

UNIVERSIDADE DO ALGARVE

FACULDADE DE ECONOMIA

**A INFLUÊNCIA DO INVESTIMENTO E DO FINANCIAMENTO NA
POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS
EVIDÊNCIA EMPÍRICA DAS EMPRESAS DO ÍNDICE PSI 20**

FERNANDO TOMÁS DA GRAÇA SANTOS

Mestrado em Finanças Empresariais

2014

UNIVERSIDADE DO ALGARVE

FACULDADE DE ECONOMIA

**A INFLUÊNCIA DO INVESTIMENTO E DO FINANCIAMENTO NA
POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS
EVIDÊNCIA EMPÍRICA DAS EMPRESAS DO ÍNDICE PSI 20**

FERNANDO TOMÁS DA GRAÇA SANTOS

Dissertação orientada pela Professora Doutora Maria Leonor Reis Salsa, docente na
Universidade do Algarve.

Mestrado em Finanças Empresariais

2014

**A INFLUÊNCIA DO INVESTIMENTO E DO FINANCIAMENTO NA
POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS
EVIDÊNCIA EMPÍRICA DAS EMPRESAS DO ÍNDICE PSI 20**

DECLARAÇÃO DE AUTORIA DE TRABALHO

Declaro ser o autor deste trabalho, que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam na listagem de referências incluídas.

Copyright © 2014 Fernando Santos

A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicitar este trabalho através de exemplares impressos reproduzidos em papel ou forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

Ao meu estimado pai

ÍNDICE GERAL

	Página
Índice de Tabelas	viii
Índice de Gráficos.....	ix
Lista de Abreviaturas.....	x
Agradecimentos	xi
Resumo	xii
<i>Abstract</i>	xiii
CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 2 – REVISÃO DA LITERATURA – TEORIA E EVIDÊNCIA EMPÍRICA SOBRE OS DIVIDENDOS	5
2.1. – A perspetiva tradicional dos dividendos.....	5
2.2. – A irrelevância dos dividendos	5
2.3. – A teoria residual dos dividendos	6
2.4. – A relevância dos dividendos.....	7
2.5. – A teoria da agência e a política dos dividendos.....	8
2.6. – A teoria da informação assimétrica e o efeito sinalizador dos dividendos.....	10
2.7. – A política de distribuição de dividendos e o impacto da fiscalidade.....	12
2.8. – A estrutura de capital e o recurso aos mercados financeiros	13
2.8.1. – A distribuição de dividendos e o financiamento	14
2.8.2. – A distribuição de dividendos e o investimento	16
2.8.3. – O ciclo de vida das empresas e o investimento.....	17
2.8.4. – A teoria <i>pecking-order</i>	17
2.9. – Outros estudos sobre a política dos dividendos.....	19
2.10. – Evidência empírica em Portugal.....	21
CAPÍTULO 3 – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO.....	25
3.1. – Variáveis empíricas	25
3.1.1. – Variável dependente.....	25
3.1.1.1 – Dividendos por ação	25
3.1.2. – Variáveis independentes.....	26

3.1.2.1. – Grau de endividamento	27
3.1.2.2. – Investimento	28
3.1.2.3. – Rendibilidade do ativo	28
3.1.2.4. – Estabilidade da política de dividendos	29
3.1.2.5. – Crescimento do volume de negócios	29
3.1.2.6. – Crescimento do resultado líquido	30
3.2. – Hipóteses testadas	32
3.3. – Estimação do modelo de regressão linear múltipla	32
3.4. – Amostra e base de dados	33
CAPÍTULO 4 – RESULTADOS	36
4.1. – Resultados obtidos	36
4.1.1. – Análise das medidas descritivas das variáveis estudadas	36
4.1.2. – Análise da matriz de correlação das variáveis estudadas	39
4.1.3. – Análise dos resultados do modelo de estimação	40
4.1.4. – Validação dos pressupostos do modelo de regressão linear	44
4.1.4.1. – Diagnóstico de multicolinearidade	44
4.1.4.2. – Diagnóstico da independência dos resíduos	44
4.1.4.3. – Teste exato ao pressuposto da distribuição normal	44
4.2. – Discussão de resultados	46
4.2.1. – Rendibilidade do ativo	47
4.2.2. – Estabilidade da política dos dividendos	47
4.2.3. – Grau de endividamento	48
4.2.4. – Investimento	48
4.2.5. – Crescimento do volume de negócios	49
4.2.6. – Crescimento do resultado líquido	49
CAPÍTULO 5 – CONCLUSÕES	51
5.1. – Síntese conclusiva	51
5.2. – Limitações do estudo	53
5.3. – Sugestões para investigação futura	54
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	55

APÊNDICES	61
Apêndice 1 – Lista de empresas excluídas do estudo	61
Apêndice 2 – Lista de empresas incluídas no estudo	62
Apêndice 3 – Lista de empresas incluídas no estudo que não distribuíram dividendos em 2009	63

ÍNDICE DE TABELAS

	Página
Tabela 3.1 – Descrição das variáveis em estudo	38
Tabela 4.1 – Medidas descritivas das variáveis em estudo	43
Tabela 4.2 – Matriz de correlação das variáveis em estudo	45
Tabela 4.3 – Resultados do modelo de estimação	46
Tabela 4.4 – Teste de Kolmogorov-Smirnov de uma amostra	x

ÍNDICE DE GRÁFICOS

	Página
Gráfico 4.1. – Gráfico de distribuição normal dos resíduos	46

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E SÍMBOLOS

BCE	Banco Central Europeu
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Imobiliários
CRESCVNEG	Crescimento do volume de negócios
CRESCRLIQ	Crescimento do resultado líquido
DPA	Dividendos por ação no exercício
DPAN_1	Dividendos por ação do ano anterior
FCF	<i>Free Cash-Flow</i>
GEND	Grau de endividamento
INVEST	Investimento
MRLM	Modelo de Regressão Linear Múltipla
N	Dimensão da amostra
N.º	Número
PSI 20	<i>Portuguese Stock Index</i>
RENDAT	Rendibilidade do ativo
RES_1	Resíduos não-estandardizados
ROA	<i>Return on Assets</i>
S.A.	Sociedade Anónima
SGPS	Sociedade Gestora de Participações Sociais
Sig.	<i>p-value</i> assimpótico não ajustado
SPSS	<i>Statistical Package for the Social Sciences</i>
β	Coeficiente de estimação Beta
ε_i	Fator residual e possíveis erros de medição
R^2	Coeficiente de determinação da qualidade do ajustamento da reta de regressão estimada pelo método de regressão linear múltipla

AGRADECIMENTOS

A presente dissertação representa o culminar de vários anos como estudante do ensino superior, que começou pela obtenção da licenciatura terminando agora com o grau de Mestre. Em todos os desafios que encontramos durante qualquer percurso da nossa vida, sejam eles pessoais, académicos ou profissionais, deparamo-nos com pessoas que, à sua maneira, contribuem para que seja possível contornar qualquer obstáculo.

Assim, gostaria de agradecer à Universidade do Algarve, em especial ao corpo docente da Faculdade de Economia pelo contributo na formação académica adquirida ao longo destes anos.

Dirijo uma palavra especial de apreço à minha orientadora Professora Doutora Maria Leonor Reis Salsa, não só pelo fornecimento de dados importantes e pelas suas diretrizes que possibilitaram a constante melhoria deste trabalho, como também pelo entusiasmo e motivação dada em todas as fases da elaboração da dissertação, permitindo que a consecução do trabalho se tornasse possível.

Por fim, quero mostrar a minha enorme gratidão à pessoa que considero ser a mais importante na minha vida, o meu pai. Sem ele, o que alcancei até hoje não teria a mesma magnitude. Considero-me um indivíduo com bastante sorte em ter um pai, e sobretudo um amigo tão especial do meu lado. Um pai que pela sua singularidade de carácter consegue influenciar e inspirar aqueles que o rodeiam. Um pai com uma força interior e determinação imensuráveis, que recusa virar costas a qualquer obstáculo. Um pai sempre pronto a ajudar o próximo e com um coração enorme. A riqueza de um ser-humano não se define pelos seus bens materiais ou *status* social. Define-se sim, pela grandeza de espírito e pela contribuição diária para um mundo melhor. E nisso, és exímio.

Obrigado por tudo. Sem ti não seria o homem que hoje sou e virei a ser.

RESUMO

Os dividendos e a forma como as empresas procedem à sua distribuição pelos acionistas representam uma importante ferramenta de gestão que tem sido estudada extensivamente pela literatura que aborda questões de carácter financeiro. A presente dissertação discute em que medida as decisões de investimento e de financiamento têm influência na política de distribuição de dividendos, praticada pelas empresas que fizeram parte do PSI 20, desde a sua formação em 1992 até ao exercício económico de 2009, tendo por base os dados económico-financeiros de 2009. O principal objetivo foi averiguar o peso que a estrutura de capital das empresas tem nas decisões sobre a distribuição dos dividendos pelos acionistas. A investigação empírica analisou uma amostra constituída por um conjunto de 24 empresas que até 31 de Dezembro desse ano figuraram no índice bolsista da *Euronext Lisbon*.

Adotou-se a metodologia de regressão linear múltipla para estudar a relação existente entre as variáveis independentes e o montante de dividendos por ação distribuído. As variáveis explicativas escolhidas foram o grau de endividamento, o investimento, a rentabilidade do ativo, a estabilidade dos dividendos, o crescimento do volume de negócios e o crescimento do resultado líquido.

Os resultados obtidos permitem observar que a rentabilidade do ativo e a estabilidade dos dividendos são fatores explicativos dos dividendos, dado que apresentam significância estatística positiva no modelo que é apresentado, e permitem ainda concluir que existe eventualmente uma relação negativa entre o investimento e o financiamento sobre os dividendos.

Palavras-chave: Política de dividendos, Empresas Portuguesas, PSI 20, Investimento, Financiamento.

ABSTRACT

Dividends and how companies proceed to its payment to shareholders represent an important management tool that has been extensively studied by the finance literature. This dissertation discusses how investment and financing decisions have impact on companies' dividend policy that belonged to Portuguese Index PSI 20, since the year of its foundation (1992), until the fiscal year of 2009, based on 2009 financial and economic data. The main goal is to find out the influence of companies' capital structure in their dividend policy decisions.

The empirical research analysed a sample composed by 24 institutions that until the 31st of December 2009 made part of Euronext Lisbon main stock market index. The methodology used in this research was the multiple linear regression in order to study the relationship between the independent variables and the amount of dividends per share paid. The chosen explanatory variables were: debt ratio, investment, return on assets, dividend policy stability, revenue growth, and net income growth.

Results suggest the existence of a positive and significant impact on the dividends paid by variables like return on assets and dividend policy stability, and also show evidence of a negative effect between investment and debt on dividends' payment.

Key words: Dividend Policy, Portuguese companies, PSI 20 Index, Investment, Financing.

CAPÍTULO 1

INTRODUÇÃO

*“Do you know what gives me pleasure?
It’s to see my dividends coming in.”*

John D. Rockefeller

A política de distribuição dos dividendos é um tema sobre o qual têm sido desenvolvidas inúmeras investigações por parte de diversos autores que procuraram perceber até que ponto as decisões económico-financeiras das empresas influenciam esta política, e em que medida esta distribuição de dividendos pode trazer vantagens para as empresas que optam pela remuneração dos seus acionistas, não só a nível interno, como também a nível externo.

