes da política de Distribuição de Dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras da Euronext Lisbon	Comparar os factores que influenciam a PD's nas empresas que integram a Euronext Lisbon e o PSI-20	123 empresas 1030-1048 observ.	2009-2011	Regressão linear múltipla - método dos mínimos quadrados (OLS)	DPA - dividendos por acção	REND - rentabilidade; ESTDIV - establ. dividendos DIM - dimensão; CRESC - crescimento das vendas RISC - risco GPORT - oport. investimento	Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)	Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)
Gill, Biger e Threwhala (2010)	Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States	Determinar a PD's nas empresas americanas ao nível dos serviços e indústria	266 observações	2007-1999	Painel Estático - OLS	Pagamento de dividendos	ROA (res. op.) e CF % Crescimento Imposto; Market to Book Value Debt to Equity ratio Cres. Vendas; Retorno Activo; Productividade	Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de inflação e PIB são susceptíveis de influenciar a estrutura de financiamento das empresas Empresas com maior proporção de activos tangíveis apresentam maior nível de endividamento Existente uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio Lucro e endividamento relacionam-se positivamente a teoria da Pecking Order Diversif. carteira Volatilidade dos lucros Uma maior volatilidade dos lucros leva a uma menor A Os custos de flutuação; impacto (-) sobre D e (+) sobre a detenção de acções pelos gestores e A Ganhos com P&D Tamanho empresa - (capital social)	Emp. com maior risco geraram retornos mais elevados Emp. seguras renunciam pag. D para aumentarem as receitas Os paga. D a estereótipos servem como uma função de monitoramento e reduzem os custos de agência Emp. seguras com maior alavancagem pagam + D As oport. invest. diminuem o pagamento de D Há evidência de que diferenças na regulação do sector dos seguros pode afetar a política de D. D payout ratio e índice de A são correlacionados positivamente. Quanto maior a rentabilidade, menor será o financiamento via dívida. Rentabilidade tem um efeito (-) sobre a A Anúncios de cortes nos D têm impacto (+) sobre o valor da empresa. O potencial de crescimento da empr. determina a política de financiamento e a de D A taxa de

1.4 Síntese

A literatura explana uma diversidade de teorias, que tentam explicar o comportamento das empresas em termos da política de dividendos adotada.

A principal questão sobre a política de dividendos é se, existe uma política de dividendos ótima que, por sua vez, atraia os investidores; ou, se por outro lado, os investidores têm preferência sobre outra forma de remuneração, tal como, os ganhos de capital.

Sem dúvida que, na definição da política de dividendos, a primazia dos investidores deve ser tida em consideração.

A principal objeção que se apresenta à Teoria da Irrelevância da Política de Dividendos é o pressuposto de que impera um mercado de capitais perfeito; sendo que, não está de acordo com a realidade.

Relativamente à Teoria da Relevância dos Dividendos, esta, defende o comportamento racional dos investidores, que, por natureza, são avessos ao risco e preferem dividendos correntes em detrimento de mais-valias futuras. Esta Teoria baseia-se no perfil do investidor.

No que concerne a Teoria da Preferência Tributária, esta, expõe que os acionistas estão sujeitos a diferentes cargas fiscais aquando do recebimento dos dividendos e, como tal, os investidores racionais deveriam rejeitar os dividendos em função das desvantagens fiscais. Não obstante, na realidade, alguns investidores têm preferência pelo recebimento de dividendos, contrariando a teoria apresentada.

A Teoria da Sinalização adarga que uma das estratégias prosseguidas pelas empresas é a de distribuir dividendos, com o intuito de atrair investidores pois, considera-se que os dividendos possuem um conteúdo informativo, anunciando ao mercado perspectivas de crescimento futuras.

A distinção entre a propriedade (acionistas) e o controlo (gestores), numa empresa, intensifica potenciais conflitos entre os intervenientes. A Teoria da Agência argumenta que a distribuição de dividendos é um desenlace possível para este conflito.

Por sua vez, a Teoria do *Pecking Order* releva que as empresas tendem a preferir as fontes de financiamento internas (autofinanciamento) às externas (dívida e capital próprio, por esta ordem de preferência) uma vez que o recurso ao exterior tem custos. Esta teoria explica ainda o porquê de as empresas mais lucrativas e de maior sucesso

possuírem menores níveis de endividamento e, conseqüentemente, maiores níveis de distribuição de dividendos.

Parafraseando, existem fatores que favorecem políticas de dividendos dicotômicas. A existência de impostos pessoais dá preferência, em regra, às mais-valias, em detrimento dos dividendos e, o custo de emissão de novas ações, induzem a uma redução dos dividendos pagos. Por outro lado, o pagamento de dividendos altos é explicado pela assimetria de informação; pelos custos de agência; e, pela preferência por rendimentos correntes. Como tal, face às dificuldades de se isolarem os efeitos internos e externos que atuam sobre a política de dividendos e, em se compararem os resultados obtidos, não existe um veredicto sobre qual a teoria mais apropriada. Não existe uma política de dividendos perfeita.

Sumarizando, conclui-se que os trabalhos teóricos, existentes, não permitem afirmar, com certeza, qual a melhor política de dividendos a seguir, e, que, esta, deve ser escolhida de acordo com a estratégia da empresa.

CAPÍTULO II – ENQUADRAMENTO CONTEXTUAL - DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS EM PORTUGAL

2.1 Enquadramento

Em Portugal, os dividendos distribuídos aos acionistas são sujeitos a duas esferas fiscais. Isto é, antes sequer do anúncio da distribuição ou não dos resultados é necessário apurar o Resultado Líquido (*Net Income*). Este, é procedente da subtração dos Impostos Sobre Lucros (fase inicial de pagamento de impostos) aos Resultados Antes de Impostos (*Earnings Before Taxes*).

Seguidamente, partindo do pressuposto que a empresa obtém um resultado positivo e, decide distribuir o mesmo aos acionistas, os dividendos serão sujeitos a tributação. Neste ponto, os dividendos serão submetidos a dois tipos de impostos sobre o rendimento, em função da pessoa que os recebe. As pessoas singulares são sujeitas ao imposto sobre o rendimento de pessoas singulares – IRS, e, por sua vez, as pessoas coletivas são expostas ao imposto sobre o rendimento de pessoas coletivas - IRC.

Observe-se a seguinte ocorrência: uma empresa A decide distribuir dividendos, os seus acionistas serão tributados em sede de IRS.

Agora, veja-se, a situação de a empresa A distribuir lucros a outra, B, em função da sua participação social, os dividendos recebidos por B serão distribuídos a pessoas singulares (acionistas). Os dividendos serão tributados em sede de IRS.

Neste contexto, o culminar das duas situações (analisadas de um modo simplista) têm um comum a tributação em sede de IRS e, como tal, o presente estudo terá em consideração o efeito do IRS na distribuição de dividendos (categoria E: art.º 5º, nº 2 h) CIRS); não ignorando, contudo, a esfera do IRC, podendo-se em determinadas situações fazer referência ao mesmo.

A Figura 1 sintetiza, de forma gráfica, o texto produzido.

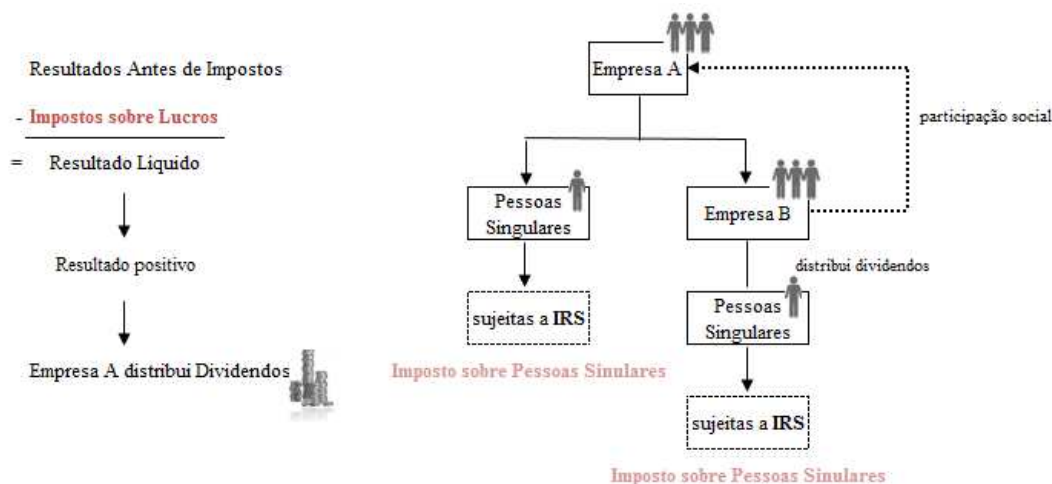


Figura 1 - Impostos a que são sujeitos os Dividendos

Fonte: elaboração própria

2.2 Tributação dos Dividendos

2.2.1 Outrora

Anteriormente (2005), a lei fiscal em vigor estabelecia que os residentes em território português, estavam obrigados a suportar uma taxa de imposto sobre dividendos de 15% enquanto, aos investidores não residentes era exigido uma taxa de imposto de 25%.

Tabela 1 - Evolução da Taxa de Tributação de Dividendos aplicada aos residentes (1991 – 2005)¹

	1991	1992 - 1994	1995 - 1999	2000	2001	2002 - 2005
Taxa	25%	15%	12,5%	15%	20%	15%

Fonte: elaboração própria.

Esta discrepância na tributação entre residentes e não residentes potenciava, em Portugal, o fenómeno da *lavagem dos dividendos*. Este fenómeno ocorre antes da distribuição dos dividendos e, consiste na mudança da titularidade das ações de uma entidade sujeita a tributação para entidades isentas de imposto ou, sujeitas a um regime

¹ Dados recolhidos: Farinha e Soro (2012)

mais favorável; e que, posteriormente, revendem as suas participações sociais, depois de receberem os dividendos. Mais concretamente, os sujeitos não residentes expediam para Portugal ações, aquando do pagamento de dividendos, para que os mesmos fossem tributados, apenas, à taxa de 15%. Seguidamente, recompravam esses mesmos títulos, após o pagamento dos dividendos. Por conseguinte, a existência de diferentes taxas de retenção na fonte para os titulares residentes e não residentes em território português, conjugada com a isenção em sede de IRS e IRC, aplicável às mais-valias realizadas com a transmissão onerosa de partes sociais por entidades e pessoas singulares não residentes, permitia que os não residentes obtivessem ganhos fiscais ao alienarem as partes sociais de empresas nacionais a entidades residentes antes do pagamento dos respetivos dividendos.

De modo a combater esta elisão fiscal² (*tax avoidance*), a lei de tributação dos dividendos foi alterada, em 2006.

A arquitetura fiscal implementada, em 2006, veio tentar eliminar a dicotomia entre as taxas, de retenção na fonte, aplicadas aos titulares residentes ou não residentes, em território português, cifrando-a em 20% (em sede de IRC e IRS). Ou seja, os dividendos passaram a ser tributados uniformemente. Não obstante, esta retenção assumia um carácter liberatório, isto é, dispensava que os beneficiários dos dividendos de declararem este rendimento.

Note-se que no caso dos sujeitos passivos de IRS, residentes em Portugal, existe a opção pelo englobamento, em 50%. Isto é, os dividendos são incluídos na matéria coletável, em 50% do seu respetivo valor, sendo o imposto retido, dedutível à coleta final do IRS (poderá haver lugar à devolução de parte do imposto pago). Tal medida aplica-se, única e exclusivamente, aos dividendos distribuídos por sociedades residentes em Portugal e aos seus acionistas individuais, igualmente aí residentes.

Consequentemente, fica consagrada a neutralidade em matéria de tributação de lucros distribuídos por entidades residentes ou por entidades não residentes, sempre que os respetivos titulares sejam pessoas singulares.

Existia, ainda, uma novidade nesta iniciativa legislativa: sempre que as participações sociais fossem transmitidas a entidades isentas de IRS ou IRC, os dividendos recebidos só beneficiariam de isenção, caso essa entidade fosse detentora da

² É uma prática legal, em que o contribuinte elabora um planeamento fiscal, com a finalidade de reduzir a carga fiscal e tributária, dentro dos limites permitidos por lei.

participação social pelo período mínimo de um ano. Caso inverso, os lucros recebidos eram tributados a uma taxa de 20%.