Apesar de amplamente estudada, a política de distribuição de dividendos é uma temática que continua a ser bastante atual no panorama empresarial, revelando ter grande importância nas decisões de cariz financeiro de uma empresa. Os dividendos são componentes importantes na determinação do valor de transação das ações, e correspondem, teoricamente, à parcela de resultados obtidos num determinado exercício económico por uma empresa que é distribuída pelos acionistas da mesma, representando para estes, uma fonte de rendimento consequente do investimento feito.

A decisão de distribuição dos dividendos depende muito da afetação dos resultados que os gestores das empresas optam por fazer quando o montante do lucro gerado é apurado. De facto, os gestores podem optar pela distribuição de uma parcela dos resultados pelos acionistas, ou pela não distribuição de dividendos, por forma a canalizar a riqueza gerada pela empresa para o reinvestimento de capital, promovendo o crescimento. É na sequência destas decisões tomadas internamente pelas empresas que se levantam questões relacionadas com a eficiência da gestão, e mais precisamente, com a forma de remuneração aos seus acionistas.

O principal objetivo deste estudo empírico passa por averiguar em que medida o investimento e o financiamento têm influência na política de distribuição de dividendos

das empresas que fizeram parte do PSI-20 desde 1992, ano da formação do principal índice bolsista em Portugal, até 2009, tendo por base o exercício económico de 2009. Segundo a literatura revista, o investimento tem sido associado a esta política de distribuição como tendo uma relação negativa. Por outras palavras, quanto maior o investimento das empresas, menor será o montante de dividendos distribuído aos seus accionistas, dada a necessidade de aplicação desses fundos internos. Esta observação encontra justificação na medida em que as empresas revelam maior tendência para preferir a retenção dos resultados do período, de modo a que seja possível proceder ao seu reinvestimento, procurando assim, aproveitar as oportunidades de crescimento que têm em carteira. Neste sentido, a distribuição de dividendos seria um entrave ao crescimento e atrasaria a hipótese das empresas poderem gerar maiores níveis de *cash-flow* no futuro. Por conseguinte, neste estudo a relação esperada entre o investimento e os dividendos é negativa.

A par das necessidades de investimento, surgem também as necessidades de financiamento das empresas. Na prática, uma das maiores preocupações dos gestores tem precisamente a ver com a otimização da estrutura de capital delineada para o exercício da sua atividade. Estes procuram saber qual aquela que permitirá à empresa criar maior valor para o acionista, satisfazendo paralelamente os interesses de todas as partes, evitando custos excessivos que decorrem do exercício normal da atividade da empresa.

Segundo a literatura revista, podemos observar que existem conclusões que apontam para que quando existe distribuição de resultados, os gestores se vejam na obrigação de recorrer aos mercados financeiros em busca de injeção de capital alheio para financiar o investimento das empresas. Ainda assim, se por um lado, esta distribuição atenua os custos de agência resultantes das divergências entre gestores e acionistas, por outro, implica um aumento de custos de transação, decorrentes do recurso ao mercado de capitais. No entanto, e apesar do recurso ao mercado de capitais implicar o aumento do risco de negócio das empresas, a relação expectável apresentada neste estudo entre os dividendos e o endividamento é de que esta seja positiva.

De um modo geral, os gestores de empresas tendem a preferir a retenção de resultados, porquanto esta permite que seja maior o montante líquido disponível na posse destes, sem custos associados à dívida ou a sujeição ao mercado de capitais. Por outro lado, os acionistas têm mais inclinação para a distribuição de dividendos, uma vez que esta

distribuição é sinónimo de retorno do seu investimento. Torna-se, por isso, bastante difícil para os gestores satisfazerem os interesses de todas as partes intervenientes no processo de crescimento de cada organização emitente.

De acordo com a literatura revista, é possível observar algumas teorias que relacionam o investimento, o financiamento e a distribuição de dividendos. Estas teorias são exploradas neste estudo, e explicam até que ponto os dois primeiros fatores revelam ter influência nas decisões sobre a política de distribuição dos dividendos das empresas.

Na sequência das relações que são estabelecidas entre os gestores, acionistas e credores, é muito natural que surjam conflitos de interesses no seio das empresas. É no seguimento destes conflitos de interesses que surge a teoria de agência. A teoria de agência sustenta que a relação que é estabelecida entre as partes interessadas, e o conflito de interesses que advém desta, origina custos para as empresas. Estes custos são chamados de custos de agência que afetam o seu valor de mercado. Neste sentido, a distribuição é vista como uma ferramenta importante que ajuda a atenuar as divergências existentes entre os acionistas e os gestores de empresas.

O investimento das empresas também está ligado à teoria da informação assimétrica e sinalização e aos dividendos. De acordo com esta teoria, os gestores, ao possuírem informação privilegiada sobre as oportunidades de investimento futuras das empresas, distribuem dividendos pelos seus acionistas, usando este mecanismo como um sinal claro dado ao exterior sobre as boas perspectivas de crescimento que as empresas possuem em carteira.

A teoria do efeito fiscal defende que o recurso ao financiamento externo das empresas traz vantagens, uma vez que existe uma poupança fiscal associada ao endividamento. Por outro lado, se para as empresas existe uma vantagem fiscal, do ponto de vista dos investidores essa vantagem dependerá muito da taxa marginal de imposto sobre os dividendos.

Para além dos fatores já mencionados, foram também incluídos outros indicadores económico-financeiros, apontados pela revisão bibliográfica como determinantes do nível de dividendos empresariais, para determinar a influência destes na política de distribuição das empresas da amostra. Os dividendos por ação representam a variável

dependente, ao passo que o grau de endividamento, o crescimento do ativo, a rentabilidade do ativo, a estabilidade dos dividendos, o crescimento do volume de negócios e o crescimento do resultado líquido representam as variáveis independentes explicativas. Sucintamente, os resultados obtidos neste estudo mostram que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o montante de dividendos empresariais e a estabilidade dos dividendos ou a rentabilidade do ativo, não apresentando as restantes variáveis independentes propostas poder explicativo

A estruturação desta dissertação tem 5 capítulos e encontra-se organizada da forma a seguir referenciada. O capítulo 2 inclui a revisão bibliográfica respeitante a teorias explicativas e estudos que obtiveram evidência empírica sobre a temática dos dividendos. É aprofundada a relação existente entre o investimento, o financiamento (estrutura de capital) e a distribuição de dividendos, bem como explicadas as principais teorias sobre a política de distribuição dos dividendos.

O capítulo 3 resume a metodologia de investigação utilizada no trabalho empírico realizado e que está na base dos resultados obtidos. Assim, apresenta a amostra e a forma de recolha e tratamento dos dados, introduz as variáveis explicativas da política de distribuição dos dividendos e evidencia a operacionalização das variáveis em estudo.

O capítulo 4 expõe os resultados obtidos no trabalho e confronta-os com aqueles alcançados por outros estudos empíricos realizados sobre esta temática.

Por fim, o capítulo 5 apresenta as conclusões obtidas neste estudo, discute as limitações que surgiram durante o desenvolvimento desta investigação e apresenta sugestões para investigações futuras.

CAPÍTULO 2

REVISÃO DA LITERATURA – TEORIAS E EVIDÊNCIA EMPÍRICA SOBRE OS DIVIDENDOS

2.1. – A perspectiva tradicional dos dividendos

A política de distribuição de dividendos é, ainda nos dias que correm, um tema considerado controverso e passível de várias conclusões e análises. Os fatores que determinam a política de dividendos têm sido até hoje objeto de estudo e de grande discussão por parte de vários autores, em especial desde meados do século XX. É possível observar na literatura perspectivas que adotam posições distintas no que toca à política de distribuição de dividendos.

Jewkes (1931), através de um artigo onde tentou comparar a distribuição de resultados verificada em pequenas e grandes empresas durante os anos 20, tendo por base de estudo um relatório da comissão de comércio federal americana, mostra que as empresas retinham 2/3 dos seus resultados. Como esperado, este afirma que a taxa de crescimento nas organizações de menor dimensão é maior do que nas empresas mais maduras, mas que de um modo geral todas as empresas preferem a retenção de resultados para providenciar o seu crescimento.

Por outro lado, a perspectiva tradicional mostra a importância da política de distribuição de dividendos na determinação do valor da empresa, pelo que muitos gestores preferiam distribuir dividendos pelos seus acionistas. De fato, a ideia de que a distribuição de dividendos é representativa de um estado de saúde financeira das empresas e que os dividendos deveriam ser distribuídos de forma regular era partilhada por muitos gestores na primeira metade do século XX, cujo principal objetivo passava por valorizar a cotação de mercado das suas empresas.

2.2. – A irrelevância dos dividendos

Modigliani e Miller (1961) ficaram especialmente ligados à visão da irrelevância dos dividendos, assentando-se no pressuposto de que os mercados de capitais são eficientes, defendem que a política de distribuição de dividendos é irrelevante, e que esta não tem qualquer influência na determinação do custo de capital da empresa, e que os investidores

são indiferentes quanto à sua preferência entre dividendos ou ganhos de capitais futuros. Para os autores, o valor de mercado das empresas não estabelece ligação nem influência na forma com que estas se financiam, e não há nenhuma estrutura de capital que minimize o custo de capital da empresa. De acordo com os autores, apenas e só capacidade das empresas para gerar riqueza, e o grau de risco associado podem ter impacto sobre o valor da mesma. Nestas condições, as relações entre o investimento, o financiamento e a política de distribuição de dividendos são completamente independentes.

As conclusões dos autores têm por base os seguintes pressupostos:

- 1) – Existe um comportamento racional por parte dos investidores e os mercados são considerados perfeitos;
- 2) – Não existem custos de transação aquando do recurso aos mercados financeiros;
- 3) – Não existem impostos, e os títulos podem ser divisíveis;
- 4) – A política de distribuição de dividendos não afeta as decisões de investimento da empresa;
- 5) – Todo e qualquer investidor tem acesso a informação relevante, não existindo incerteza no que diz respeito aos ganhos futuros.

Num cenário onde os mercados não são perfeitos, existindo vários fatores que influenciam estas políticas, a relação entre dividendos e o investimento/financiamento não pode, de todo, estar dissociada, uma vez que as empresas que distribuem parte dos seus resultados colocam de lado a possibilidade do seu investimento ser financiado a um custo mais baixo, como é o caso do autofinanciamento (a *pecking order theory* aponta neste sentido, como se verá mais à frente).

2.3. – A teoria residual dos dividendos

A teoria residual dos dividendos sustenta que uma empresa apenas distribuirá dividendos se os seus fundos internos não forem usados na sua totalidade para o investimento pretendido. Desta forma, só após serem aproveitadas todas as oportunidades de investimento aceitáveis, e no caso de sobra de fundos, serão distribuídos dividendos aos acionistas. Deste modo, pode concluir-se que o valor dos dividendos distribuídos aos acionistas é visto como o montante residual que sobra quando as necessidades de capital

das instituições não excedem o montante referente aos lucros retidos. Empresas que atravessam uma fase de crescimento caracterizada por oportunidades de investimento registam um *payout ratio*¹ baixo em comparação com aquelas com menos oportunidades.

Assim, a política de dividendos não influencia o preço de mercado das ações da empresa, e estes registam oscilações nos diferentes anos de acordo com o financiamento necessário por parte das empresas às oportunidades de investimento com que se deparam, sendo que os acionistas são indiferentes no que toca à forma com que são remunerados, uma vez que estes são compensados sob forma de ganhos de capitais futuros.