Em suma, este regime veio assegurar, também, a neutralidade fiscal dos lucros distribuídos a pessoas singulares, independentemente da residência da entidade que pagava os dividendos.

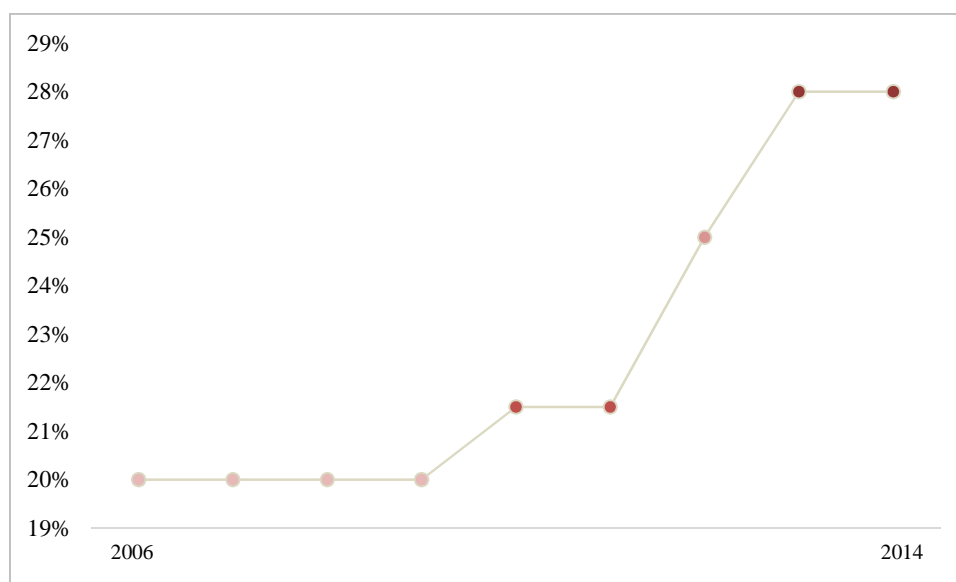
2.2.2 Atualidade

Volvidos oito anos (2006 a 2013), outras alterações foram implementadas a fim de aprimorar o sistema fiscal português.

Até 2009, mantiveram-se as taxas introduzidas com a arquitetura fiscal de 2006. Todavia, as medidas não eram suficientes e o legislador sentiu necessidade de agravar as taxas de tributação.

Não obstante, com atual crise económica o governo português aumentou a carga fiscal dos contribuintes para fazer face à dívida. A taxa implementada em 2013, 28%, mantém-se em 2014.

Gráfico 1 - Taxa de Tributação de Dividendos, em sede de IRS - residentes em território português (2006 – 2014)³



Fonte: elaboração própria.

³ Dados recolhidos: Guias Fiscais da PwC

Em suma, é possível constatar que desde 2006 tem havido uma subida generalizada da taxa de tributação dos dividendos. Talvez, os motivos, anteriormente, apresentados possam estar no cerne deste aumento.

2.3 Tributação das Mais-Valias de Partes Sociais

O código do IRS, ao nível da compreensão das mais-valias remete para o código do IRC e, como tal, o mesmo será igualmente abordado neste subcapítulo.

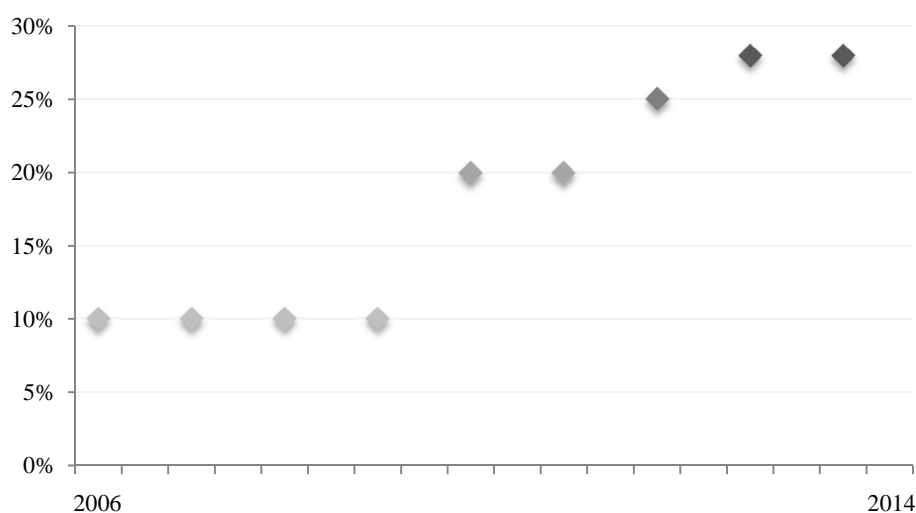
De acordo com o art.º 46º nº 1 a) CIRC, «Consideram-se mais-valias [...] os ganhos obtidos [...] mediante a transmissão onerosa» de partes sociais.

Não obstante, ao nível de IRS, consideram-se rendimentos da categoria E, os frutos e vantagens económicas que resultam do valor atribuído, aos sócios, «em resultado da partilha, [...] seja considerado rendimento de aplicação de capitais [...]» (art.º 5º nº 2 i) CIRS).

As mais-valias realizadas na transmissão onerosa de partes sociais estão sujeitas à taxa normal 28%, ao nível do IRS. Sem embargo, ao nível do IRC estas mais-valias estão sujeitas a uma taxa de 25%, à qual acresce a taxa de Derrama.

Seguidamente, o Gráfico 2 apresenta a evolução da taxa de tributação das mais-valias de partes sociais, em sede de IRS.

Gráfico 2 - Taxa de Tributação das Mais-Valias de Partes Sociais, em sede de IRS - residentes em território português (2006 – 2014)⁴



⁴ Dados recolhidos: Guias Fiscais da PwC

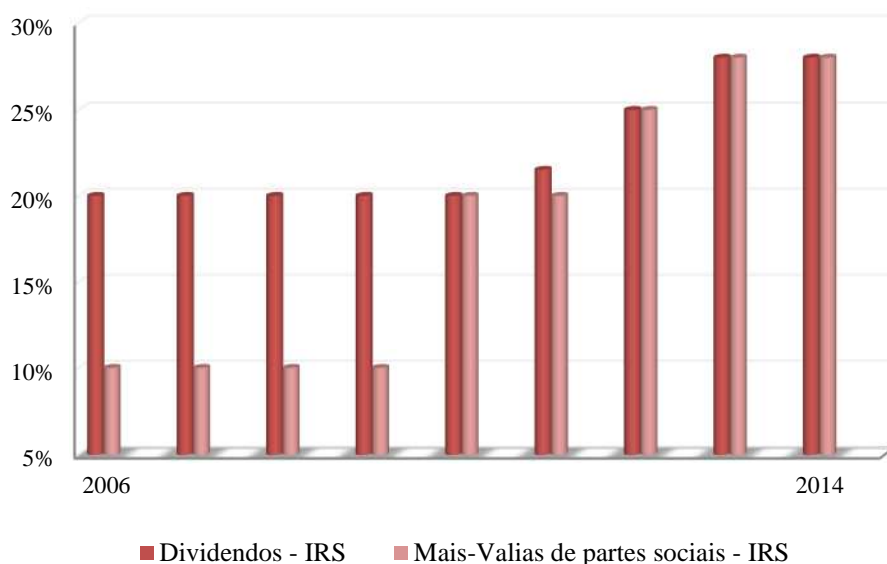
Fonte: elaboração própria.

2.4 Comparação entre a Tributação dos Dividendos e das Mais-Valias

No contexto do já, anteriormente, apresentado, assume especial relevância a exposição de uma comparação da tributação entre dividendos e mais-valias, bem como, a sua contextualização com a Teoria da Preferência Tributária.

De modo seguido exhibe-se o Gráfico 3, com este paralelo.

Gráfico 3 - Comparação entre a Taxa de Tributação dos Dividendos e das Mais-Valias, em sede de IRS (2006 – 2014)⁵



Fonte: elaboração própria.

Como é possível constatar, entre 2006 e 2009, existia uma grande discrepância nas taxas de tributação entre os dividendos e as mais-valias. A legislação foi-se aprimorando no sentido de diminuir a elisão fiscal, mencionada anteriormente. Não obstante, não só a taxa de tributação das mais-valias foi aumentando, a fim de diminuir a divergência entre as taxas, como também, a taxa de tributação de dividendos foi ganhando intensidade.

⁵ Dados recolhidos: Guias Fiscais da PwC

Por conseguinte, até 2011 (à exceção de 2010) a sustentação da Teoria da Preferência Tributária fazia todo o sentido, ou seja, era normal que os acionistas preferissem o pagamento de mais-valias bolsistas em detrimento do recebimento de dividendos, tendo em consideração os impostos a que estavam sujeitos. Todavia, a partir de 2012, em Portugal, a equidade das taxas aplicadas a estes dois tipos de remuneração torna indiferente a escolha do acionista. Desta feita, e, neste contexto, a Teoria da Preferência não possui, no atual momento, aplicabilidade ao mercado de capitais português. Isto é, a análise destes três anos não permite inferir se a Teoria da Preferência Tributária não terá mais aplicabilidade ao mercado de capitais português mas, que no presente momento, não é adequada uma vez que as taxas de tributação são iguais.

2.5 Síntese

Sem prejuízo da temática, aqui, abordada se tornar muito extensa, note-se que existem outras matérias, com especial relevância, passíveis de explicarem a tributação em sede de IRC e IRS, evitando, assim, distorções fiscais. Contudo, a presente dissertação não é do foro fiscal mas, sim financeiro.

A imperfeição de mercado que mais se salienta é o diferente tratamento fiscal dos dividendos e dos ganhos de capital, sendo que, no passado, os dividendos foram sujeitos, muitas vezes, a taxas de imposto muito superiores.

Portugal, tem alterado a legislação no sentido de diminuir esta dicotomia e aprimorar o seu sistema fiscal.

Em jeito de conclusão, a circunstância de coexistirem diferentes regimes de tributação, relativamente, aos dividendos e às mais-valias podia conduzir a uma preferência tributária, contudo, a equidade das taxas em vigor no mercado português está a dissipar tal preferência.

CAPÍTULO III – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

O presente capítulo encontra-se estruturado da seguinte forma: inicialmente, são expostas a amostra e base de dados, bem como, as variáveis do estudo. De modo seguido, apresentam-se a variável dependente e as variáveis explicativas, precedidas das hipóteses a testar. Por último, procede-se à estimação do modelo econométrico.

3.1 Amostra e Base de Dados

3.1.1 Caracterização da Amostra

O estudo tem como foco as empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*.

À amostra selecionada foram aplicados critérios com o objetivo identificar um padrão de comportamento associado aos dividendos. Os mesmos encontram-se explanados seguidamente:

- a) Tenham permanecido, consecutivamente, cotadas em bolsa durante os anos de 2006 a 2013;
- b) Apresentem informação financeira anual completa durante este período;
- c) Durante este período tenham distribuído dividendos, pelo menos uma vez.

Saliente-se que foram excluídas as sociedades financeiras, bem como as sociedades anónimas desportivas, na medida em que os elementos constituintes das suas demonstrações financeiras são de natureza dicotómica das demais (especificidade destes sectores); tal decisão foi suportada tendo em conta a revisão da literatura efetuada (Barreto, 2011; Benzinho, 2007; Fernandes e Ribeiro, 2013; Gúzman, 2004; Ribeiro, 2010a; e, Rozeff, 1982). Akbar e Baig (2010) limitaram, também, os seus estudos às empresas não financeiras, no contexto da política de dividendos do Paquistão.

Por conseguinte, a amostra final é composta por 30 empresas não financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon*, uma vez que cumprem, integralmente, os critérios de seleção enunciados. Evidencie-se que a amostra é constituída por empresas de diferentes setores. Nakamura *et al.* (2007) realça que a análise de empresas de diferentes setores permite obter

uma estimação mais eficiente e, além disso, pode-se detetar melhor as diferenças entre as empresas (heterogeneidade).