2.4. – A relevância dos dividendos

A teoria “*bird-in-the-hand*” avançada por John Lintner (1962), e depois por Myron Gordon (1962), segue uma linha completamente oposta daquela apresentada por Modigliani e Miller. Esta teoria sustenta que os investidores, sendo adversos ao risco, têm preferência por receber dividendos em detrimento dos ganhos de capitais futuros das empresas. Gordon e Lintner concluem que os investidores preferem uma distribuição de dividendos “hoje” em vez de uma perspectiva de maiores ganhos futuros, mas mais incerta e associada a um risco maior, pelo que o retorno exigido pelos acionistas será mais elevado, e que existe uma relação que é direta entre o valor de mercado das empresas e a política de distribuição de dividendos.

Já em 1956, Gordon e Shapiro introduziram um modelo que avaliava a cotação de mercado das ações das empresas. Neste modelo, os autores baseiam-se na premissa de que o valor da empresa depende do montante de dividendos distribuído no futuro atualizado à taxa de retorno exigida pelos investidores, e do efeito do crescimento da empresa, i.e., do valor atual dos dividendos futuros.

¹ O *payout ratio* é definido como sendo a parcela de resultados que é distribuída pelos acionistas sob forma de dividendos, sendo calculado através da divisão entre os dividendos por ação e o resultado líquido por ação.

2.5. – A teoria da agência e a política de dividendos

O conceito da teoria da agência está associado às relações de agência estabelecidas entre os gestores e acionistas das empresas, credores e na forma com que os conflitos decorrentes destas relações contribuem para o aparecimento de custos de agência. Estes custos tornam-se evidentes quando não se verifica uma sintonia nos interesses das partes interessadas.

Vimos anteriormente que Modigliani e Miller defendiam que não existia relação entre a estrutura de capital das empresas e a política de distribuição de dividendos. Jensen e Meckling (1976) adotaram uma posição contrária, acreditando que a existência de custos de agência representa um forte motivo para defenderem que a distribuição de resultados não é independente da estrutura de capital, ou da estrutura da propriedade da empresa. Os autores acreditam que na relação de agência que é estabelecida entre os gestores e acionistas, e gestores e os credores, e atendendo ao facto de que qualquer um destes intervenientes tem a pretensão de maximizar e otimizar os seus resultados salvaguardando os seus interesses, nem sempre se consegue ir ao encontro aos interesses e pontos de vista de todas as partes interessadas. Os autores acreditam que uma das razões que justifica as divergências entre gestores e acionistas tem a ver com a possibilidade dos gestores tomarem as decisões em proveito próprio, e não em prol dos interesses da empresa. Estes conflitos de interesse acabam por contribuir para uma diminuição do valor da empresa. Assim, Jensen e Meckling defendem que a inclusão de capital alheio atenua estas divergências de opiniões e interesses devido ao facto dos gestores demonstrarem uma maior disciplina na sua gestão da empresa imposta pelos mercados, aumentando desta forma as responsabilidades destes agentes.

Para estes autores, a razão pela qual muitas empresas não apresentam uma estrutura de capital maioritariamente composta por capital alheio encontra justificação na existência de custos de falência, nos custos de reorganização das empresas, e pelo impacto que o endividamento tem para as empresas na perda de oportunidade para gerar riqueza, afirmando também que a estrutura de capital representa uma ferramenta que acaba por ter influência não só na receita, mas também nos custos associados à atividade normal das instituições. Veja-se o exemplo dado pelos mesmos, uma empresa com elevada probabilidade de falência terá igualmente que proceder a um pagamento de salários mais elevado aos seus colaboradores.

Para Easterbrook (1984), uma política de distribuição de dividendos regular é representativa de uma diminuição dos custos de agência resultantes da relação entre gestores e acionistas. O autor afirma que o pagamento de dividendos pressupõe uma distribuição regular ao longo dos anos, com tendência para ser valorizada, sendo que a riqueza gerada pelas empresas no passado tem uma influência positiva no montante de dividendos distribuído, muito mais que os lucros registados no presente ou a projeção destes no futuro. Esta observação é consistente com a ideia reiterada de que as organizações em fase de crescimento distribuem menos dividendos, ou não distribuem dividendos de todo, dadas as necessidades de investimento e o recurso ao endividamento.

Além disso, esta política limita a capacidade de autofinanciamento de uma empresa, obrigando os gestores, na tentativa de fazer face às necessidades de financiamento, a recorrerem ao mercado financeiro para obter financiamento para as suas aplicações, sujeitando-se assim a uma maior disciplina no seu comportamento imposta pelo mesmo. Os dividendos são vistos como um mecanismo que permite manter as empresas no mercado de capitais.

Quando não existe distribuição de dividendos, são maiores os recursos disponíveis na posse dos gestores das empresas. Murphy (1985) afirma que os gestores têm todo o interesse em que as suas empresas tenham um crescimento maior, comparativamente àquele que consideram ser ótimo para a empresa, não só porque este crescimento contribui para um aumento dos recursos sob o seu controlo, como também está associado ao aumento de prémios e compensações para os gestores.

Crutchley e Hansen (1989) evidenciam a importância e a influência que estes custos de agência representam na decisão de distribuição de dividendos. Entre outras conclusões, os autores revelam que existe uma preocupação por parte dos gestores em controlar de forma eficiente os custos de agência, definindo paralelamente o montante da repartição dos resultados mediante os gastos que, em consequência dessa distribuição, serão suportados aquando do auxílio do financiamento através de capital alheio.

Jensen (1986) tornou a relacionar a política de distribuição de dividendos com o grau de financiamento neste seu artigo onde enalteceu a influência destes dois fatores na redução dos custos de agência decorrentes do conflito entre gestores e acionistas. Jensen considera que o financiamento é visto como um fator de substituição de dividendos, uma vez que o

recurso à dívida externa tem efeito redutor nos custos de agência reduzindo os recursos ao dispor dos gestores.

Afirma o autor que estes conflitos são mais significativos em empresas com elevados níveis de *Free Cash-Flow* (FCF) e poucas oportunidades de investimento. Tendo em consideração o FCF e o pagamento de dividendos como ferramentas que reduzem estes custos, Jensen conclui que as empresas que têm um nível de alavancagem baixo tendem a ter um rácio de distribuição de dividendos mais elevado.

Já em 2004, através do seu artigo onde analisa a teoria de agência como fator que influencia a política de distribuição de dividendos, nomeadamente no Reino-Unido, Farinha conclui que existem fortes evidências de que a dispersão dos acionistas das empresas tem um impacto positivo nesta distribuição. Esta conclusão vai no mesmo sentido daquela que resulta do facto de os gestores serem, ao mesmo, tempo proprietários da empresa induzir a menores montantes de dividendos distribuídos.

2.6. – A teoria da informação assimétrica e o efeito sinalizador dos dividendos

A ideia de que a política de distribuição dos dividendos pode ser vista como uma ferramenta usada pelos gestores para efeitos de sinalização dos mercados financeiros tem sido igualmente uma teoria estudada por diversos autores. O efeito sinalizador que esta decisão denota transmite aos mercados que a empresa tem perspetivas futuras positivas que se traduzem na rendibilidade da mesma.

Miller e Rock (1986) abordaram a questão da sinalização dos dividendos. O modelo usado pelos autores tratava da otimização dos níveis de investimento, financiamento e dividendos, e considerava, entre outros aspetos, que tanto os gestores das empresas como os investidores tinham acesso à mesma informação no que diz respeito aos resultados atuais e às perspetivas futuras de crescimento e de rendibilidade das organizações.

Através do seu modelo, Miller e Rock partem do pressuposto de que os gestores (*insiders*) têm um maior conhecimento do estado das empresas do que os investidores (*outsiders*), defendendo que as decisões de investimento, financiamento e de dividendos constituem um fator informativo e sinalizador de mercado.

Em 1985, John e Williams defendem no seu artigo que a sinalização através dos dividendos promove o equilíbrio do valor de mercado da empresa. Segundo estes, os *insiders* das empresas têm acesso a informação privilegiada, o que lhes permite transmiti-la ao mercado através da distribuição de maiores quantidades de dividendos, contribuindo para a valorização do valor de mercado da empresa.

John e Lang (1991) olham também para os dividendos como um fator informativo e sinalizador de mercado, dando informação aos investidores de que a empresa tem em perspectiva oportunidades de investimento e ganhos futuros.

Já Bhattacharya (1979) havia abordado a questão do conteúdo informativo dos dividendos. Através do seu modelo desenvolvido, o autor também defendeu a ideia de que existe uma intenção por detrás do anúncio do pagamento dos dividendos, onde os gestores têm como objetivo principal passar a informação ao exterior de que a empresa prevê atravessar uma fase caracterizada por oportunidades de investimento futuras, mostrando mais uma vez que a informação relevante não está disponível para todos os agentes como anteriormente assumido por Modigliani e Miller em 1961.

Luo *et al* (2002) desenvolveram um modelo simples de sinalização onde empresas com elevado valor usam fatores como o investimento, financiamento e dividendos para passar informação ao exterior considerando nesse modelo não só a média, mas também a variância dos fluxos de caixa gerados. Os autores concluem que a escolha dos sinais depende da importância relativa destas duas fontes de informação assimétrica. Empresas com um valor de mercado elevado sinalizam o mercado através da diminuição do montante do financiamento externo se a principal fonte da informação assimétrica é a variação do seu *cash-flow*. Por outro lado, se a fonte da informação assimétrica é fundamentalmente causada pela volatilidade dos seus fluxos de caixa, então a empresa financiar-se-á através de capital alheio. O artigo mostra nestas empresas com maior valor de mercado pagam mais dividendos.

Mais recentemente, as conclusões de Bali (2003) afinam pelo mesmo diapasão dos autores acima referidos. Este conclui que o preço das ações varia consoante as alterações de informação relacionadas com os dividendos.

2.7. – A política de distribuição de dividendos e o impacto da fiscalidade

A relação entre a política de distribuição de dividendos e a fiscalidade é outra temática que tem merecido atenção e evidência empírica ao longo destes anos. Em 1963, Modigliani e Miller introduzem a importância dos impostos, defendendo que o valor da empresa sofrerá um aumento à medida que esta recorre ao financiamento externo, e que o custo de capital da mesma será menor, e o pagamento de impostos será menor, pelo que o seu valor de mercado sairá mais valorizado. De acordo com a proposição apresentada, o pagamento de dividendos não é dedutível fiscalmente, ao contrário dos juros contraídos com a dívida.

Masulis e Trueman (1988) tentaram perceber quais as desvantagens dos impostos no pagamento precoce de dividendos por parte das empresas aos seus acionistas. Os autores referem que o pagamento de dividendos depende, entre outros fatores como as oportunidades de investimento e os níveis de financiamento das empresas, da taxa de imposto em vigor. Para estes, quanto maior for a taxa marginal de imposto dos acionistas, menor será o nível de distribuição de dividendos pelos acionistas. Os resultados do estudo mostram ainda que, salvo o acionista seja isento de imposto, este prefere que os investimentos da empresa sejam financiados por fundos internos, em vez do recurso a capital alheio. No entanto, os acionistas mostram ser unânimes na preferência pelo financiamento externo enquanto tal decisão contribuir para o aumento do valor de mercado da empresa. Os autores referem ainda que nas empresas que não investem em títulos, os acionistas com maior taxa de imposto preferem um nível de investimento mais baixo e, por conseguinte, maiores níveis de dividendos, comparativamente àqueles com maiores taxas de imposto.

Autores como Litzenberger e Ramaswamy (1979) e DeAngelo e Masulis (1980) são consensuais no que toca a defender a ideia de que investidores tributados a uma taxa de imposto mais baixa preferem ter uma remuneração mais elevada de dividendos, ao passo que aqueles que são tributados a uma taxa de imposto mais elevada revelam maior preferência pela retenção dos resultados. Os primeiros autores também mostram que existe maior inclinação dos investidores para ganhos de capital em detrimento do pagamento de dividendos. Esta opinião encontra justificação pela maior tributação associada à distribuição de resultados comparativamente às mais-valias.

Segundo Ang *et al* (1991), quando existe igualdade em termos fiscais tanto na tributação dos dividendos como nas mais-valias, os investidores mostram preferência pela distribuição de dividendos em vez de ganhos de capital, porquanto este último cenário revela ser aquele que é mais incerto.

Existem, portanto, tipos de comportamentos que são verificados segundo diferentes cenários de fiscalidade que variam de acordo com os objetivos e interesses dos investidores. Estes comportamentos e decisões são influenciados pelas diferentes políticas de cada empresa, que por sua vez acabam por ter influência no valor das ações das organizações. Na literatura, este fenómeno ficou conhecido como o efeito clientela, estudado por alguns autores, entre eles Elton e Gruber (1970), que verificaram evidências que apoiam a existência de uma relação entre os dividendos e o efeito fiscal, e que mudanças na política de dividendos das empresas afeta a riqueza dos acionistas.

Poterba e Summers (1984) tentaram perceber até que ponto os fatores fiscais são importantes no equilíbrio dos títulos de mercado, e a relação entre estes e o pagamento de dividendos no mercado britânico num período compreendido entre os anos 50 e os anos 80. Estes concluem que o imposto sobre os dividendos tem um efeito redutor no valor dos mesmos, e que existe uma relação positiva entre os impostos e o retorno exigido pelos investidores.

Talmor e Titman (1990), assumindo que a taxa de imposto é constante ao longo dos anos, defendem no seu artigo que o valor total do imposto que os investidores devem pagar será o mesmo, quer a empresa opte pela recompra de ações, quer prefira pela distribuição de dividendos. Por outro lado, na presença de oscilações da taxa de imposto para valores superiores, os acionistas têm preferência por receber dividendos e pagar o imposto associado num futuro próximo do que numa fase posterior.

2.8. – A estrutura de capital e o recurso aos mercados financeiros

Uma das questões mais intrigantes em torno da política de dividendos e do bem-estar financeiro das empresas tem precisamente a ver com a estrutura ótima de capital que os gestores devem escolher, e como é que esta poderá não só maximizar o *out-put* das empresas, como também aumentar o seu valor de mercado. Na verdade, não existe ainda hoje uma resposta unanimemente aceite e concisa que seja tida em conta no que toca ao

nível de autonomia financeira e ao grau de endividamento ótimos que as empresas devem considerar.

2.8.1. – A distribuição de dividendos e o financiamento

O recurso ao financiamento externo por parte das empresas implica, à partida, uma maior exigência no que diz respeito ao retorno exigido pelos acionistas das empresas, uma vez que o custo deste financiamento coloca a empresa numa situação de maior exposição ao risco e volatilidade. Empresas com maior volatilidade tendem a distribuir menos dividendos. De facto, existem casos onde gestores de empresas e os acionistas olham para o recurso aos mercados financeiros para financiar os seus investimentos como um mecanismo eficaz para gerir as relações de agência.

Assim, a distribuição de dividendos é vista por vários autores como uma ferramenta financeira que diminui os custos de agência associados aos conflitos entre gestores e acionistas. No entanto, a dívida externa da empresa também acarreta custos de transação.

Rozeff (1982) apresentou um modelo que tratava precisamente sobre a questão do *trade-off* que existe entre custos de agência e custos de transação associados ao recurso aos mercados financeiros para obtenção de financiamento. Neste estudo, o autor afirma que o aumento dos dividendos reduz os custos de agência aumentando, no entanto, os custos de transação associados ao recurso à dívida externa.

Ignorando fatores fiscais aquando do recurso ao mercado financeiro, Rozeff sustenta que a política de distribuição de dividendos deve ser aquela que minimiza o total dos custos associados ao recurso ao mercado financeiro e dos custos de agência.

Agrawal e Jayaraman (1994), tendo como base o trabalho de Jensen (1986), concluem com o seu artigo que as empresas que se financiam através de capital próprio revelam maior disponibilidade para distribuir dividendos pelos seus acionistas do que aquelas que se encontram endividadas, pelo que o *dividend yield*² e o *payout* das empresas são significativamente maiores nessas. As conclusões a que os autores chegaram respeitam a

² Dividend yield é um rácio financeiro usado para averiguar a quantidade de dividendos pagos pelas empresas anualmente tendo por base a cotação das ações das mesmas. Este rácio é obtido dividindo o montante por ação de dividendos distribuído, pelo valor da cotação da ação.

hipótese de que os dividendos e o recurso ao financiamento externo reduzem os conflitos de agência entre os gestores e os acionistas das empresas.

Lloyd *et al* (1985) e Collins *et al* (1996) seguem igualmente esta linha de pensamento onde estabelecem uma relação negativa existente entre o *dividend payout ratio* e o risco associado ao financiamento externo. Os resultados dos seus estudos sugerem que empresas com maior risco terão uma taxa de distribuição mais baixa.

Kraus e Litzenberger (1973), partindo do mesmo pressuposto de que os mercados de capitais são perfeitos, decidiram introduzir fatores como a fiscalidade e os custos de falência no seu modelo de estudo ao averiguar qual a influência que a estrutura de capital das empresas tem no valor de mercado das mesmas. Segundo estes, tendo em conta que os mercados de capitais são eficientes, o valor de mercado das organizações é completamente independente da sua estrutura de capital. Empresas que incluem capital alheio na sua estrutura de financiamento têm precisamente o mesmo valor que aquelas que se financiam exclusivamente através de capitais próprios. Por outro lado, a existência de impostos e também de custos de falência associados ao recurso à dívida externa, acaba por ter um efeito positivo na sua cotação de mercado.

Bancel e Mittoo (2002) fizeram uma pesquisa que teve como principal objetivo a determinação dos principais fatores determinantes que pesam na decisão dos gestores sobre a estrutura de capital e a política de endividamento de empresas pertencentes a dezassete países do continente europeu. Estes chegaram à conclusão que fatores como a flexibilidade financeira das empresas, o risco de crédito e a vantagem fiscal associada ao recurso ao capital alheio mostram ser os elementos que mais influência têm nas decisões da estrutura de capital das empresas que fizeram parte do estudo. Por outro lado, a emissão de novas ações tem como consequência o declínio dos resultados por ação das empresas.

Anil e Kapoor (2008) afirmam que as empresas com resultados mais voláteis tendem a distribuir menos dividendos comparativamente àquelas que apresentam resultados mais estáveis. Neste sentido, empresas com menor risco de negócio revelam maior disponibilidade recompensar os seus acionistas.

Assim sendo, o risco de negócio assume-se também como sendo um fator que tem influência nas decisões financeiras dos gestores, uma vez que a capacidade das empresas

gerarem fluxos de caixa e aumentarem o seu retorno de investimento depende muito destas decisões. Quanto maior for a volatilidade associada à atividade das empresas, e a variabilidade dos seus fluxos de caixa a serem gerados pelo seu investimento, maior será o risco.

2.8.2. – A distribuição de dividendos e o investimento

Lintner (1956) desenvolveu um modelo onde explica que as empresas tendem a definir a taxa de distribuição de resultados aos acionistas com base na quantidade de *net present value* positivos que possui em carteira. Quanto maior o número destes projetos de investimento, maior serão os dividendos distribuídos pelos acionistas das empresas. O autor refere igualmente que a política de distribuição dos dividendos mantém-se inalterada até que os gestores considerem que os níveis dos lucros das empresas são sustentáveis.

John Lintner conclui que as necessidades e o montante utilizado para o investimento são, não só consistentes, mas apresentam uma relação altamente positiva com os resultados gerados, o volume de vendas e os fluxos internos gerados pelas empresas. O estudo empírico mostra também evidências de que o nível de pagamento de dividendos, fundamentalmente no período pós-guerra, não mostrou ser abaixo daquilo que seria esperado, mesmo apesar da elevada tributação que na altura vigorava.

Entre outras conclusões, Lintner revela que as necessidades de investimento têm pouca influência nas decisões de distribuição dos dividendos. Para o autor, quando existe um cenário de escolha em que se torna necessário dar prioridade ao investimento ou à distribuição de resultados, os gestores não colocam de parte a preferência à distribuição de dividendos, relegando para segundo plano o investimento através do autofinanciamento, modificando assim, a política de financiamento da empresa, recorrendo, se necessário, à injeção de capital alheio.

No que diz respeito à política de investimento das empresas, Rozeff (1982) através do seu trabalho onde estudou o *trade-off*³ existente entre os custos de agência e os custos de transação, afirma que de facto existe influência desta política nas decisões de distribuição

³ A expressão “*trade-off*” está diretamente ligada a situações em que existe um conflito de escolha entre decisões que não podem ser tidas em conta simultaneamente. A escolha de uma significa a rejeição de outra.

de dividendos. Empresas com maiores investimentos e com perspectivas de crescimento distribuem menos dividendos.

2.8.3. – O ciclo de vida das empresas e o investimento

O investimento das empresas é, sem dúvida, um determinante que está diretamente associado ao crescimento das empresas e às oportunidades que estas têm aumentar os seus resultados. Pode associar-se o ciclo de vida das empresas com as oportunidades de investimento que estas têm em carteira. Fazendo um paralelismo entre as oportunidades de investimento, a distribuição de resultados e o ciclo de vida das empresas, Grullon *et al* (2002) concluem que empresas com maior maturidade, tendo menos oportunidades de investimento, acabam por ter mais *free cash-flow* disponível para o pagamento de dividendos, sendo este um sinal claro de mudança de fase no que diz respeito às perspectivas de crescimento futuro.

De acordo com DeAngelo *et al* (2004), a relação existente entre a política de dividendos e o investimento das empresas é negativa e os dividendos são pagos maioritariamente por empresas que se encontram num ciclo de vida mais avançado e com poucas oportunidades de investimento, contrastando com aquelas que atravessam uma fase inicial de crescimento, e onde a opção de retenção dos resultados é tida em conta como melhor forma de potenciar o crescimento da empresa.

2.8.4. – A teoria da *Pecking-Order*

É na sequência das necessidades de investimento das empresas e das decisões de financiamento e composição da sua estrutura de capital que surge a teoria *pecking-order* apresentada por Myers (1984). A relação negativa entre os dividendos e o investimento é apoiada por Myers, e através desta estabeleceu uma hierarquia preferencial em relação ao financiamento das empresas quando existem oportunidades de investimento.

Este autor defende que as empresas devem considerar numa primeira instância fontes de financiamento associadas a um risco menor e que permitam à empresa crescer, pelo que o autofinanciamento deve ser tido mais em conta comparativamente ao recurso ao capital alheio ou o aumento de capital próprio da empresa. O autor afirma que as empresas revelam uma tendência para ajustar o seu *payout ratio* de acordo com as suas

oportunidades de investimento, evitando mudanças repentinas na sua política de distribuição de resultados.

A hierarquia das fontes de financiamento preferencialmente utilizadas pelos gestores das empresas centra-se, em primeiro lugar, nos fundos gerados internamente, em segundo, no recurso à dívida e para terceiro plano fica o aumento do capital próprio.