3.1.2 Período de Análise

Quando se analisa a política de dividendos do mercado português, a mesma, varia com o tempo, e, como tal, pode não ser captada nos estudos do tipo *cross-section*, sendo, por isso, oportuno um estudo do tipo longitudinal uma vez que a dimensão das séries temporais oferece uma riqueza de informações, ignoradas nos estudos transversais.

Como é possível constatar, o horizonte temporal é de oito anos (à semelhança de Couto e Ferreira, 2010), versando sobre os anos de 2006 a 2013. Desta feita, o estudo classifica-se em longitudinal retrospectivo, visto utilizar dados de períodos anteriores.

Realce-se que a nova arquitetura fiscal, em Portugal, foi implementada em 2006 e, como tal, faz todo o sentido o estudo iniciar-se neste mesmo ano. Não obstante, a partir de 2006 denotou-se a ausência de publicação da informação financeira por parte de algumas empresas. Assim, o período selecionado foi determinado quer pela disponibilidade dos dados (Abreu, 2007), quer pela mudança da legislação.

3.1.3 Dados

A base de dados foi elaborada com recurso a duas fontes: a base de dados *Bureau Van Dijk*, comumente designada de *Sabi* - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos e, consulta da plataforma eletrónica da CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Estas duas fontes foram utilizadas por autores como: Abreu (2007), Barreto (2011), Benzinho (2007), Couto e Ferreira (2010), Gúzman (2004), Ribeiro (2010a) e Vera (2006).

No que concerne à recolha de dados, utilizaram-se dados referentes às contas consolidadas uma vez que as empresas pagam dividendos resultantes das suas participações financeiras.

Realce-se que se usaram os valores reexpressos, sempre que existentes, de modo a diminuir a margem de erro, aproximando os valores o mais possível da realidade.

3.2 Variáveis do Estudo

3.2.1 Variável Dependente

Definiu-se como variável dependente o valor do dividendo por ação⁶ (Aivazian *et al.*, 2003; Arrazola *et al.*, 1992; Bagués e Fumás, 1995; Benzinho, 2007; Kose e Williams, 1985). Evidenciou-se que se utilizou o valor do dividendo líquido (depois de sujeito a imposto sobre lucros) uma vez que o dividendo por ação é sujeito a duas esferas fiscais: o imposto sobre lucros (antes da decisão de distribuição dos dividendos e, seguidamente, ao IRS ou IRC em função da pessoa que os recebe, singular ou coletiva, respetivamente. Pelos argumentos, anteriormente, mencionados, o presente trabalho terá em consideração a esfera do IRS e, por isso, o dividendo líquido explana as taxas de IRS em vigor.

Sem embargo, o Imposto Sobre Lucros será utilizado como uma das variáveis explicativas, a fim de tentar captar o seu efeito.

3.2.2 Variáveis Independentes

As variáveis independentes podem ser agrupadas em: variáveis de interesse direto, com o objetivo de testarem a validade das hipóteses; e, variáveis de controlo, as quais tentam alcançar outros fatores passíveis de explicar o comportamento da variável dependente (Barreto, 2011 e Politelo *et al.*, 2007).

- Endividamento – *END*

As restrições financeiras podem afetar a distribuição de dividendos.

Segundo Malik *et al.* (2013) e Naceur *et al.* (2006), as empresas com elevados rácios de endividamento pagam dividendos mais baixos de modo a evitar o incremento da dívida (Teoria do *Pecking Order*); bem como, para proteger os credores, através dos *cash-flow's* que mantêm, para fazer face às suas responsabilidades (Jensen, 1986 e Rozeff, 1982).

A variável *END* foi obtida através do rácio entre o valor da dívida e o ativo, à

⁶ O dividendo por ação é a forma escolhida, pelas empresas, para anunciar a distribuição de dividendos.

semelhança de Salsa (2010).

Os dividendos e a dívida são substitutos diretos, isto é, espera-se que o nível de endividamento tenha uma influência negativa sobre a política de dividendos. Esta relação deve ser consequência do aumento do risco que a empresa deve enfrentar quando recorre a incrementos do financiamento externo.

De acordo com a Teoria do *Pecking Order*, as empresas com uma reduzida capacidade de autofinanciamento, tendem a emitir dívida; diminuindo, desta forma o valor do dividendo distribuído.

Os estudos que tentam explicar a política de dividendos à luz do nível de endividamento possuem resultados similares; ou seja, é unânime o facto do nível de endividamento exercer um efeito negativo sobre a distribuição de dividendos. A título de exemplo salientam-se os estudos de Aivazian *et al.* (2003), Amaral (2006), Crutchey e Hansen (1989), Fama e French (1997), Farinha (2003), Fernandez (1988), Meric *et al.* (2002), Naceur *et al.* (2006), Rafique (2012), Ramachandran e Packkirisamy (2010), Salsa (2010) e Vera (2006).

Não obstante, os estudos mais recentes rebelam uma relação positiva e, por vezes, estatisticamente significativa entre o endividamento e os dividendos, são exemplos: Malik *et al.* (2013), Politelo *et al.* (2013) e Rafique (2012).

- Impostos - *IMP*

A variável de interesse direto, *IMP*, é considerada por Elton e Gruber (1970) um fator determinante da política de dividendos.

A *proxy* utilizada para calcular esta variável resulta do rácio entre o resultado antes de impostos e o resultado líquido, à semelhança de Vieira *et al.* (2013).

De acordo com Vieira *et al.* (2013), embora o aumento do efeito fiscal seja um forte argumento a favor de uma diminuição da política de dividendos, esta premissa não reúne consenso. Ou seja, a relação expectável entre as duas variáveis é ambígua. Omet (2004), ao estudar o mercado de capitais da Jordânia, obteve um sinal positivo mas sem significância estatística. Rehman e Takumi (2012) encontraram resultados idênticos, para o mercado de capitais de Karachi (Paquistão). Amidu e Abor (2006) (mercado de capitais Ganês) e Rafique (2012) (Paquistão) encontraram uma relação positiva e estatisticamente significativa a 1%, entre a taxa imposto e o pagamento de dividendos. Uma possível explicação para esta relação positiva poderá advir do facto de os investidores terem

preferência por uma maior remuneração, face ao aumento dos impostos. Viera *et al.* (2013), obtiveram uma relação negativa sem significado. Por fim, Gill *et al.* (2010), alcançaram dois resultados para a relação entre os impostos e os dividendos (USA). Isto é, para as empresas de serviços a relação obtida foi positiva e com significância estatística (1%), por outro lado, as empresas do ramo da indústria apresentaram um resultado negativo, contudo, sem significado. Os autores realçaram o facto de estes resultados, apenas, podem ser generalizados para empresas semelhantes.

- Rentabilidade do Ativo - *ROA*

Lintner (1956) demonstrou a existência de uma forte relação estatística positiva entre o montante dos dividendos distribuídos e os resultados obtidos pelas empresas. Consequentemente, utilizou-se como *proxy* da rentabilidade, a variável rentabilidade do ativo. O *ROA* foi calculado com base no rácio entre o resultado líquido (após subtração dos interesses minoritários⁷), e o ativo; permitindo avaliar a capacidade dos ativos para gerarem resultados.

Também, Malik *et al.* (2013), Naceur *et al.* (2006), Rafique (2012), Ribeiro (2010a) e Ribeiro (2010b) calcularam o *ROA* com base no resultado líquido, demonstrando a relação positiva defendida pela literatura. Ramachandran e Packkirisamy (2010) utilizaram, apenas, o resultado líquido obtendo uma relação positiva e com significado (10%). Ribeiro e Villar (2012) obtiveram coeficientes estatisticamente significativos e positivos em relação às empresas pertencentes à *Euronext Lisbon*.

De acordo com Ribeiro (2010b) as empresas que geram maiores rendimentos, pagam maiores dividendos.

Todavia, outros recorreram ao resultado operacional para calcular esta variável, são exemplos: Chang e Rhee (1990), Fernandes e Ribeiro (2013), Rehman e Takumi (2012), Salsa (2010) e Vera (2006). Os autores obtiveram resultados significativos mas, ambíguos.

A opção do cálculo do *ROA*, através do resultado líquido prende-se com o facto de, este, considerar, já, o efeito de juros e impostos nos resultados, o que é pertinente no contexto do presente estudo.

⁷ Interesse minoritário: parte do resultado líquido e do ativo líquido de uma subsidiária, que não é atribuível à empresa-mãe, sua detentora; sendo-lhe, apenas, atribuído o valor de resultado líquido na percentagem que detém.

- Dimensão – *DIM*

A *DIM* foi utilizada como *proxy* para o acesso ao mercado financeiro, onde esta, é calculada através do logaritmo natural do ativo. Politelo *et al.* (2007), argumentam que as empresas de maiores dimensões, possuem um melhor acesso ao mercado e, por conseguinte, são capazes de pagar dividendos mais elevados, sendo a relação expectável, entre as variáveis positiva. Assim, as grandes empresas deveriam estar mais predispostas a pagar dividendos mais elevados.

Amaral *et al.* (2006), Naceur *et al.* (2006) e Rafique (2012) ao utilizarem a variável logaritmo natural do ativo para quantificar o fator dimensão, obtiveram um resultado positivo e estatisticamente significativo. Por outro lado, Fernandes e Ribeiro (2013), Politelo *et al.* (2007), Ramachandran e Packkirisamy (2010), Salsa (2010) e Vera (2006), alcançaram resultados negativos, todavia, sem significado. Saliente-se que, nos estudos citados, os autores esperavam uma relação positiva entre a variável dependente e a variável explicativa dimensão. Não obstante, Aivazian *et al.* (2003), Arrazola *et al.* (1992) e Malik *et al.* (2013) demonstraram, empiricamente, a existência da relação positiva e, significativa, entre a dimensão da empresa e os dividendos distribuídos; quantificando o fator dimensão através da *proxy* logaritmo natural das vendas.

No presente estudo optou-se por analisar a dimensão através do ativo por dois motivos: algumas das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* apresentavam o volume de negócios (vendas acrescidas das prestações de serviços), não sendo possível, o cálculo desta variável através das vendas; e, no contexto do estudo, parece mais pertinente a mensuração do valor dos ativos.

- Rendibilidade dos Capitais Próprios – *ROE*

Considerando que os ativos podem ser financiados quer por capitais próprios, quer por capitais alheios, é do interesse dos acionistas conhecerem, não apenas da totalidade do capital investido (ativo), mas, também, da parte por si financiada (capitais próprios). Por conseguinte, o *ROE* mede a remuneração exigida pelos acionistas.

Esta variável proporciona a relação entre os capitais investidos pelos acionistas e a parte dos resultados que se encontra disponível para lhes ser distribuída, após remuneração dos credores (pagamento de juros) e dedução dos impostos.

O *ROE* é dado através do quociente entre o resultado líquido e o capital próprio.

Tendo em consideração a revisão da literatura, o *ROE*, não é uma variável muito escolhida pelos autores uma vez que estes analisam os resultados através do *ROA*, ou seja, do ponto de vista do ativo e não do capital próprio. Contudo, Aivazian *et al.* (2003) e Malik *et al.* (2013) incluíram-na no seu estudo, obtendo uma relação positiva e significativa (5% e 1%, respetivamente) entre a variável dependente e esta variável de controlo.