As conclusões de Alli *et al* (1993) são consistentes com a teoria residual dos dividendos e *pecking-order*. Os autores concluem com a sua investigação que empresas que atravessam uma fase de crescimento associado à sua atividade, caracterizada também por um maior risco sistemático de negócio pagam menos dividendos, optando pelo autofinanciamento. Como já verificado em várias investigações, os autores estabelecem também uma relação positiva entre os dividendos e os custos de agência.

Fama e French (2001), num estudo em que o principal foco passava por saber o porquê de os dividendos terem vindo a desaparecer, seja pelas mudanças das características das empresas, ou pela simples escolha e menor predisposição para o pagamento dos mesmos, chegam à conclusão que a mudança das características das empresas com resultados positivos têm uma influência que se constata ser negativa relativamente à política de distribuição de resultados adotada pelas empresas desde 1978. As entidades corporativas com grandes oportunidades de investimento em carteira revelam uma menor predisposição para pagar dividendos aos seus acionistas, estabelecendo uma relação negativa entre estes 2 fatores. Fama e French concluem que o aumento do pagamento de dividendos pode não só significar que a empresa pretende sinalizar o mercado acerca das suas perspetivas futuras de crescimento, mas também estar associado ao fato de a empresa atravessar uma fase de maior maturidade, e de alteração do seu risco de negócio.

2.9. – Outros estudos sobre a política dos dividendos

Na literatura mais recente é possível encontrar igualmente variadíssimas conclusões sobre os diversos fatores explicativos que de alguma forma influenciam a política de distribuição dos resultados do período das organizações pelos seus acionistas.

Fama e French (2000) estabelecem uma relação positiva existente o lucro e a distribuição de resultados. Os autores concluem que empresas com ativos mais rentáveis e com menores oportunidades de investimento têm tendência para registar um *payout ratio* mais elevado, ao passo que organizações com mais investimentos têm um rácio de distribuição de dividendos de longo-prazo menor.

Os mesmos autores, em 2008, chegaram à conclusão com o seu estudo que entre o período de 1963-1982, as empresas financiavam-se fundamentalmente através de fundos próprios, optando pela retenção de resultados. Esta conclusão é consistente com a teoria *pecking-order* avançada anteriormente por Myers. Já para os períodos compreendidos entre 1926-1962 e 1983-2006, não existe grande unanimidade, uma vez que as empresas optam por se financiar seja pela retenção de resultados, ou pela emissão de novas ações.

Bacon e Kania (2005), num artigo onde procuraram estudar as variáveis que influenciam a decisão de distribuição de dividendos analisando mais de 10.000 empresas, chegam à conclusão que existe uma relação positiva entre o endividamento das empresas e o seu *payout ratio*. O estudo estabelece também a existência de uma relação negativa, não só entre este e o crescimento das vendas, mas também em relação ao fator associado ao risco das empresas. No que diz respeito à rendibilidade do ativo, os resultados mostram ser consensuais relativamente àquilo que se tem verificado na literatura, mostrando que quanto maior é este rácio, maior será a retenção de resultados, e por isso, menor a distribuição de dividendos.

Khan (2006) abordou a questão que relaciona as características dos investidores, focando o seu estudo na concentração da propriedade das organizações ao analisar a relação entre os dividendos e a estrutura da propriedade de 330 grandes empresas do Reino-Unido, observou que as características dos acionistas têm peso nesta decisão, afirmando também que a relação entre estes e a concentração da propriedade estabelecem uma relação inversa. Ou seja, empresas onde exista um número considerável de investidores que são detentores de uma percentagem significativa de ações da empresa, tendem a distribuir mais dividendos. Isto porque este tipo de investidores têm uma grande influência nas decisões financeiras que são tomadas por parte dos gestores.

Segundo Denis e Osobov (2008), pagamento de dividendos é diretamente afetado pela dimensão da empresa. Para os autores, esta variável tem um efeito positivo na distribuição

de dividendos. Ou seja, empresas de grande dimensão que foram objeto de estudo pagam mais dividendos aos seus acionistas. A mesma relação se verifica em relação aos lucros apresentados pelas instituições. Aquelas que geram mais riqueza são mais propensas a distribuir dividendos. No que toca ao investimento, Denis e Osobov observam que as oportunidades de crescimento não apresentam resultados homogêneos para as empresas dos diferentes países sobre as quais incidiu este estudo.

Patra *et al* (2012), ao analisarem a influência dos fatores determinantes da distribuição dos dividendos das instituições gregas que procederam à distribuição de resultados entre 1993 e 2007, concluem que fatores com a dimensão, o lucro e a liquidez das empresas influenciam positivamente a decisão dos gestores em distribuir dividendos. Por outro lado, esta política é afetada quando as empresas possuem oportunidades de investimento ou financiam a sua atividade através da injeção de capital externo.

Salsa e Matias (2012) tentaram perceber, ao estudarem as variáveis explicativas da política de distribuição de dividendos em empresas europeias, quais as variáveis que mostravam ter maior influência na determinação desta política. Os resultados vão ao encontro de uma linha de pensamento que se tem verificado consensual em vários estudos relativamente à influência de fatores como o investimento na decisão da distribuição de resultados. Estes evidenciam uma relação negativa entre a variável investimento e a política de distribuição de dividendos. Paralelamente, mostram que existe uma relação positiva entre o nível de distribuição de dividendos e o verificado no ano imediatamente anterior ao exercício económico a ser estudado, como aliás havia anteriormente realçado Benzinho (2004).

Nota ainda para fatores como a rendibilidade e o crescimento das empresas estudadas, que evidenciaram ter uma relação inversa com o pagamento de dividendos. Já variáveis como a dimensão, o risco e o número de detentores do capital mostraram não ter grande influência na determinação da distribuição de resultados do período pelos acionistas das empresas que foram objeto de análise. Por outro lado, o estudo realizado sugere que o endividamento estabelece uma relação positiva com o *payout ratio*.

Salsa (2009) desenvolveu um estudo empírico onde procurou analisar a relação entre a política de dividendos e o ciclo de vida de seis países do continente europeu. Regra geral, as empresas que se encontram numa fase de crescimento distribuem menos

dividendos devido aos projetos de investimento que estas têm em carteira. Curiosamente, através do seu estudo, Salsa conclui que as empresas que fizeram parte desta amostra mostram evidências de serem menos apologistas da distribuição de dividendos mesmo atravessando uma fase de maior maturidade relativamente ao ciclo de vida organizacional.

Os resultados obtidos mostram que variáveis como a rendibilidade, o crescimento dos resultados do período, o investimento, o financiamento, o crescimento das vendas e o *dividend payout* praticado no ano anterior parecem ter influência significativa na decisão dos gestores sobre a política de distribuição de dividendos das empresas. A rendibilidade, o investimento e o crescimento dos resultados mostram ter uma associação negativa significativa com o pagamento de dividendos.

Outra conclusão interessante que o estudo mostra tem precisamente a ver com o facto de que as empresas incluídas nesta amostra apresentam maior distribuição de dividendos numa fase inicial do seu ciclo de vida, e não durante a sua fase mais avançada de maturidade. Nota ainda para a relação positiva, e a significância evidenciada, relativamente a fatores como o financiamento externo e o crescimento das vendas das empresas com o nível de dividendos empresariais.

2.10. – Evidência empírica em Portugal

No que toca à literatura nacional é possível encontrar estudos interessantes que versam sobre a temática da política de distribuição dos dividendos.

Autores como Benzinho (2000), e Soro e Farinha (2012) relacionaram a relação de agência entre gestores e acionistas e a distribuição de dividendos. Os autores olham para os dividendos como uma ferramenta que permite satisfazer os interesses destes dois intervenientes de forma equilibrada. Estes últimos analisam igualmente a influência dos impostos na política de distribuição de resultados, argumentando que os investidores ajustam o seu nível de dividendos tendo em conta a sua preferência a nível fiscal, pressupondo a existência de uma clientela que é racional, e que opta sempre em conformidade com os ganhos que se verificam ser mais vantajosos em termos fiscais. O perfil dos investidores é, portanto, um fator que tem peso e influência na decisão dos gestores de distribuição de dividendos.

Santos (2011) procurou identificar os fatores reveladores de maior importância da política de dividendos das empresas não financeiras do PSI 20 entre os anos 2002 e 2009. Tendo por base um conjunto amostral de 12 empresas, a autora encontra evidências estatísticas significativas para a variável explicativa *market-to-book ratio*⁴. Os resultados apresentados mostram que esta variável é estatisticamente significativa na determinação *payout ratio* das empresas consideradas na amostra. Por outro lado, o estudo mostra evidências da existência de uma relação negativa, e estatisticamente significativa do rácio *debt-to-equity*⁵, mostrando que a dependência de terceiros tem influência negativa na política de dividendos das empresas do PSI 20. Por fim, os resultados mostram ainda uma importância considerável da dimensão das empresas na política de dividendos, apresentando-se como tendo uma relação positiva, e estatisticamente significativa.

Segundo Ribeiro e Villar (2012), os dividendos por ação distribuídos no exercício económico do ano anterior mostram ter uma influência significativa na decisão dos gestores sobre a política de dividendos. Os resultados mostram que o crescimento das empresas, tendo um efeito bastante significativo, estabelece uma relação positiva com a política de distribuição de dividendos das empresas que integram o PSI-20. Já outras variáveis como a autonomia financeira, rentabilidade do ativo, volume de negócios ou a liquidez geral, apresentam pouca expressão e mostram ter pouca influência na política de distribuição de dividendos das empresas.

Fernandes e Ribeiro (2013), ao estudarem os fatores determinantes da política de dividendos das empresas não financeiras da *Euronext Lisbon* e do PSI-20, concluem que existe um efeito positivo significativo da rentabilidade e da estabilidade dos dividendos, e um efeito negativo significativo não só do risco como também do crescimento projetado pelas empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. Os autores indicam igualmente que fatores como a dimensão e as oportunidades de investimento não têm grande influência na determinação da política de dividendos das empresas. Por outro lado, relativamente à amostra que inclui as empresas constituintes do PSI-20, os resultados mostram um efeito positivo significativo de fatores como a rentabilidade gerada pela empresa, a estabilidade dos dividendos e o risco de negócio, e um efeito negativo significativo da variável

⁴ O rácio *market-to-book* das empresas mede a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor contabilístico da mesma. Obtém-se dividindo o primeiro pelo segundo

⁵ O rácio *debt-to equity* das empresas mostra a relação entre o passivo total e o capital próprio. Obtém-se dividindo o primeiro pelo segundo.

crescimento. De realçar que, tanto para empresas que pertencem à *Euronext Lisbon* como aquelas que fazem parte do PSI-20, a dimensão das empresas nem as oportunidades de investimento sugerem ter grande influência na decisão de distribuição dos resultados.

O estudo empírico levado a cabo por Benzinho (2004) teve como principal objetivo averiguar e estudar qual a política de dividendos verificada nas empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa. Para a consecução desta avaliação, foi então considerado um período temporal de estudo compreendido entre 1992-2002. Os resultados alcançados pelo autor mostram que, de um modo geral existe uma certa disponibilidade das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* para proceder à distribuição de dividendos pelos seus acionistas, mostrando haver uma estabilidade na política das empresas no que diz respeito ao retorno dado aos seus investidores. Segundo o estudo do autor, verifica-se que os fatores que mais influenciam esta política são de facto os dividendos distribuídos pelas empresas no ano anterior e o resultado líquido do exercício.