O Quadro 3 sumaria as variáveis incluídas no estudo:

Quadro 3 - Variáveis do Estudo

	Variáveis	Sigla	Objectivo	Definição Operacional	Relação expectável	Autores que utilizaram esta variável
Variável Dependente	Dividendo por ação	<i>DIV</i>	analisar as variáveis passíveis de a influenciarem	-----	-----	Kose e Williams (1985); Arrazola <i>et al.</i> (1992); Bagués e Fumás (1995); Aivazian <i>et al.</i> (2003); Benzinho (2007).
Variáveis Independentes	Endividamento Total	<i>END</i>	medir o efeito do endividamento na <i>PD's</i>	$END = \frac{Dívida}{Ativo Total}$	(-)	Aivazian <i>et.al</i> (2003); Farinha (2003); Naceur <i>et al.</i> (2006); Amaral <i>et al.</i> (2006); Politelo <i>et al.</i> (2007); Salsa (2010); Ramachandran e Packkirisamy (2010).
	Impostos sobre os Resultados	<i>IMP</i>	mensurar a influência dos impostos na <i>PD's</i>	$IMP = \frac{Res. Antes Imp.}{Res. Líquido}$	(+)	Omet (2004); Amidu e Abur (2006); Gill <i>et al.</i> (2010); Rehman e Takumi (2012); Rafique (2012); Vieira <i>et al.</i> (2013).
	Rendibilidade do Ativo	<i>ROA</i>	examinar a ação exercida da rendibilidade na <i>PD's</i>	$ROA = \frac{Res. Líquido}{Ativo}$	(+)	Naceur <i>et al.</i> (2006); Vera (2006); Ribeiro (2010a).
	Dimensão	<i>DIM</i>	constatar o efeito da dimensão na <i>PD's</i>	$DIM = \log (Ativo)$	(+)	Naceur <i>et al.</i> (2006); Vera (2006); Amaral <i>et al.</i> (2006); Politelo <i>et al.</i> (2007); Salsa (2010); Ramachandran e Packkirisamy (2010); Fernandes e Ribeiro (2013).
	Rendibilidade do Capital Próprio	<i>ROE</i>	observar o retorno dos investidores	$ROE = \frac{Res. Líquido}{Cap. Próprio}$	(+)	Aivazian <i>et al.</i> (2003) e Malik <i>et al.</i> (2013).

Fonte: elaboração própria

Legenda: *PD's* – Política de Dividendos

3.3 Hipóteses a Testar

O trabalho de investigação tem como objetivo testar o impacto do nível de endividamento na política de dividendos, das empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*. Não obstante, pretende-se, também, analisar o impacto dos impostos na distribuição de dividendos, destas mesmas empresas. Foram, ainda, incluídas outras variáveis de modo a conferir maior robustez aos resultados obtidos. Por conseguinte, testar-se-ão as seguintes hipóteses.

Hipótese 1: Os dividendos e a dívida são substitutos diretos, isto é, espera-se que o nível de endividamento esteja negativamente correlacionado com a distribuição de dividendos.

De acordo com a Teoria do *Pecking Order*, as empresas com uma reduzida capacidade de autofinanciamento, tendem a emitir dívida; diminuindo, desta forma o valor do dividendo distribuído.

Hipótese 2: Há a expectativa de uma relação positiva entre os impostos e a política de dividendos, das empresas não financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon*.

Existe uma certa ambiguidade quanto ao sinal esperado entre a variável dependente e os impostos. É, de facto, dominante, a relação positiva entre os impostos e os dividendos, sendo, por vezes, a mesma significativa; caso que não se verifica quando esta relação é negativa. Contudo, saliente-se que todos os resultados obtidos, pelos autores, já citados, resultam da análise de dados em painel estático.

Hipótese 3: Supõe-se uma relação positiva entre as variáveis de controlo e a política de dividendos, das empresas não financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon*.

Os resultados são parte integrante dos rácios de rendibilidade. A relação positiva defendida, pela literatura, entre a rendibilidade e a política de dividendos, sugere que as empresas com maiores rendimentos, pagam dividendos mais generosos.

Lloyd *et al.* (1985) e Fama e French (2001) defendem que as empresas de maior dimensão, como acedem com maior facilidade aos mercados de capitais, distribuem dividendos maiores, como forma de incentivo.

3.4 Método de Estimação

As análises *cross-section* que versam sobre a política de dividendos além de só contemplarem um dado momento, não consideram o erro específico de cada empresa - ε_i , e, por consequência, a sua omissão, do modelo de regressão, pode conduzir à produção de resultados enviesados, impossibilitando, desta forma, a leitura dos mesmos. Sem embargo, a estimativa de dados em painel pode melhorar as questões de endogeneidade⁸ dos regressores, e controlar os efeitos específicos das empresas. Note-se que estas mesmas variáveis, suscetíveis de conter efeitos inerentes às empresas, e passíveis de influenciar a política de dividendos, não são de fácil mensuração.

É, neste contexto, que a utilização de dados em painel atinge o seu expoente máximo, pois estes tentam controlar os efeitos das variáveis não observáveis – heterogeneidade entre os indivíduos. De acordo com Arellano e Bond (1991), uma outra primazia dos dados em painel, é que os mesmos permitem agregar um maior número de observações, aumentando, assim, o número de graus de liberdade e, diminuindo a colinearidade entre as variáveis explicativas (é relevante quando existe um grande número de regressores e um pequeno número de empresas). Marques (2000) sustenta a mesma premissa, acrescentando que a estimação em painel fornece uma maior quantidade de informação. Do mesmo modo, Nunes *et al.* (2013) realçam os benefícios da utilização de dados em painel.

Os dados em painel permitem, além do já mencionado, explorar, em simultâneo, as variações das variáveis ao longo do tempo e, entre diferentes indivíduos.

Contudo, os dados em painel também apresentam desvantagens tais como: o enviesamento resultante da heterogeneidade entre os indivíduos, e o enviesamento resultante da seleção dos indivíduos que constituem a amostra.

Não obstante, ao nível da Contabilidade e das Finanças verifica-se que existe um défice no emprego de modelos estatísticos na análise financeira (Duarte *et al.*, s.d.). Fávero (2013), acrescenta, ainda, que existe uma falta de preocupação quanto aos critérios de seleção para a adoção de um modelo econométrico, em detrimento de outro; bem como, a ausência de uma discussão mais detalhada sobre os estimadores mais adequados.

⁸ A endogeneidade traduz-se na correlação entre a variável explicativa o erro.

Realce-se, ainda, que, em Contabilidade e Finanças são incipientes os estudos sobre a temática dos dividendos, no mercado de capitais português, utilizando a estimação de dados em painel, nomeadamente, em painel dinâmico; sendo, por este motivo, o presente estudo um contributo. Também, Duarte *et al.* (s.d.) detetam esta mesma ausência.

Desta feita, o presente estudo apresentará a regressão de dados em painel, como técnica de análise de dados, através da comparação entre estimadores estáticos e dinâmicos; à semelhança de Bagués e Fumás (1995), Naceur *et al.* (2006) e Rogão (2007).

O *software* utilizado na análise econométrica será o *STATA*® (versão SE 12.0), em analogia com Benzinho (2007) e Couto e Ferreira (2010).

Seguidamente, apresentar-se-ão os estimadores estáticos e dinâmicos.

3.4.1 Estimadores estáticos

No que respeita os estimadores estáticos, os estimadores mais utilizados na literatura são: a estimação pelo modelo dos Mínimos Quadrados Ordinários - OLS (Aivazian *et al.*, 2003; Casey *et al.*, 2007; Lintner, 1956; Rafique, 2012; e, Vera, 2006); ou pelo modelo de dados em painel admitindo a existência de efeitos individuais não observáveis: aleatórios - RE ou fixos - FE (Abreu, 2007 e Benzinho, 2007). A dicotomia entre os dois últimos modelos de estimação, prende-se com o tratamento da constante. Isto é, o método dos FE assume a constante como um parâmetro fixo, enquanto o método dos RE trata a constante como uma variável aleatória.

O Quadro 4 apresenta as características associadas aos estimadores estáticos.

Quadro 4 – Características dos Estimadores Estáticos

OLS	FE	RE
$Y_{it} = \alpha + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it}$ ⁹	$Y_{it} = \alpha_i + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it}$	$Y_{it} = \alpha + \beta_k X_{kit} + v_{it}$
homogeneidade na constante - α os parâmetros α e β são comuns para todos os indivíduos	a heterogeneidade dos indivíduos é captada na pela constante - α_i a constante é diferente para cada indivíduo	a heterogeneidade dos indivíduos é captada no termo do erro - ε_{it} a constante é considerada como um parâmetro aleatório não observável. a constante é substituída por: $v_{it} = \varepsilon_{it} + \alpha_i$

Fonte: elaboração própria.

3.4.1.1 Método dos Mínimos Quadrados Ordinários

O método dos Mínimos Quadrados Ordinários, também, designado de regressão linear, assume que variável dependente é uma combinação linear de variáveis independentes e de um resíduo aleatório.

Esta técnica tenta minimizar a soma dos quadrados das diferenças entre o valor estimado e os dados observados, ignorando a heterogeneidade da amostra.

De acordo com Marques (2000), o método OLS, por ignorar a existência de heterogeneidade nos dados, não é verdadeiramente um método de estimação em painel. Contudo, este método de estimação, deve ser utilizado quando se tiver a certeza de que os regressores da equação não estão correlacionados com os erros. Ademais, este método é, ainda, adequado a amostras em que os indivíduos apresentam algumas semelhanças.

Em vicissitude, os outros modelos introduzem a heterogeneidade dos indivíduos de forma fixa (efeitos fixos) ou de forma aleatória (efeitos aleatórios).

⁹ Com, $i = 1, 2, 3, \dots, n$

Y_{it} . representa a variável dependente

α_i - figura a constante associada à empresa

β_k - explana o coeficiente de estimação do regressor, associado à variável explicativa X

X - representa o vector dos factores específicos a cada empresa observados num dado momento

ε_{it} - representa os erros de medição do modelo.

3.4.1.2 Método dos Efeitos Fixos

Este modelo pretende controlar os efeitos das variáveis omitidas (representadas por α_i), que permanecem constantes ao longo do tempo e, variam de empresa para empresa.

De acordo com Nunes *et al.* (2013), o modelo dos efeitos fixos recorre a um processo de estimação, onde pressupõe que a heterogeneidade dos indivíduos é captada pela parte constante, diferindo de indivíduo para indivíduo.

Duarte *et al.* (s.d) expõem que este modelo é estimado com recurso ao modelo dos mínimos quadrados ordinários.

Note-se que este modelo pressupõe que os erros: possuem distribuição normal [$\chi \sim N(\mu, \sigma^2)$], variância constante e, não são correlacionados. Por conseguinte, as estimativas obtidas são não tendenciosas e consistentes.

Mas quando se deve utilizar este modelo?

O recurso ao modelo de FE, torna-se imperativo, quando α_i estiver correlacionado com as variáveis explicativas, em qualquer período de tempo. Duarte *et al.* (s.d.) afirmam, ainda, que se deve utilizar este modelo quando as observações são obtidas da população e deseja-se fazer inferências para os indivíduos dos quais se dispõem dados.

3.4.1.3 Método dos Efeitos Aleatórios

O método dos RE baseia-se nas mesmas premissas do modelo de FE, todavia α_i varia de indivíduo para indivíduo mas, não ao longo do tempo.

Nunes *et al.* (2013) corroboram que este modelo utiliza um processo de estimação onde insere o pressuposto da heterogeneidade no erro.

Por fim, impõe-se a seguinte questão: qual o estimador mais adequado?

De acordo com o Nunes *et al.* (2013), a preferência entre FE e RE depende do pressuposto adotado sobre a provável correlação entre os componentes do erro e dos regressores. Ou seja, se ambos não estiverem correlacionados o RE será mais adequado, caso contrário deve-se utilizar os FE. Não obstante, a disponibilidade de dados no painel

pode determinar a escolha do estimador: se o painel é desequilibrado (faltam informações) considera-se recomendável a utilização do modelo dos FE.

Sem embargo, para uma definição precisa de que estimador estático utilizar, podem-se realizar testes estatísticos.

Para aferir a validade de cada um dos modelos, dois testes podem ser efetuados:

- Teste F – permite escolher entre a OLS e os FE;
- Teste de *Hausman* – comparação entre os modelos dos FE e dos RE.

No que respeita o teste F , este, é um teste de aderência global ou de especificação, i.e., indica-nos a fiabilidade/robustez do modelo utilizado.

Sem embargo, a estatística F testa a hipótese nula de que o estimador eficiente é a OLS em comparação com o modelo dos FE, ou seja, a hipótese nula assume que os efeitos específicos são iguais (homogêneos), para todos os indivíduos. Por conseguinte, a aceitação da hipótese nula traduz-se na utilização do estimador OLS, em detrimento do estimador FE.

Relativamente ao teste de *Hausman*, o mesmo, é o procedimento de referência para inferir sobre a exogeneidade dos regressores, i.e., este teste é realizado de modo a escolher qual dos modelos é mais apropriado: se os RE, se os FE.

Desta feita, a estatística de *Hausman* permite averiguar se existe correlação entre α_i e as variáveis explicativas, formulando as seguintes hipóteses:

H_0 : α_i não está correlacionado com as variáveis explicativas;

H_1 : α_i está correlacionado com as variáveis explicativas.

Caso a hipótese nula não seja rejeitada, não existem evidências de que α_i esteja correlacionado com as variáveis explicativas; como tal, o modelo dos RE deve ser utilizado. Por outro lado, se a hipótese nula for rejeitada, haverá evidência da correlação significativa entre α_i e as variáveis explicativas, pelo que o modelo dos FE deve ser o utilizado, na estimação do modelo. Saliente-se caso o *p-value* seja igual a [0.000], deve-se optar pelos FE.

Por último, poderia ser realizado outro teste para aferir a validade entre a OLS e os RE, o teste de *Breush-Pagan*, contudo, o objetivo do estudo é realçar os benefícios do painel dinâmico associados à distribuição de dividendos, não sendo, por isso, imperativo a realização deste teste (os outros testes podem responder a esta questão).

Saliente-se que perante um painel estático os problemas de autocorrelação¹⁰, heteroscedasticidade¹¹ e endogeneidade, persistem (Arellano e Bond, 1991).

3.4.2 Estimador Dinâmico

Os modelos dinâmicos são estimados pelo Método dos Momentos Generalizados – GMM (Arellano e Bond, 1991) e, caracterizam-se pelo facto da variável dependente ser desfasada no tempo. Ou seja, o Modelo GMM, no presente estudo, vai utilizar os níveis anteriores de dividendos para afetar os níveis atuais de dividendos.

Arrazola *et al.* (1992) e Bagués e Fumás (1995) afirmam que a inclusão da variável dependente desfasada permite captar uma certa dinâmica em modelos que a dimensão temporal é limitada. Não obstante, Naceur *et al.* (2006) enriquece este tema ficando que o modelo GMM permite que os níveis passados de dividendos afetem os níveis atuais.

De acordo com Nakamura *et al.* (2007), o estimador GMM justifica a sua utilização em modelos com endogeneidade.

Saliente-se que a consistência deste estimador depende da validade dos instrumentos utilizados, e, tem como pressuposto de que os termos do erro não apresentam correlação.

Arellano e Bond (1991) sugerem que se pode avaliar a validade dos instrumentos através da realização de dois testes de especificação. O primeiro é o teste de *Sargan* que permite avaliar a especificação do modelo, ou seja, testa a validade dos instrumentos utilizados, informando se são os mais eficazes/robustos. Este teste resolve, ainda, o problema de endogeneidade. O segundo teste, por sua vez, permite testar a autocorrelação dos resíduos. Existem resíduos de duas ordens: teste de autocorrelação de 1ª ordem - AR1 ou M1 e o teste de autocorrelação de 2ª ordem – AR2 ou M2.

A rejeição da hipótese nula em ambos os testes dá suporte ao modelo.

¹⁰ É uma medida que informa o quanto uma variável aleatória é capaz de influenciar outra, ou seja, denota se os erros se influenciam entre si. Observa-se através da covariância e, é possível constatar-se no teste de *Durbin-Watson*, num modelo estático. Não existem problemas de autocorrelação se *p-value* for superior a 1%, 5% ou 10%, ou se estivermos perante um modelo dinâmico.

¹¹Corresponde a uma forte dispersão dos erros/resíduos em torno de uma recta (implica uma maior margem de erro). Isto é, cada observação possui diferentes variâncias ($\sigma^2 \neq 0$). A heteroscedasticidade é detetada através do teste *LM het. test* e pode ser corrigida através do método de *White* (1980).

3.4.3 Modelos a Estimar

3.4.3.1 Modelo Estático

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 * END_i + \beta_2 * IMP_i + \beta_3 * ROA_i + \beta_4 * DIM_i + \beta_5 * ROE_i + \mathcal{E}_i$$

3.4.3.2 Modelo Dinâmico

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 * DIV_{i-1} + \beta_2 * END_i + \beta_3 * IMP_i + \beta_4 * ROA_i + \beta_5 * DIM_i + \beta_6 * ROE_i + \mathcal{E}_i$$

Onde o coeficiente α representa o termo independente ou interseção da reta de regressão, os coeficientes β_0 , β_1 , β_2 , β_3 , β_4 e β_5 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.

CAPÍTULO IV – RESULTADOS OBTIDOS

O presente capítulo encontra-se subdividido em três partes. Inicialmente são explanadas algumas estatísticas descritivas referentes à amostra em estudo, bem como, a matriz de correlação entre as variáveis. Seguidamente, destacam-se os resultados da estimação e, posteriormente, procede-se à análise dos mesmos.

4.1 Estatística Descritiva da Amostra

À semelhança de Alli *et al.* (1993), Amaral (2006), Bagués e Fumás (1995), Cabestre e Escuer (1996), Caiado (2004), Politelo *et al.* (2013), Rafique (2012) e Ribeiro (2010a), entre outros, apresentam-se algumas estatísticas descritivas relativas às variáveis em estudo.

Tabela 2 - Estatísticas Descritivas das Variáveis

Variável	Obs	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
<i>DIV</i>	240	.1096972	.1524994	-.0447186	1.3
<i>END</i>	240	.7105114	.1464629	.0735835	1.051.252
<i>IMP</i>	240	1.448162	1,732575	-4.141181	14.33681
<i>ROA</i>	240	.0254007	.0477753	-.3006468	.3739104
<i>DIM</i>	240	9.1050562	.6475705	7.826.311	10.62992
<i>ROE</i>	240	.1125937	.5227768	-1.908707	5.866105

Fonte: elaboração própria.

Como é possível constatar, a Tabela 2, apresenta as medidas de estatística descritiva das variáveis utilizadas no estudo empírico. Através da análise da mesma é possível inferir que, em média, o montante de dividendos distribuídos, pelas empresas que compõem a amostra, cifra-se nos 0,11 euros por ação. Saliente-se que muitas empresas não distribuem dividendos (valor mínimo negativo) e, outras, podem pagar um máximo de 1,30 euros/ação. Verifica-se, ainda, que o desvio-padrão da variável dependente é de 0,15 euros, sugerindo que não existe um grande desvio em relação à média. As empresas, em estudo, apresentam um endividamento médio de 0,71.

Observa-se o facto de as empresas da amostra, em média, apresentarem uma rendibilidade do ativo positiva mas, reduzida, à semelhança da rendibilidade dos capitais próprios; podendo, mesmo atingir valores negativos. Os resultados obtidos demonstram que não existe uma volatilidade elevada das variáveis uma vez que os respetivos desvios-padrões são inferiores às respetivas médias e, quando superiores não existe uma grande oscilação dos valores alcançados. No entanto, embora a volatilidade não seja muito elevada, verifica-se que a diferença entre os valores mínimos e máximos das variáveis assumem especial relevância.

4.2 Correlação entre as variáveis explicativas

De acordo com Politelo *et al.* (2013) o estudo da correlação permite, *a priori*, eliminar as variáveis explicativas altamente correlacionadas, o que poderia culminar num problema de multicolinearidade séria.

A Tabela 3 apresenta o grau de correlação entre as variáveis.

Tabela 3 – Matriz de Correlação entre Variáveis

	<i>DIV</i>	<i>END</i>	<i>IMP</i>	<i>ROA</i>	<i>DIM</i>	<i>ROE</i>
<i>DIV</i>	1.0000					
<i>END</i>	-0.1537	1.0000				
<i>IMP</i>	0.0073	0.0027	1.0000			
<i>ROA</i>	0.5565	-0.3076	-0.0507	1.0000		
<i>DIM</i>	0.2334	0.0813	0.1063	0.0911	1.0000	
<i>ROE</i>	0.1414	0.0922	-0.0266	0.0461	-0.0531	1.0000

Fonte: elaboração própria.

As variáveis *ROA* e *DIV* apresentam um nível de correlação linear positiva e moderada ($\approx 0,56$) uma vez que os dividendos distribuídos dependem dos resultados obtidos pela empresa. Todavia, a análise econométrica não foi comprometida uma vez que o coeficiente obtido é inferior ao limite tolerável, 0,60. Desta feita, é possível concluir que não existem problemas de multicolinearidade séria.

Realce-se que os coeficientes de correlação das restantes variáveis explicativas são bastante mais baixos (inferiores a 0,500).

Por último, relativamente às variáveis que apresentam uma correlação negativa entre si, destacam-se o *END* e o *DIV* e o *ROA* e o *END*, sendo que, ambas não ultrapassam o limite estabelecido.

4.3 Resultados da Estimação

O painel obtido designa-se de *unbalanced*, i.e. o painel é desequilibrado. De acordo com Nunes *et al.* (2013) caso o número de dados temporais não seja o mesmo para todos os indivíduos, está-se na presença de um painel não-balanceado.

Seguidamente apresentam-se, na Tabela 4, os resultados obtidos através da estimação em painel estático, OLS, FE e RE, bem como, em painel dinâmico, GMM, procedendo-se, posteriormente, à sua análise.

Tabela 4 - Estimação em Painel Estática e Dinâmica

Variáveis	OLS	FE	RE	GMM
D_{t-1}				-0.032711* (-12.30)
<i>END</i>	-0.019618 (-.34)	-0.1128346 (-.98)	-0.050592 (-.65)	-0.0647594* (-4.50)
<i>IMP</i>	.001511 (0.33)	-0.0035212 (-.79)	-0.0023354 (-.54)	-0.004051* (-5.42)
<i>ROA</i>	1.685759* (9.84)	1.183152* (6.39)	1.36209* (7.84)	1.594781* (53.55)
<i>DIM</i>	.0451814* (3.60)	.1465834*** (1.99)	.0534112* (2.66)	.0948816* (18.54)
<i>ROE</i>	.0377708** (2.45)	.0313101** (1.85)	.0361264** (2.41)	.0722975* (26.16)
Constante	-.3390599* (-2.90)	-1.179.932 (-1.65)	-.378382** (-2.03)	-.747690* (-18.20)
R ²	0.3600	0.2276	0.2206	
R ² ajust.	0.3463			
F = 4.38		0.000		
Hausman (χ^2) 23.38			Prob > χ^2 = 0.0007	
Sargan (χ^2) 24.79				Prob > χ^2 = 0.5303
AR1				Prob > z = 0.0545
AR2				Prob > z = 0.6619

Nota: Estatísticas *t* entre parêntesis;

* nível de significância de 1%; ** nível de significância de 5%; *** nível de significância de 10%.

Fonte: elaboração própria.

4.4 Discussão dos Resultados Obtidos

Relativamente ao teste F , este apresenta um p -value de 0.0000 ($< 0,01$), o que rejeita a hipótese nula, confirmando que, para o presente estudo, o método dos Efeitos Fixos é o melhor estimador para os coeficientes dos regressores.

No que concerne o teste de *Hausman*, o mesmo permite escolher qual a melhor estimação de parâmetros: efeitos fixos ou aleatórios; como, anteriormente, mencionado. É possível observar que o p -value é de 0,0007 ($< 0,01$), pelo que se deve rejeitar a hipótese nula. Por conseguinte, o modelo que produz melhores estimativas é, também, o modelo dos Efeitos Fixos.

O poder explicativo dos modelos (R^2), no que respeita os painéis estáticos é muito reduzido, sugerindo que as variáveis independentes não são suficientes para explicar a política de dividendos das empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*. Estes resultados reforçam a análise através dos painéis dinâmicos. Não obstante, é, ainda, possível constatar que, em qualquer um dos modelos estáticos, as variáveis de interesse não apresentam significância estatística, em contraposição às variáveis de controlo.