O mesmo autor, ao ter em consideração as empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa entre 1990 e 1994 do ponto de vista dos gestores, mostra que as estas empresas portuguesas não adotavam uma política de distribuição de dividendos regular. Benzinho conclui ainda que de um modo geral, os investidores recebem o seu retorno do investimento feito fundamentalmente através de ganhos de capital e que, apesar de não haver uma clara renúncia ao pagamento de dividendos por parte das organizações, estas mostram ter uma maior preferência pela retenção dos resultados. Através de um questionário direcionado aos gestores destas empresas, pôde-se concluir que os próprios gestores partilham da opinião de que a distribuição de dividendos afeta o valor de mercado das empresas. O autor chega também à conclusão de que existem algumas empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa que distribuem dividendos mesmo que estas não tenham perspectivas de aumento do lucro gerado.

Num estudo realizado sobre o mercado de capitais português, onde procurou também determinar quais os fatores que influenciam a política de distribuição de dividendos das empresas, Fernandes (2013), entre outras conclusões, denota que a rendibilidade das empresas assume-se como bastante significativa na determinação dos dividendos distribuídos, tendo uma relação positiva com os mesmos. Paralelamente, a estabilidade dos dividendos é, também ela, capaz de influenciar os dividendos de forma positiva,

deduzindo desta forma, que existe preferência dos gestores manterem uma política estável de dividendos.

Várias são as conclusões que se têm verificado ao longo dos anos no diz respeito aos fatores que têm influência na política de distribuição de dividendos das empresas aos seus acionistas. Hoje em dia ainda não existe uma opinião unânime e consensual sobre esta temática. A política de distribuição de dividendos é, portanto, um mistério ainda a ser desvendado e objeto de inúmeras análises, indo precisamente ao encontro daquilo que em Black (1976) afirmara que quanto mais se explora esta questão, mais ela parece um *puzzle*.

CAPÍTULO 3

METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

O principal objetivo deste estudo é identificar qual o peso que fatores como o investimento e o financiamento têm no montante anual de dividendos distribuídos por ação. Assim, pretende-se averiguar qual a influência que as oportunidades de investimento, com que a empresa se depara, e a estrutura de capital, delineada pela mesma, têm na decisão dos gestores sobre a política de dividendos que adotam. Para isso, numa fase inicial procedeu-se ao estudo, análise e elaboração da revisão da literatura, que inclui as principais teorias e estudos que mostraram evidência empírica e que contribuíram para a evolução científica do tema dos dividendos.

Paralelamente, e com base em trabalhos revistos, optou-se também por incluir outras variáveis de estudo passíveis de influenciar a decisão da distribuição de resultados por parte dos gestores. Estas variáveis são indicadores independentes, considerados explicativos e com poder de influência sobre a variável dependente.

Com base nos dados recolhidos, relativos às variáveis em estudo (dividendo por ação, grau de endividamento, investimento, rendibilidade do ativo, estabilidade dos dividendos, crescimento do volume de negócios e variação do resultado líquido), para as empresas portuguesas que integram o PSI 20, relativamente ao ano de 2009, a metodologia utilizada neste estudo baseia-se no método de regressão linear múltipla para verificar as hipóteses propostas e explicar a relação entre as variáveis independentes e a variável dependente.

3.1. – Variáveis empíricas

Após observação e reflexão daquilo que é proposto por diversos autores sobre quais os indicadores económico-financeiros capazes de determinar o montante de dividendos distribuídos pelos acionistas das empresas, foi selecionada a variável dependente e as variáveis independentes que integram este estudo. O intuito deste trabalho, como já foi referido, é averiguar a influência destas variáveis na decisão da política de distribuição das empresas pertencentes à amostra, sobre a qual versa este estudo empírico. A escolha destas variáveis teve por base aquilo que é proposto pela literatura revista, e são definidas do seguinte modo apresentado nos próximos subpontos deste trabalho.

3.1.1. – Variável dependente

3.1.1.1 – Dividendos por ação

A política de dividendos praticada pelas empresas é influenciada por diversos fatores explicativos desta distribuição. No presente estudo, a variável dependente selecionada foi o montante de dividendo por acção (DPA) anualmente distribuído pelas empresas aos seus acionistas relativamente ao exercício económico de 2009. Este indicador discrimina o montante anual do exercício, em euros, distribuído pelas empresas. Esta variável dependente é utilizada em estudos anteriores cuja investigação também versou sobre esta temática. São exemplos desses estudos os realizados por Lintner (1956), Benzinho (2004), Ribeiro (2010), Ribeiro e Villar (2012). Por outro lado, é possível constatar que outros estudos utilizam ainda como variável dependente o *payout ratio*, como é o caso daqueles realizados por Santos (2011), que também versa sobre o mercado de capital português, ou Salsa e Matias (2012). O *payout ratio* obtém-se através do cálculo da relação entre os dividendos e o resultado líquido. Por outras palavras, este rácio mostra a percentagem de resultados distribuídos mediante os resultados líquidos obtidos num determinado período, dividindo o montante de dividendos pago aos acionistas pelo resultado líquido. Considerou-se, contudo, a variável DPA como variável dependente e representativa do montante unitário, em euros, distribuído pelas empresas constituintes do PSI 20 aos acionistas no período económico sobre o qual versa a análise deste estudo.

3.1.2. – Variáveis independentes

Para que seja estudada a relação entre os fatores explicativos da política de distribuição de dividendos das empresas que constituíram o principal índice português, procurou-se ter em consideração um conjunto de variáveis que possam ter peso no valor unitário distribuído pelas empresas que constituem esta amostra. Tendo em consideração os diversos estudos empíricos já realizados sobre a política de distribuição de dividendos, é possível verificar que, de facto, existe um número considerável de indicadores de cariz económico-financeiro passível de influenciar, e de justificar, a decisão dos gestores sobre a distribuição anual de resultados pelos investidores de capital próprio das organizações emitentes.

Os indicadores independentes escolhidos têm como base o que é proposto na literatura revista que justifica este estudo empírico. Em suma, as variáveis explicativas independentes a considerar no presente estudo são: grau de endividamento, investimento, rentabilidade económica do ativo, estabilidade dos dividendos, crescimento e variação do resultado líquido.

3.1.2.1. – Grau de endividamento

A variável grau de endividamento (GEND) analisa o efeito que a composição da estrutura de capital das empresas, que fazem parte o principal índice bolsista português, causa na sua política de distribuição de resultados. A estrutura de capital tem sido abordada e vista por diversos autores como estando associada ao nível de pagamento de dividendos das empresas aos acionistas. Estudos anteriores como os de Salsa (2009) e Salsa e Matias (2012) incluem este rácio na determinação da política de dividendos.

Também teorias financeiras, apresentadas no capítulo anterior, como a da *pecking order*, associam o financiamento (as necessidades e as preferências no âmbito do financiamento) com o pagamento (montante) dos dividendos, na medida em que ambos concorrem na utilização dos fundos gerados internamente. De um modo geral, quando existe distribuição de resultados, os gestores têm a necessidade de recorrer ao mercado de capitais para obter financiamento da atividade das empresas.

Desta forma, neste estudo o endividamento das empresas é apontado como sendo um fator explicativo do montante de dividendos distribuído por estas, e associado a uma relação positiva com estes, tal como conclui o estudo de Easterbrook (1984), pese embora o recurso ao financiamento externo seja representativo de um aumento do risco de negócio das empresas. Esta variável representa o grau de endividamento das empresas, sendo calculada através do rácio obtido entre o montante total do passivo e o montante total do ativo, em euros, do exercício.

3.1.2.2. – Investimento

O crescimento das empresas está diretamente ligado às oportunidades de investimento que estas possuem em carteira. Na literatura revista encontram-se estudos empíricos que sugerem uma relação negativa e fortemente significativa entre o investimento e a distribuição de dividendos. Tendo por base a teoria da *pecking order*, a fonte de financiamento economicamente mais acessível para as empresas é o autofinanciamento, pelo que a tendência verificada é a das empresas não distribuírem dividendos, optando, assim, pela retenção dos seus resultados. Em suma, nesta pesquisa pretende-se saber até que ponto a variação do investimento das empresas que constituem o PSI 20 tem peso no pagamento de dividendos. Este rácio é também utilizado em trabalhos anteriormente desenvolvidos, tais como os Denis e Osobov (2006) e Salsa (2009).

Deste modo, optou-se por introduzir a variável independente investimento (INVEST) representativa da variação do ativo das empresas incluídas na amostra sobre a qual versa este estudo empírico. O cálculo deste rácio é obtido através da variação verificada do montante, em euros, do ativo total do exercício, e o montante, em euros, do ativo total do exercício económico das empresas registado no ano anterior. Assim sendo, espera-se que a relação entre esta variável independente e o montante por ação distribuído seja negativa.

3.1.2.3. – Rendibilidade do ativo

A rendibilidade das empresas é vista como sendo um importante precedente do pagamento dos dividendos. De fato, de acordo com estudos empíricos já desenvolvidos, a capacidade das empresas gerarem resultados através do seu investimento estabelece uma forte relação positiva significativa entre o montante de dividendos pagos. Esta variável independente é representativa de fonte de riqueza para as empresas, o que também contribui para uma maior desarmonia de opiniões e conflitos de interesses entre acionistas e gestores, pelo que estas divergências pressupõem maiores níveis de dividendos pagos aos acionistas de acordo com a teoria da agência.

Assim, no presente estudo foi criada a variável rendibilidade do Ativo (RENDAT), representativa da rendibilidade líquida do ativo das empresas integram a amostra. Trabalhos empíricos desenvolvidos anteriormente calculam este rácio de forma diferente,

tendo por base os resultados operacionais. No entanto, no presente estudo, tal como Ribeiro (2010), este rácio é obtido através da relação entre os resultados líquidos gerados e o montante total de ativos das empresas, e a expectativa é de que haja uma relação positiva entre este e o montante de dividendos pago no exercício económico.

3.1.2.4. – Estabilidade da política de dividendos

Na literatura revista é possível encontrar estudos empíricos que colocam a hipótese de que os dividendos distribuídos pelas empresas em anos anteriores possam ter influência na decisão dos gestores em adotar o mesmo comportamento no presente, e assim distribuir parte dos resultados das empresas pelos seus acionistas. É exemplo disto o estudo desenvolvido por Lintner (1956), onde é encontrada evidência estatística de uma relação positiva entre os dividendos distribuídos pelas empresas e os de anos anteriores. Segundo o autor, estas tendem a não alterar de forma radical o montante de resultados distribuídos. Autores como Arzola *et al* (1992), Ribeiro (2010) ou Salsa e Matias (2012) estudam a relação existente entre este indicador e a política dos dividendos, concluindo que existe uma relação positiva entre ambos.

Assim, esta relação assume-se como sendo positiva e passível de desempenhar um papel importante na deliberação dos gestores das empresas relativamente ao pagamento de dividendos. Deste modo, com o objetivo de averiguar o peso dos dividendos distribuídos no ano transato, decidiu-se então incluir neste estudo a variável DPAN_1 que representa o montante, em euros, de dividendos por ação que cada empresa incluída na presente amostra distribuiu aos seus acionistas no exercício económico imediatamente anterior e é expectável que esta assumira uma relação positiva com a variável dependente.

3.1.2.5. – Crescimento do volume de negócios

O crescimento do volume de negócios surge neste estudo como outro fator que merece ser considerado como explicativo, sendo objeto de análise da influência que representa na política de distribuição de resultados das instituições. No presente estudo, com o intuito de explorar o efeito da variação do volume de negócios ocorrido no exercício na distribuição de resultados, introduziu-se a variável independente relativa ao crescimento do volume de negócios (CRESCVNEG).