Contrariamente, em painel dinâmico, todas as variáveis explicativas apresentam significância estatística a 1%. Consequentemente, a análise dos resultados será elaborada à luz do estimador dinâmico. Esta decisão prende-se com o facto de, além do estimador dinâmico produzir melhores estimativas no presente estudo, como, no contexto da política de dividendos, faz mais sentido o recurso a modelos dinâmicos uma vez que, esta, não é estanque. De acordo com Lintner (1956) existem fatores dominantes que influenciam os dividendos e manifestam-se durante longos períodos de tempo. Arrazola *et al.* (1992) acrescenta, ainda, que as empresas que tenham distribuído dividendos no passado, têm uma probabilidade mais elevada de distribuir dividendos no futuro.

No que respeitam os testes de validação do modelo, rejeitam-se ambas as hipóteses nulas, quer para o teste de *Sargan*, quer para o teste de autocorrelação. Isto é, o modelo é o mais eficaz/robusto e, não existem problemas de autocorrelação entre os resíduos.

O *END* está de acordo com a evidência empírica, demonstrando que existe uma relação negativa e estatisticamente significativa com a política de dividendos (veja-se Apêndice 2). As empresas tentam manter um equilíbrio financeiro antes de qualquer

decisão de distribuição de dividendos, só distribuindo dividendos após realizados os seus compromissos financeiros. Isto é, as empresas pagam dividendos baixos a fim de reduzirem a sua dependência face ao financiamento externo. Tal encontra-se de acordo com a Teoria do *Pecking Order*. Também, Aivazian *et al.* (2003), Amaral *et al.* (2006), Crutchley e Hansen (1989) e Salsa (2010) obtiveram o mesmo efeito. Arrazola *et al.* (1992) concluem que o endividamento diminui com a distribuição de dividendos. Todavia, o resultado alcançado por Naceur *et al.* (2006), não é significativo no contexto das empresas tunisinas. Sem embargo, os estudos mais recentes têm verificado uma mudança de paradigma em relação aos resultados obtidos, entre o *END* e os dividendos, i.e., Malik *et al.* (2013), Politelo *et al.* (2013) e Rafique (2012), alcançaram uma relação positiva e, em alguns casos, estatisticamente significativa, contrariamente ao previsto. De acordo com Politelo *et al.* (2013) este efeito pode ser explicado à luz da Teoria da Relevância dos Dividendos, onde as empresas mais endividadas pagam dividendos de modo a atrair investidores (em alternativa, à captação de recursos junto a instituições financeiras) e, reduzindo, assim, as incertezas dos mesmos. O nível de endividamento das empresas da amostra, em média, tem vindo a diminuir (Apêndice 3).

O parâmetro estimado para a variável *IMP* é negativo e estatisticamente significativo a um nível de 1%, pelo que se conclui que, *ceteris paribus*, um aumento da tributação sobre os dividendos traduz-se numa diminuição do resultado líquido e, por conseguinte, numa diminuição dos dividendos distribuídos, ao nível das empresas não financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon*. Este resultado conduz a uma rejeição da hipótese nula. Também, Gill *et al.* (2010), alcançaram um resultado negativo, entre a taxa de tributação e os dividendos, ao nível das empresas de serviços, nos Estados Unidos, todavia, sem significância estatística. Evidencie-se que, mesmo após este resultado, não é possível inferir que a Teoria da Preferência Tributária tenha aplicabilidade ao mercado de capitais português uma vez que não foi incluída no estudo uma *proxy* dos ganhos de capital.

No que respeita os resultados alcançados para variável *ROA*, é possível concluir que se continua a verificar a forte relação estatística positiva entre o montante de dividendos distribuídos e os resultados obtidos pela empresa, encontrada por Lintner (1956).

Constata-se uma relação estatisticamente significativa e positiva entre a *DIM* e a distribuição de dividendos. A literatura apresenta resultados ambíguos entre estas duas variáveis, contudo, os resultados negativos alcançados não possuem significado, como,

anteriormente, apresentado. Fernandes e Ribeiro (2013), no contexto da *Euronext Lisbon*, aduzem que as empresas de maiores dimensões, distribuem maiores dividendos como forma de incentivo. Rafique (2012) e Rozeff (1982) argumentam que as empresas de maiores proporções, pagam dividendos generosos com o objetivo de diminuir os conflitos de agência entre gestores e acionistas (Teoria da Agência).

O *ROE* encontra-se de acordo com o sinal esperado. O retorno do capital exigido pelos acionistas tem um efeito positivo sobre a distribuição de dividendos. As empresas ao remunerarem os acionistas de acordo com as suas exigências acabam por transmitir ao mercado um sinal positivo sobre a sua situação, o que reforça a Teoria da Sinalização.

Por último, em contradição com o esperado, o parâmetro estimado para a variável desfasada, DIV_{t-1} , apresenta um coeficiente negativo e, estatisticamente significativo, ao nível de 1%. Em oposição, os restantes estudos que versam sobre estas duas variáveis apresentam um sinal positivo e significativo. Lintner (1956) constatou que os dividendos do período eram influenciados pelos lucros atuais e pelos dividendos dos períodos anteriores; demonstrando, desta feita, a importância de uma estabilidade na política de dividendos. Os estudos de Benzinho (2007) (período de 1990 a 2002) e o estudo de Fernandes e Ribeiro (2013) (período de 2009 a 2011) sobre o mercado de capitais português, demonstram, empiricamente, a existência de uma relação positiva e estatisticamente significativa (em painel estático) entre a distribuição de dividendos no exercício e no exercício anterior. Uma possível explicação para o efeito negativo obtido pode dever-se ao aumento das restrições financeiras (crise económica e financeira) a que as empresas da *Euronext Lisbon* estão, atualmente, sujeitas, bem como, à dificuldade de captação de recursos junto das instituições financeiras (aumento dos critérios de atribuição de empréstimos e dos juros associados a esses mesmos empréstimos). Esta constatação reforça a aplicação da Teoria do *Pecking Order* ao mercado de capitais português.

Saliente-se que apesar de se ter optado por analisar o modelo através do estimador GMM, por produzir melhores estimativas, é possível observar que as estatísticas alcançadas para as variáveis de interesse, mesmo significativas, são baixas.

Em suma, o modelo econométrico, em painel dinâmico, conduz a uma validação das hipóteses de investigação, à exceção da variável *IMP* e da variável desfasada DIV_{t-1} .

CONCLUSÕES

A. Considerações Finais

O presente estudo visa fornecer uma outra perspectiva da influência do endividamento e da tributação, sobre a política de dividendos das empresas não financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon*, no período com preendido entre 2006 e 2013, através da comparação dos resultados em painel estático e dinâmico.

No plano teórico procurou-se compreender quais as teorias passíveis de explicar a escolha de uma determinada política em detrimento de outra.

Destacam-se algumas dessas teorias. A Teoria da Irrelevância dos Dividendos (teorizada por Modigliani e Miller, 1961) assume a existência de um mercado de capitais perfeito; ao considerar a ausência de impostos. Atualmente, sabe-se que, esta, não possui aplicabilidade à realidade económica. Adversamente a esta teoria apresenta-se a Teoria da Relevância dos Dividendos (expressa por Lintner, 1956 e Gordon, 1959) que defende que o investidor prefere possuir um dividendo na mão (*bird-in-the-hand theory*) do que a incerteza de um ganho de capital futuro. Por outro lado, a Teoria da Preferência Tributária (aduzida por Farrar e Selwyn, 1967, Brennan, 1970, Elton e Gruber, 1970 e Litzenberger e Ramaswamy, 1979), consagra que os acionistas deveriam rejeitar o recebimento de dividendos, em função das suas desvantagens fiscais; porém, ainda assim, alguns investidores têm preferência pelo recebimento de dividendos, contrariando a teoria apresentada. A Teoria da Sinalização, por sua vez, emerge do fenómeno da assimetria de informação existente entre acionistas e gestores e, tem como principal objetivo anunciar ao mercado perspectivas de crescimento futuro, com o intuito de atrair investidores (apresentada por Bhattacharya, 1979). Já a Teoria da Agência argumenta que a distribuição de dividendos é passível de mitigar os conflitos de interesses existentes, entre acionistas e gestores, através do aumento do pagamento dos mesmos (defendida por Easterbrook, 1984 e Asquith e Mullins, 1986). Por último, a Teoria do *Pecking Order* (proposta por Myers, 1984) releva que as empresas tendem a preferir as fontes de financiamento internas (autofinanciamento) às externas (dívida e capital próprio, por esta ordem de preferência) dado o elevado custo dos recursos externos. Não obstante, esta teoria, salienta que as empresas de maior sucesso são as menos endividadas e com maiores níveis de distribuição de dividendos.

Não obstante, apesar, de uma revisão da literatura diversificada, não foi possível chegar a um consenso, dados os contextos dicotómicos em que os estudos foram realizados, bem como, pelas diferentes abordagens e variáveis escolhidas. Por conseguinte, a política de distribuição de dividendos permanece intrigante, continuando, por esse motivo, a ser denominada de *puzzle* dividendos.

Um dos desafios do presente estudo era a compreensão do impacto dos impostos na decisão de distribuição de dividendos. Para o efeito foi explanada a tributação dos dividendos, em Portugal, a fim de compreender a relação entre o contexto real e o teórico. Constatou-se que a Teoria da Preferência Tributária não possui, no presente momento, aplicabilidade ao mercado português; consequência da igualitária tributação dos dividendos e das mais-valias, por força das sucessivas reformas do IRS.

No plano empírico, investigaram-se algumas variáveis passíveis de explicar a política de dividendos praticada pelas empresas cotadas na praça não financeira portuguesa, para um horizonte temporal de oito anos. Consequentemente, a amostra é constituída por 30 empresas que integram a *Euronext Lisbon*, por força dos critérios de seleção aplicados.

O Endividamento, os Impostos, a Rendibilidade do Ativo, a Dimensão e a Rendibilidade dos Capitais Próprios, foram eleitos como indicadores da política de dividendos. Para o efeito, recorreu-se à regressão de dados em painel, através da comparação entre estimadores estáticos e dinâmicos, com recurso ao *software* de análise econométrica: *STATA*®.

No decorrer da investigação concluiu-se que os resultados em painel estático não eram adequados, por dois motivos: por um lado, o poder explicativo dos modelos era bastante reduzido, sugerindo que as variáveis independentes não eram suficientes para explicar a política de dividendos das empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*; por outro lado, no contexto da política de dividendos, faz mais sentido o recurso a modelos dinâmicos uma vez que os fatores que influenciam os dividendos, manifestam-se durante longos períodos de tempo, fatores, estes, passíveis de serem capturados em painel dinâmico.

Em painel dinâmico todas as variáveis explicativas apresentam significância estatística a 1%. Os resultados corroboram com a escolha do estimador utilizado.

Denota-se uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o *END* e a política de dividendos, consequência da tentativa de diminuição da dependência de financiamentos externos. Ou seja, as empresas só distribuem dividendos findos os seus compromissos financeiros; está-se perante a Teoria do *Pecking Order*. Não obstante, adversamente ao esperado, os estudos mais recentes denotam uma relação estatisticamente positiva entre o *END* e os dividendos. Os investigadores defendem que onde as empresas mais endividadas pagam dividendos de modo a atrair investidores com um objetivo *dobble*: diminuir o recurso a financiamentos externos e reduzir as incertezas dos investidores quanto ao seu investimento. Este efeito pode ser explicado à luz da Teoria da Relevância dos Dividendos.

Os resultados parecem sugerir que um aumento dos *IMP* sobre os dividendos traduz-se numa diminuição dos dividendos distribuídos, ao nível das empresas não financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon*. Todavia, a não inclusão, no estudo, de uma *proxy* dos ganhos de capital, não permite inferir se a Teoria da Preferência Tributária possui ou não aplicabilidade ao mercado de capitais português.

No que respeita os resultados alcançados para variável *ROA*, é possível observar a aplicabilidade do modelo desenvolvido, originalmente, por Lintner (1956), ao mercado de capitais português, ao obter um efeito positivo e estatisticamente significativo face aos dividendos distribuídos pela empresa.