Tendo em consideração estudos empíricos anteriores realizados, que também tiveram em conta esta variável independente, denota-se que as conclusões não se apresentam consensuais. Se, por um lado, observamos conclusões que mostram uma relação positiva entre esta variável e a distribuição de dividendos, tais como Ribeiro e Villar (2012), por outro lado, também existem estudos onde a relação tirada vai precisamente ao encontro de uma relação negativa entre o crescimento das vendas e o pagamento de dividendos, como é o caso do estudo empírico outrora realizado Lloyd *et al* (1985). Os resultados obtidos por Fernandes (2013), Ribeiro e Fernandes (2013), que também versaram sobre o PSI 20, encontram evidência empírica negativa e estatisticamente significativa do fator crescimento das vendas na determinação dos dividendos por ação das empresas que constituem o PSI 20.

Posto isto, neste estudo, e considerando que o crescimento do volume de negócio está associado ao próprio crescimento da empresa, é expectável que a relação entre as duas variáveis se verifique negativa. Isto é, considera-se que o crescimento tenderá a estar associado a maiores necessidades de financiamento e, portanto, a menores montantes de distribuição de resultados, na perspetiva já anteriormente apresentada.

3.1.2.6. – Crescimento do resultado líquido

Finalmente, procurou-se indagar neste estudo em que medida a variação dos resultados líquidos das empresas influenciam o montante de dividendos por ação distribuído. É comum verificarmos noutros estudos empíricos a utilização do resultado líquido do exercício, e em especial a sua variação, como indicador financeiro explicativo da distribuição de dividendos. Assim, decidiu-se levar em consideração também os resultados líquidos apresentados no ano anterior, e fazer uma comparação entre estes e aqueles verificados no exercício económico presente, porquanto desta forma torna-se possível estabelecer uma comparação com o valor verificado no ano transato e efetivar uma avaliação mais rigorosa.

Seguindo o que é proposto pela teoria da agência, de que a distribuição de dividendos atenua os conflitos de agência entre acionistas e gestores resultantes da maior riqueza gerada por parte da empresa no exercício da sua atividade, prevê-se que a variação positiva deste rácio seja representativa de uma maior distribuição de dividendos pelos acionistas das empresas que integram a amostra deste estudo empírico. A variação

positiva dos resultados, para além de se traduzir em maiores níveis de liquidez, traduz também um menor nível de risco empresarial. Assim, introduziu-se a variável independente CRESCRLIQ representativa da variação dos resultados líquidos.

Na tabela em baixo é descrita de forma sucinta as variáveis incluídas no estudo, a forma de cálculo e a relação esperada destas com a variável dependente:

Tabela 3.1

Descrição das variáveis em estudo

A seguinte tabela ilustra na primeira coluna as variáveis independentes consideradas no estudo, bem como abreviatura utilizada no modelo. Na segunda coluna vem descrito a definição das variáveis. Na terceira coluna são descritas as formas utilizadas para calcular cada variável incluída no modelo. Na última coluna são definidas as relações esperadas das variáveis explicativas sobre a variável dependente.

Variável Explicativa (Abreviatura)	Métrica	Forma de cálculo	Relação esperada
Dividendos por ação (DPA)	Montante de dividendos por ação distribuídos	Somatório do montante de dividendos por ação distribuídos em 2009	-
Grau de endividamento (GEND)	Grau de endividamento da empresa	Rácio entre o passivo total do exercício e o ativo total do exercício	Positiva
Investimento (INVEST)	Variação do valor do ativo	Rácio entre a variação absoluta do ativo total em 2009 e o ativo total de 2008	Negativa
Rendibilidade do ativo (RENDAT)	Rendibilidade do ativo (ROA)	Rácio entre o resultado líquido do exercício e o ativo total do exercício	Positiva
Estabilidade da política dos dividendos (DPAN_1)	Montante dos dividendos por ação distribuídos no ano anterior	Somatório do montante de dividendos por ação distribuídos em 2008	Positiva
Crescimento do volume de negócios (CRESCVNEG)	Variação do volume de negócios	Rácio entre a variação absoluta do volume de negócios em 2009 e o volume de negócios de 2008	Negativa
Crescimento do resultado líquido (CRESCRLIQ)	Variação do resultado líquido	Rácio entre a variação absoluta do resultado líquido em 2009 e o resultado líquido de 2008	Positiva

3.2. – Hipóteses testadas

Tendo em conta as relações estabelecidas entre as variáveis independentes apresentadas no ponto anterior e o montante anual de dividendos distribuídos, foram estabelecidas as seguintes hipóteses de investigação, a testar no presente trabalho:

Hipótese 1: O grau de endividamento estabelece uma relação positiva com o montante de dividendos por ação anualmente distribuído pelas empresas, *ceteris paribus*.

Hipótese 2: O investimento (taxa de crescimento do ativo) estabelece uma relação negativa com o montante de dividendos por ação anualmente distribuído pelas empresas, *ceteris paribus*.

Hipótese 3: A rendibilidade do ativo estabelece uma relação positiva com o montante de dividendos por ação anualmente distribuído pelas empresas, *ceteris paribus*.

Hipótese 4: A estabilidade dos dividendos (dividendo por acção do ano anterior) estabelece uma relação positiva com o montante de dividendos por ação anualmente distribuído pelas empresas, *ceteris paribus*.

Hipótese 5: A taxa de crescimento do volume de negócios estabelece uma relação negativa com o montante de dividendos por ação anualmente distribuído pelas empresas, *ceteris paribus*.

Hipótese 6: A taxa de crescimento do resultado líquido estabelece uma relação positiva com o montante de dividendos por ação anualmente distribuído pelas empresas, *ceteris paribus*.

3.3. – Estimação do modelo de regressão linear múltipla

Deste modo, com vista a estudar a influência das variáveis explicativas do montante anual de dividendos por ação pagos pelas empresas constituintes do índice bolsista português PSI 20, o modelo estatístico utilizado neste estudo empírico é o método de regressão linear múltipla (MRLM) para estimar e explicar a relação das variáveis independentes seleccionadas sobre política de distribuição de dividendos. Pretende-se, assim, saber qual o sentido desta relação e se a mesma se mostra estatisticamente significativa, de maneira a não se rejeitarem as hipóteses colocadas anteriormente.

Assim, tendo por base a informação apresentada, a política de dividendos é representada em função das variáveis independentes explicativas através do seguinte modelo de regressão:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \beta_5 X_{5i} + \beta_6 X_{6i} + \varepsilon_i$$

Sendo:

$i = 1$ a 24

Onde:

Y_i – Variável dependente a estimar

β_i – Coeficientes das variáveis independentes

X_1 a X_6 – Variáveis independentes explicativas do montante anual de dividendos por ação distribuído.

ε_i = Fator residual e possíveis erros de medição

3.4. – Amostra e base de dados

Após estruturação das metas a atingir, procedeu-se à recolha dos dados necessários para a prossecução dos objetivos pretendidos. Durante o desenvolvimento deste estudo recorreu-se a diferentes fontes de informação para a obtenção dos dados a considerar.

Relativamente à obtenção de informação que diz respeito às empresas que constituem o principal índice bolsista da *Euronext Lisbon*, recorreu-se ao site na Internet da Comissão do Mercado de Valores Mobiliário (CMVM) para obter resposta sobre o conjunto de organizações que figuraram no PSI 20 português. Assim, foi criada uma lista com todas as organizações que fizeram parte deste índice desde a sua formação em 1992 até 2009. Estudos anteriores utilizam uma amostra que incide unicamente sobre as empresas que, durante o período de estudo, pertenciam ao principal índice bolsista português. No entanto, neste estudo procurou-se não só incluir aquelas empresas que em 2009 pertenciam ao PSI 20, como também optou-se por estender a análise do estudo incluindo empresas que nos anos anteriores integravam este índice de referência do mercado português.

A decisão referida encontra justificação na tentativa de não só alargar a dimensão amostral considerada, mas também de não colocar de parte do estudo as empresas que, pela sua dimensão e valor de mercado, fizeram parte deste índice. Importa referir que o PSI 20 assume-se como o principal índice da bolsa de valores portuguesa, sendo constituído pelas ações das 20 maiores empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa. Nele é refletida a evolução do preço a que estão a ser transacionadas no mercado de capitais as ações destas empresas. Tendo sido formado a 31 de Dezembro de 1992, o PSI 20 tem como principal objetivo servir de indicador da evolução do mercado acionista português, e servir de suporte à negociação de títulos. A constituição deste índice é determinada através de avaliações trimestrais realizadas pela *Euronext*, com base no *ranking* do valor de mercado ajustado ao *free float* (valor realmente disperso em bolsa que não contempla as posições detidas por acionistas com mais de 5%, à exceção de fundos de investimento ou de fundos de pensões).

A investigação desenvolvida no estudo empírico teve como fonte de informação, para o tratamento e análise de dados sobre as demonstrações financeiras das empresas que figuravam no principal índice bolsita português, a base de dados *Bureau Van Dijk - Amadeus*. Esta base de dados apresenta um conjunto de informação de cariz financeiro relevante de empresas públicas e privadas de vários sectores de atividade, e que possibilitou a observação e o juízo dos rácios económicos e financeiros que compõem as variáveis explicativas consideradas nesta investigação.

Com vista à obtenção de informação relativa ao montante de dividendos por ação distribuídos pelas empresas no exercício económico de 2009, consultou-se também o site da comissão do mercado de valores mobiliário (CMVM). Deste modo, e após reunida toda a informação necessária para o desenvolvimento do estudo empírico, foi extraída e analisada a informação relativa aos resultados distribuídos pelas empresas, pertencentes à amostra final, aos seus acionistas durante o exercício económico de 2009.

Face à impossibilidade de a base de dados usada fornecer os dados económico-financeiros das instituições bancárias que constituíram o PSI 20, recorreu-se aos relatórios anuais da Associação Portuguesa de Bancos por forma a analisar e calcular os indicadores necessários a incluir no presente estudo. De salientar ainda que foram retiradas da amostra instituições cujos dados não estavam completos em termos das variáveis utilizadas no trabalho (ver apêndice 1).

Por conseguinte, a amostra final sobre a qual incidiu este estudo inclui 24 empresas que até 31 de Dezembro de 2009 fizeram parte do principal índice bolsista em Portugal. Tendo por base estas fontes de informação, procedeu-se ao apuramento do montante de dividendos distribuídos pelas empresas que pertenceram ao PSI 20 até ao período considerado (ver apêndice 2).

CAPÍTULO 4

RESULTADOS

4.1. – Resultados obtidos

Após o estudo e o tratamento estatístico dos dados retirados das diversas fontes de informação, neste capítulo são apresentados os resultados obtidos, confrontando os mesmos com as hipóteses previamente apresentadas no capítulo 3, referente à metodologia utilizada no trabalho realizado. Assim, para além dos resultados de estatística descritiva dos valores da amostra, da correlação entre as variáveis e dos relativos ao MRLM, procede-se também à discussão dos resultados, à luz do enquadramento bibliográfico e da metodologia de trabalho apresentados.

4.1.1. – Análise das medidas descritivas

Na tabela 4.1, a seguir, apresentam-se os resultados referentes aos valores médios verificados no ano de 2009 relativamente ao montante de dividendos por ação distribuído pelos acionistas e às variáveis independentes que potencialmente explicam este valor.