Obteve-se uma relação estatisticamente significativa e positiva entre a *DIM* e a distribuição de dividendos. A Teoria da Agência explana que as empresas pagam dividendos magnânimos com o objetivo de diminuir os conflitos de agência entre gestores e acionistas.

Denota-se a existência de um efeito positivo do *ROE* sobre a distribuição de dividendos. Este resultado encontra-se em consonância com a Teoria da Sinalização que argumenta que as empresas ao remunerar os seus acionistas com o intuito de transmitir ao mercado um sinal positivo sobre a sua situação.

Por último, a variável desfasada, *DIV_{t-1}*, representativa dos dividendos distribuídos em períodos anteriores, apresenta um coeficiente negativo e, estatisticamente significativo, em oposição aos resultados anteriores. De acordo com a Teoria do *Pecking Order*, uma possível explicação para este efeito negativo pode advir do aumento das restrições financeiras a que as empresas da *Euronext Lisbon* estão, atualmente, sujeitas, bem como, à dificuldade de captação de recursos junto das instituições financeiras.

Desta feita, apesar da diversidade de teorias e estudos, não existe uma unanimidade no meio científico quanto à teoria que melhor explica a distribuição de dividendos, dados os diversos fatores que podem influenciar esta distribuição.

Em suma, utilizou-se o estimador GMM por produzir melhores estimativas, todavia, em painel dinâmico, as estatísticas alcançadas para as variáveis de interesse, mesmo significativas, são baixas.

B. Limitações do Estudo

O presente estudo contribui para a compreensão do efeito duplo do endividamento e da tributação sobre a política de dividendos, das empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*. Não obstante, o mesmo contém algumas limitações que futuras investigações poderão debelar.

Apresenta-se como limitação a natureza secundária dos dados na medida em que, estes podem afetar a precisão e fiabilidade dos resultados obtidos.

Um outro possível contingente poderá ser o facto de não se considerarem as diferentes opções de endividamento das empresas.

A reduzida proporção da amostra, fruto da dimensão do mercado de capitais português, traduz-se na principal restrição, inviabilizando, assim, a generalização dos resultados obtidos; ou seja, os resultados alcançados só poderão ser transpostos para empresas de natureza semelhante.

Acrescenta-se, como limitação, a consideração, apenas, das empresas não financeiras cotadas na praça portuguesa.

Por último, admite-se, ainda, como uma possível limitação a inclusão de, apenas, variáveis de natureza quantitativa.

C. Perspetivas de Investigação Futura

Como tópico de investigação futura sugere-se a inclusão de variáveis que distingam as diferentes formas de financiamento, escolhidas pelas empresas, a fim de compreender se é, ou não, relevante para a decisão de distribuição de dividendos. Uma outra opção poderá ser a de diferenciar o endividamento de curto prazo e o de médio longo prazo.

O presente estudo incidiu sobre as empresas não financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon*, no entanto, poderia ter evoluído noutros sentidos. Sugere-se para futuras investigações a comparação entre as empresas financeiras e as não financeiras, ou, até mesmo, o confronto entre os diferentes setores. Não obstante, a possibilidade de comparação entre várias praças financeiras é, igualmente, interessante.

Reconhece-se que as variáveis utilizadas possam ter influenciado os resultados obtidos, por conseguinte, sugere-se a inclusão de variáveis *dummies* (qualitativas), com o intuito de verificar se melhoram o poder explicativo do modelo. Ou, uma outra hipótese, poderá ser a de se inserir uma variável que meça e quantifique a influência de acionistas como os bancos sobre a política de dividendos.

Por fim, as pesquisas futuras poderão evoluir no sentido de alargar o período de análise, ao nível do efeito do endividamento e da tributação na política de dividendos das empresas.

BIBLIOGRAFIA

- Abreu, F. (2007). An agency theory approach to the determinants of dividend policy: evidence from the portuguese stock market. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 28, 36-50.
- Aivazian, V., Booth, L. & Cleary, S. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? *Journal of Financial Research*, 26, 371–387.
- Akbar, M. & Baig, H. (2010). Reaction of stock prices to dividend announcements and market efficiency in Pakistan. *The Lahore Journal of Economics*, 15 (1), 103-125.
- Alli, K., Khan, A. & Ramirez, G. (1993). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis. *The Financial Review*, 28(4), 523-547.
- Amaral, H., Iquiapaza, R. & Lamounier, W. (2008). Assimetric information and dividends payout at the São Paulo stock exchange (Bovespa). *MPRA Paper* 9450, 1-14.
- Amidu, M., & Abor, J. (2006). Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana. *Journal of Risk and Finance* , VII, 136-145.
- Anil, K., & Kapoor, S. (2008). Determinants of Dividend Payout Ratios: A Study of Indian Information Tecnology Sector. *International Research Journal of Finance and Economics*, (15), 63–71.
- Arellano & Bond (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Arrazola, M., Hevia, J. & Mato, G. (1992). Determinantes de la distribucion de dividendos. *Investigaciones Económicas*, 16(2), 235-258.
- Asquith, P. & Mullins, D. (1986). Signalling with Dividends, Stock Repurchase and Equity Issues. *Financial Management*, 15, 27-44.
- Bagüés, E. & Fumás, V. (1995). Explicaciones alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles. *Investigaciones Económicas*, 19(3), 329-348.

- Barreto, A. (2011). O impacto da política de dividendos no valor de mercado da empresa: o caso das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* – Portugal. Dissertação de Mestrado, Universidade do Algarve, Faculdade de Economia.
- Benzinho, J. (2004). A survey of management views on corporate dividend policy in Portugal. *Revista de Contabilidade e Comércio*, 59(236), 577-597.
- Benzinho, J. (2007). The dividend policy of the Portuguese corporations: evidence from Euronext Lisbon. *MPRA Paper* n.º 1137, 1-13.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy and The Bird in the Hand fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
- Brennan, M. (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 23, 417-427.
- Cabestre, F. & Escuer, M. (1996). La formación de precios de las acciones alrededor del pago de dividendos en el mercado de capitales español. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 25(86), 179-198.
- Caiado, J. (2004). Modelling and forecasting the volatility of the Portuguese stock index PSI-20. *Portuguese Journal of Management Studies*, 9(1), 3-21.
- Casey, K., Smith, F., Puleo, V. (2007). Dividend policy determinants in the insurance industry. *Journal of Academy of Business and Economics*, 7(1), 178-184
- Chang P. & Rhee S. (1990). The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. *Financial Management*, 19, 21-31.
- Couto, G. & Ferreira, S. (2010). Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1-2), 26-38.
- Crutchley C. & Hansen R. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, 18, 36-46.
- David, M., Nakamura, W. & Bastos, D. (2009). Estudo dos Modelos Trade-Off e Pecking Order para as variáveis endividamento e Payout em Empresas Brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie - São Paulo*, 10(6), 132-153.

- DeAngelo, H. & DeAngelo, L. (1990). Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms. *The Journal of Finance*, XLV (5), 1415-1431.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, D. (2004). Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. *Journal of Financial Economics*, 72(1), 425-456.
- Duarte, P., Lamounier, W. & Takamatsu, R. (s.d.). Modelos Econométricos para Dados em Paineis: Aspectos Teóricos e Exemplos de Aplicação à Pesquisa em Contabilidade e Finanças. [On-line] Disponível em: http://disciplinas.stoa.usp.br/pluginfile.php/176819/mod_resource/content/1/Artigo%20-%20Modelos%20em%20Painel.pdf (19 de Fevereiro).
- Easterbrook, F. H. (1984): Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Elton, J. & Gruber, M. (1970). Marginal Stockholder Tax Rate and the Clientele Effect. *Review of Economics and Statistics*, 52, February, 68-74.
- Escuer, M. & Cabestre, F. (1995). El valor informativo de los dividendos sobre los beneficios futuros en el mercado de capitales español. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 24(82), 201-220.
- Fama, E. & French, K. (1997). Dividends, Debt, Investment, and Earnings. [On-line]. Disponível em: <http://faculty.chicagobooth.edu/finance/papers/Fin19706.pdf>. (5 Dez. 2013).
- Fama, E. & French, K. (2001). Disappearing Dividends: Changing firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Farrar, D. & Selwyn, L. (1967). Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors. *National Tax Journal*, December, 444-454.
- Farinha, J. & Moreira, J. (2010). Dividends and Earnings Quality: The Missing Link? *Working Paper, Research Center on Industrial, Labour and Managerial Economics, Faculdade de Economia, Universidade do Porto*
- Farinha, J. & Soro, M. (2012). *Dividendos e Recompra de Acções – da teoria à prática* (1ª. Ed). Porto: Vida Económica.

- Fávero, L. (2013). Dados em painel em Contabilidade e Finanças: teoria e aplicação. *Brazilian Business Review*, 10(1), 131-156.
- Fernandes, D. & Ribeiro, A. (2013). Fatores determinantes da política de distribuição de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras da Euronext Lisbon. *Estudos do ISCA, série IV* (7), 1-12.
- Futema, M., Basso, L. & Kayo, E. (2009). Capital structure, dividends and interests on equity: tests in Brazil. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 20 (49), 44-62.
- Fernandez, J. (1988). La decision de distribuir dividendos: investigacion empírica en la gran empresa española. *Investigaciones Económicas*, 12(2), 243-258.
- Gil, A., Biger, N. & Tibrewala, R. (2010). Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3, 8-14.
- Gordon, M. (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*, 41 (2), 99-105.
- Guzmán, I. (2004). Factores explicativos del reparto de dividendos a cuenta en las empresas españolas. *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*, 9, 1-24.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kalay, A. (1982a). The Ex-Dividend Behaviour of Stock Prices: a Re-Examination of the Clientele Effect. *Journal of Finance*, 37, 1059-1086.
- Kim, W. & Sorenson E. (1986). Evidence on the impact of the agency cost of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 131-144.
- Kose, J. & Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium. *Journal of Finance*, 40, 1053-1070.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained 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, 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.
- Malik, F., Gul, S., Khan, M., Rehman, S. & Khan, M (2013). Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions of Financial and Non-Financial Firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(1), 35-46.
- Marques, L. (2000). *Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: revisão de literatura*. Faculdade de Economia do Porto. [On-line] Disponível em: <http://wps.fep.up.pt/wps/wp100.pdf> (7 de Julho).
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Mota, A., Barroso, C., Nunes, J. & Ferreira, M. (2010). *Finanças da Empresa, Teoria e Prática* (3ª. Ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Mougoué, M. & Rao, P. (2003): The information signaling hypothesis of dividends: evidence from cointegration and causality Tests. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (3-4), 441-478.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Naceur, S., Goaied, M. & Belanes, A. (2006). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International Review of Finance*, 6(1-2), 1-23.
- Nakamura, W., Martin, D., Forte, D., Costa, A. & Amaral, A. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro – análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 44, 72-85.
- Nissim, D. & Ziv, A. (2001): Dividend changes and future profitability. *Journal of Finance*, 56 (6), 2111-2133.
- Nunes, T., Menezes, G. & Dias, P. (2013). Reavaliação da Rentabilidade do Setor Bancário Brasileiro: Uma Abordagem em Dados em Painel (2000-2012). [On-line] Disponível

em:http://www.anpec.org.br/sul/2013/submissao/files_I/i6779e7df428c2a3befd59ae844d53a0ed.pdf (26 de Maio).

- Omet, G. (2004). Dividend policy behaviour in the Jordanian capital market. *International Journal of Business*, 9(3), 287-299.
- Politelo, L., Chiarello, T. & Silva, T. (2013). Concertração de Capital e Política de Dividendos em Empresas Familiares Brasileiras. *XVI SEMEAD - Seminários em Administração*, Outubro.
- Rafique, M. (2012). Factors Affecting Dividend Payout: Evidence from Listed Non-Financial Firms of Karachi Stock Exchange. *Business Management Dynamics*, 1(11), 76–92.
- Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460.
- Ramachandran, A. & Packkirisamy, V. (2010). The Impact of Firm Size on Dividend behaviour: a study with reference to Corporate Firms across Industries in India. *Managing Global Transitions*, 8(1), 49–78.
- Rehman, A. & Takumi, H. (2012). Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence from Karachi Stock Exchange (KSE). *Journal of Contemporary Issues in Business Research*, 1(1), 20-27.
- Ribeiro, A. (2010a). 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. (2010b). Factores determinantes do valor da empresa no mercado de capitais: Evidência empírica para o PSI 20. XIV Encontro AECA, 23 e 24 de Setembro, Coimbra.
- 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.

- Rodrigues, J., Seabra, F. & Mata, M. (2012). Reputação e imagem nos bancos portugueses do PSI-20. XV Encuentro AECA - Esposende, Portugal, 20-21 Setembro de 2012
- Rogão, M. (2007). O Comportamento das Empresas Cotadas Portuguesas na Escolha das Fontes de Financiamento. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 28, 105-130.
- Ross, S. (1977). The Determinants of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8, 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). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Tourism & Management Studies*, 6, 162-174
- Short, H., Zhang, H. & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8, 105-122.
- Silva, J. & Brito, R. (2005). Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. *Estudos Econômicos*, 35 (1), 37-79.
- Smith, C. & Watts, R. (1992). The investment opportunity set and corporate financing: dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32, 263-292.
- Vera, A. (2006). Política de dividendos, riesgo, endeudamiento y estructura de propiedad: una análisis para el mercado español. *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*, 3, 1-24.
- Vieira, E. (2001). A influência do conteúdo informativo na política de dividendos. *Revista Estudos do I.S.C.A.A.*, II.ª Série, vol. 6/7, 129-147.
- Vieira, E., Pinho, C. & Leite, S. (2013). Reação do mercado ao anúncio de dividendos: evidência em países europeus. *Revista Estudos do I.S.C.A.A.*, IV.ª Série, vol. 5, 129-147.

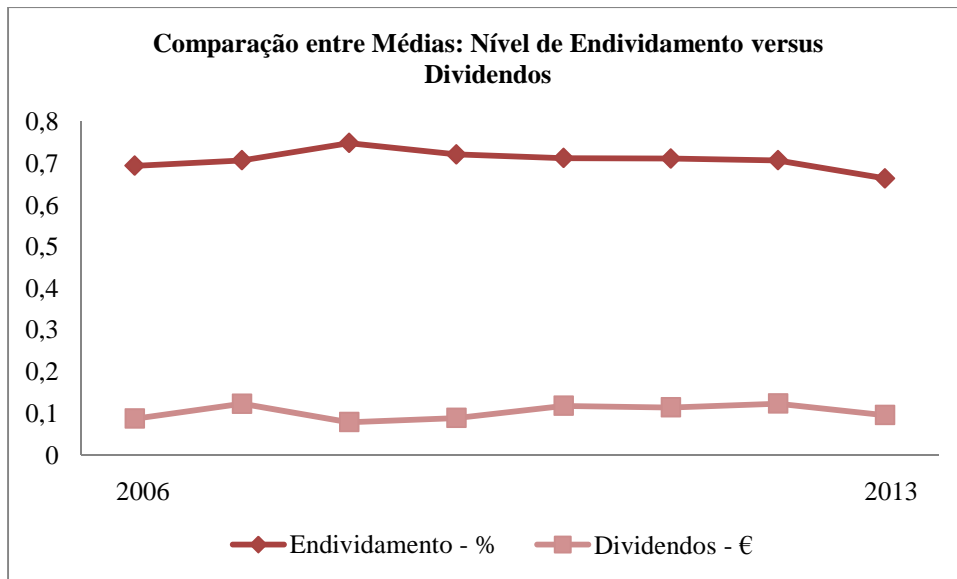
APÊNDICES

Apêndice 1 – Teorias sobre a Política de Dividendos, abordadas por diversos autores

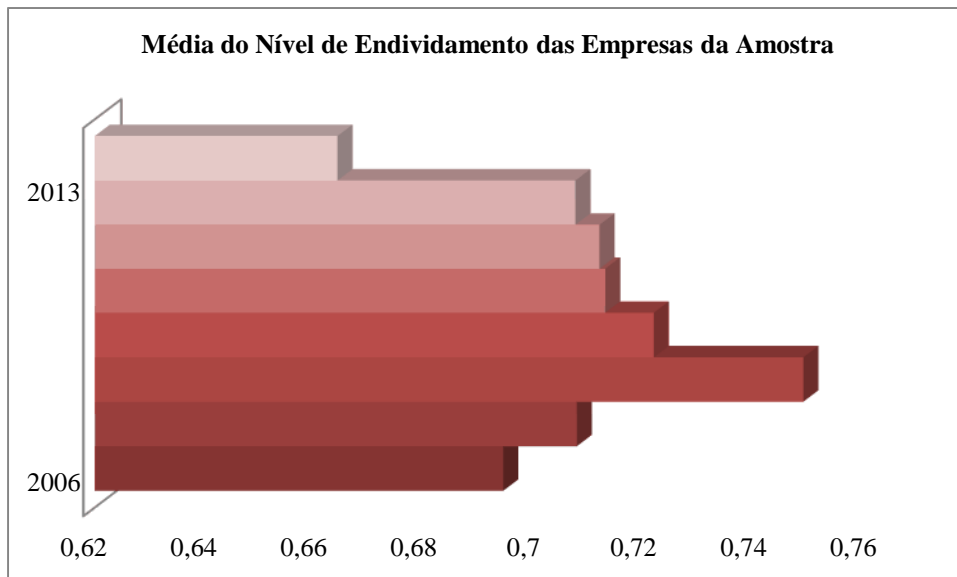
Autor	Teoria da Irrelevância	Teoria da Relevância	Teoria da Preferência Tributária	Teoria da Sinalização	Teoria dos Custos de Agência	Teoria do Pecking Order	Teoria do Efeito Clientela	Teoria Residual	Teoria da Assimetria da Informação	Teoria do Free Cash-Flow	Teoria da Eficiência dos Mercados	Teoria dos Stakeholders
Aivazian, Booth e Cleary (2003)				x	x							
Alli, Khan e Ramirez (1993)	X	x	x		x		x	x				
Amaral, Iquiapaza e Hudson (2006)	X	x	x		x	x			x			
Arrazola, Hevia e Mato (1992)	X		x		x							
Bagués e Fumás (1995)				x		x						
Bhattacharya (1979)				x								
Cabestre e Escuer (1996)	X		x									
Crutchley e Hansen (1989)	X				x							
Escuer e Cabestre (1995)				x			x					
Farinha e Moreira (2010)	X	x	x	x								
Fernandes e Ribeiro (2013)		x	x	x	x	x						
Kim e Sorensen (1986)					x	x						
Kose e Williams (1985)				x		x						
Lintner (1956)		x										
Malik, Gul, Khan, Rehman e Khan (2013)	X	x		x					x	x	x	
Naceur, Goaid e Belanes (2006)		x		x								
Politelo, Chiarello e Silva (2013)						x						x
Rafique (2012)	X	x	x	x	x		x	x				
Rehman e Takumi (2012)	X	x	x									
Ribeiro (2010a)	X	x										
Salsa (2010)				x	x				x	x		

Fonte: elaboração própria

Apêndice 2 – Comparação entre Médias: Nível de Endividamento versus Dividendos



Apêndice 3 – Média do Nível de Endividamento das Empresas da Amostra



Anexo 1 – Empresas que integram a Euronext Lisbon

A 30 Mar-14	A 30 Nov-14	Amostra	Sigla	Índice Bolsista PSI-20	Actividade
Nome	Novas Empresas				
ALTRI, SGPS		✓	ALTR	✓	Papel e Energia
BANIF SA			BANIF	✓	Banco e Investimentos Financeiros
B.COM.PORTUGUES			BCP	✓	Banco e Investimentos Financeiros
B.ESPIRITO SANTO			BES	✓	Banco e Investimentos Financeiros
BANCO BPI			BPI	✓	Banco e Investimentos Financeiros
BANCO SANTANDER			SANT		Banco e Investimentos Financeiros
BENFICA			SLBEN		Entretenimento/ Desporto
CIMPOR, SGPS		✓	CPR		Cimento e Materiais de Construção
COFINA, SGPS		✓	CFN		Media
COMPTA			COMAE		TIC
CORTICEIRA AMORIM		✓	COR		Cortiça e Aplicações
CTT CORREIOS PORT		✓	CTT	✓	Informação
E.SANTO FIN.NOM			ESFN	✓	Investimentos Financeiros
E.SANTO FINANCIAL			ESF		Investimentos Financeiros
EDP		✓	EDP	✓	Soluções Energéticas
EDP RENOVAVEIS		✓	EDRN	✓	Soluções Energéticas e Energias Renováveis
ESP.SANTO SAUDE			ESS		Gestão de Serviços de Saúde
ESTORIL SOL N		✓	ESON		Entretenimento
ESTORIL SOL P			ESO		Entretenimento
	EURONEXT		ENXP		
F.RAMA			RAM		Ferro e Aço; Sistemas de Armazenagem; e, Ativos Imob.
FUT.CLUBE PORTO			FCP		Entretenimento/ Desporto
GALP ENERGIA-NOM		✓	GALP	✓	Combustíveis e Energia
GLINTT			GLINT		Eng.,Energia, Consultoria e Saúde
IBERSOL,SGPS		✓	IBS		Restauração; Turismo
IMOB.C GRAO PARA			GPA		Imobiliária e Construção
IMPRESA,SGPS			IPR	✓	Media
INAPA-INV.P.GESTAO		✓	INA		Papel; Consumíveis p/indústria; e relacionados
INAPA-PREF S/ VOTO			INAP		
J.MARTINS,SGPS		✓	JMT	✓	Retail; Produtos alimentares
LISGRAFICA			LIG		Gráfica
MARTIFER		✓	MAR		Construção e Energia
MEDIA CAPITAL		✓	MCP		Media
MONTEPIO			MPIO		Banco e Investimentos Financeiros
MOTA ENGL		✓	EGL	✓	Construção, Energia, Transportes e Turismo
NOVABASE,SGPS		✓	NBA		TIC
OREY ANTUNES ESC.		✓	ORE		Investimentos Imob, Mobiliários, Ativos e Private Equity
P.TELECOM		✓	PTC	✓	Telecomunicações
PORTUCEL		✓	PORT	✓	Papel
REDITUS,SGPS			RED		TIC
REN		✓	RENE	✓	Energia
SAG GEST		✓	SAGT		Soluções Automóveis Globais; Retail e Serviços
SDC INV.			SDCAE		Investimentos Imob. e Concessões
SDC INV.-PREF.			SDCP		
SEMAPA		✓	SEM	✓	Papel; Energia e Cimento
SONAE		✓	SON	✓	Retail; Produtos alimentares
SONAE CAPITAL			SONC		Turismo, Refrigeração, Energia e Part.Financ.
SONAE IND.SGPS		✓	SONI		Conglomerados, Madeiras e Mobiliário
SONAECOM,SGPS		✓	SNC		Media e Telecomunicações
SPORTING			SCP		Entretenimento/ Desporto
SUMOL+COMPAL		✓	SUCO		Retail; Produtos alimentares
TEIXEIRA DUARTE		✓	TDSA	✓	Construção, Imob., Concessões, Serviços, Energia e Hotelaria
TOYOTA CAETANO		✓	SCT		Automóveis, Peças e Renting
VAA VISTA ALEGRE		✓	VAF		Porcelanas e Cristais
VAA-V.ALEGRE-FUSAO			VAFK		Porcelanas e Cristais
ZON OPTIMUS	NOS, SGPS	✓	NOS	✓	Telecomunicações

Anexo 2 - Taxa de Tributação de Dividendos em sede de IRS, para residentes em território português (2006 – 2014)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dividendos	20%	20%	20%	20%	21,5%	21,5%	25%	28%	28%

Dados recolhidos: Guias Fiscais *PwC*

Anexo 3 - Taxa de Tributação das Mais-Valias de Partes Sociais, em sede de IRS - residentes em território português (2006 – 2014)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mais-Valias de Partes Sociais	10%	10%	10%	10%	20%	20%	25%	28%	28%

Dados recolhidos: Guias Fiscais *PwC*