Tabela 4.1

Medidas descritivas

A tabela ilustrada em baixo apresenta as medidas descritivas da variável dependente e das variáveis independentes. Estas variáveis, descritas pelas respectivas abreviaturas consideradas no estudo empírico, são descritas na primeira coluna apresentada. A saber: DPA representa o montante de dividendos por ação distribuídos; GEND representa grau de endividamento da empresa; INVEST representa o investimento; RENDAT representa a rentabilidade do ativo; DPAN_1 representa o dividendo por ação do ano anterior; CRESCVNEG representa o crescimento do volume de negócios; CRESCRLIQ representa o crescimento do resultado líquido. A segunda coluna ilustra a média observada para cada variável. A terceira coluna ilustra o desvio observado para cada variável. A quarta coluna ilustra o valor mínimo observado para cada variável. A quinta coluna ilustra o valor máximo observado para cada variável.

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
DPA	0,100504	0,1061696	0	0,46
GEND ⁶	0,774992	0,1492142	0,4910	0,9828
INVEST ⁶	0,043125	0,888508	-0,1972	0,2438
RENDAT ⁶	0,024058	0,0264377	-0,0372	0,0698
DPAN_1	0,095827	0,10768186	0,0136	0,460
CRESCVNEG ⁶	0,013646	0,1520059	-0,4091	0,2678
CRESCRLIQ ⁶	0,333467	0,6795028	-1,3474	1,8918

Conforme consta na tabela acima apresentada, é possível verificar que o montante médio anual de resultados distribuídos pelas empresas que constituíram o PSI 20 foi de 0,100504€ por ação. De referir que existe alguma dispersão destes valores em relação à média verificada, como é possível observar através dos valores máximo e mínimo desta variável independente. Assim, em 2009, houve algumas empresas que não distribuíram dividendos (ver apêndice 3).

Relativamente ao grau de endividamento das empresas, é possível constatar que, em média, o peso do passivo total das empresas sobre o total das suas aplicações em média

⁶ Rácios das variáveis explicativas apresentados em valor.

um valor de 77,49%, o que revela que alguma dependência das empresas do PSI 20 face aos credores. Importa realçar, no entanto, que tal valor não foge muito àquilo que é recomendado pela generalidade dos analistas financeiros, onde estes aconselham um rácio de autonomia financeira igual ou superior a 35,00%. No entanto, estes valores apresentam alguma dispersão, dado que os dados mostram que existe um valor mínimo de 49,10% e um máximo de 98,28%.

É de salientar o facto de que a variável independente referente ao investimento, aqui representada pelo crescimento do ativo das empresas de 2008 para 2009, apresenta, em média, uma variação positiva, situando-se nos 4,31%. Este valor é representativo de um ligeiro aumento do investimento realizado pelas empresas incluídas na amostra. Paralelamente, é possível constatar o elevado valor do desvio padrão referente a esta variável, mostrando a grande dispersão de valores relativamente ao investimento efetuado em 2009 pelas empresas. Tal facto mostra que o crescimento do ativo das empresas não é homogéneo, existindo discrepâncias consideráveis no que toca à variação do ativo das empresas incluídas nos estudo (entre -19,72% e 24,38%).

A variável relativa à rentabilidade do ativo mostra um valor médio de 2,4%, ou seja, os resultados líquidos obtidos por estas empresas representam, em média, esta percentagem em relação ao ativo total. Sendo um valor baixo, em especial para empresas desta dimensão e capacidade, pode ser já reflexo da crise económica dos últimos anos. Este indicador de rentabilidade apresenta também alguma dispersão, uma vez que os valores se encontram entre -3,72% e 6,98%.

O valor médio do dividendo por ação distribuído no ano anterior é inferior ao do presente ano (0,095827€) e um desvio padrão semelhante. No entanto, o valor mínimo foi superior a zero, significando que todas as empresas da amostra pagaram dividendos em 2008, e o valor máximo de 0,46€ é igual ao mesmo de 2009.

Nota ainda para as variações médias positivas verificadas nas variáveis explicativas que dizem respeito não só ao crescimento do volume de negócios, mas também ao crescimento dos resultados líquidos do período, sendo que a percentagem do aumento dos resultados líquidos apresenta um valor mais significativo em comparação com a taxa de crescimento das vendas das empresas em 2009: 33,35% e 1,36% respetivamente. Destaca-se ainda os valores elevados do desvio padrão destas variáveis, nomeadamente

no que respeita à variação do resultado líquido (entre -134,74% e 189,18%), representativo de uma elevada dispersão de resultados verificado para estas empresas neste ano.

4.1.2. – Análise da matriz de correlação

As correlações de Pearson entre as variáveis do estudo são apresentadas a seguir na tabela 4.2. Através da análise da matriz de correlação das variáveis em estudo na amostra das empresas consideradas, é possível observar que a correlação mais forte existente (1%) é entre a variável DPA, por um lado, e a RENDAT e a DPAN_1, por outro. Deduz-se, por isso, que estas variáveis independentes possam ter um peso algo considerável na explicação da variável dependente. Existem ainda correlações com significância estatística (5%) entre as variáveis INVEST e CRESCVNEG e entre as variáveis RENDAT e DPAN_1.

Tabela 4.2

Matriz de correlações das variáveis

A tabela 4.2 apresenta a correlação entre as variáveis explicativas dos dividendos distribuídos em 2009 pelas empresas consideradas na amostra. DPA representa o montante de dividendos por ação distribuídos; GEND representa grau de endividamento da empresa; INVEST representa o investimento; RENDAT representa a rentabilidade do ativo; DPAN_1 representa o dividendo por acção do ano anterior; CRESCVNEG representa o crescimento do volume de negócios; CRESCRLIQ representa o crescimento do resultado líquido.*estatisticamente significativa a 5% **estatisticamente significativa a 1%

Variáveis	DPA	GEND	INVEST	RENDAT	DPAN_1	CRESC VNEG	CRESC RLIQ
DPA	—						
GEND	-,228	—					
INVEST	,256	,335	—				
RENDAT	,608**	-,351	,244	—			
DPAN_1	,840**	-,029	,395	,414*	—		
CRESCVNEG	,126	,198	,407*	,243	-,044	—	
CRESCRLIQ	-,150	-,013	-,086	,109	-,059	-,278	—

Observando a correlação existente entre as variáveis explicativas, torna-se possível concluir que o diagnóstico à multicolinearidade neste modelo é nulo, ou seja, não existem evidências de fortes correlações entre as variáveis independentes escolhidas que se possam confundir entre si, e assim influenciar de forma negativa a veracidade e o julgamento dos resultados estimados pelo modelo de regressão, uma vez que nenhuma apresenta correlação superior, em termos absolutos, a 0,75 (Marôco, 2011). Voltaremos, no entanto, a abordar esta questão mais à frente no ponto 4.1.4.1 deste capítulo.

4.1.3. – Análise dos resultados do modelo de estimação

Como foi referido no capítulo anterior, utiliza-se o MRLM para verificar o poder explicativo das variáveis independentes (grau de endividamento, investimento, rendibilidade do ativo, dividendo por ação no ano anterior, crescimento do volume de negócios e crescimento do resultado líquido) no valor da variável dependente. Para se analisar a influência das variáveis explicativas sobre o montante de dividendos por ação distribuídos em 2009 apresenta-se em baixo a tabela 4.3 ilustrativa dos resultados do modelo proposto neste estudo.

Tabela 4.3**Resultados do modelo de estimação**

A seguinte tabela ilustra os resultados do modelo de estimação obtidos para 24 observações relativas ao exercício económico de 2009. Na primeira coluna estão descritas as variáveis independentes consideradas no estudo: GEND é grau de endividamento da empresa; INVEST representa o investimento; RENDAT representa a rendibilidade do ativo; DPAN_1 representa o dividendo por acção do ano anterior; CRESCVNEG representa o crescimento do volume de negócios; CRESCRLIQ representa o crescimento do resultado líquido. Na segunda coluna são apresentados os coeficientes beta estandardizados de cada variável independente do modelo de regressão. Na terceira coluna é apresentada a significância estatística de cada variável explicativa (estatísticas *t* entre parêntesis); *Nível de significância de 1%.

Variáveis explicativas	Coeficiente beta	Significância estatística
GEND	-0,065	0,461 (-0,754)
INVEST	-0,192	0,223 (-1,265)
RENDAT	1,260	0,010* (2,838)
DPAN_1	0,700	0,000* (6,421)
CRESCVNEG	0,106	0,240 (1,216)
CRESCRLIQ	-0,016	0,337 (-0,987)
$R^2 = 0,7870$		
R^2 Ajustado = 0,7670		
<i>F-Statistic</i> = 38,863*		
N.º de observações = 24		
<i>Durbin Watson</i> = 2,197		

De acordo com o explicitado na tabela 4.3 acima apresentada, é possível constatar que o coeficiente de determinação (R^2) regista um valor de 0,7870, e um R^2 ajustado de 0,7670. Assim, através da análise do R^2 ajustado é possível concluir que o modelo apresentado consegue explicar os valores observados dos dividendos distribuídos pelas empresas consideradas na amostra de estudo em 76,70%, produzindo um ajustamento adequado do

modelo de regressão aos dados. Relativamente aos restantes 23,30%, estes podem ser explicados por outros fatores que não foram considerados neste estudo empírico.

O valor obtido relativamente ao coeficiente de determinação ajustado é algo aproximado daqueles obtidos em estudos empíricos que versaram sobre a temática da política de distribuição de dividendos das empresas cotadas no mercado de capitais português. Veja-se o caso da investigação de Ribeiro e Villar (2012), onde o R^2 ajustado é de 0,6913, ou de Fernandes (2013), que obteve um R^2 ajustado de 0,8651. De referir que o modelo equacionado neste último considera igualmente seis variáveis independentes.

De acordo com o *output* obtido, o valor da *F-Statistic* é de 38,863 para a generalidade das empresas que constituíram o PSI 20 de 1992 até 2009, e o modelo estimado é estatisticamente significativo abaixo do nível de significância de 1%. Desta forma, é possível concluir que se rejeita a hipótese de que todos os coeficientes estudados no modelo de regressão múltipla são simultaneamente iguais a zero. Por outras palavras, aceita-se a hipótese de que pelo menos uma variável independente tem efeito significativo sobre a variável dependente estudada no modelo de regressão linear múltipla.

Os resultados obtidos apresentados na tabela 4.3 mostram que a variável RENDAT, representativa da rendibilidade do ativo das empresas, surge aqui como sendo uma variável que estabelece uma relação bastante positiva com a variável dependente em estudo. Tendo por base os resultados obtidos, este rácio exerce um efeito positivo, e estatisticamente significativo sobre a política de distribuição de dividendos. Esta conclusão é consistente com a hipótese 3 apresentada que defende a relação positiva entre a variável explicativa e o montante anual de resultados distribuídos.

É possível observar que o montante anual por ação distribuído pelas empresas que constituíram o PSI 20 até 2009 é significativamente influenciado pela política de distribuição adotada no ano anterior ao exercício económico do período em estudo. De acordo com os dados verificados, os dividendos distribuídos no ano anterior, representados pela variável DPAN_1, exercem um efeito positivo, e estatisticamente significativo sobre a variável dependente sobre a que versa este estudo. A hipótese 4 relativa à estabilidade dos dividendos das empresas é assim suportada, uma vez que é verificada uma relação positiva entre esta variável independente e o montante de dividendos pagos aos acionistas.

Desta forma, consta-se que pela análise dos valores absolutos dos coeficientes da regressão, as variáveis explicativas da rentabilidade do ativo e da estabilidade dos dividendos são as únicas que apresentam relevância estatística na explicação do comportamento da variável dependente objeto de estudo. Neste sentido, apenas as hipóteses 3 e 4 não são rejeitadas pelo presente estudo.

No entanto, o sinal associado aos coeficientes obtidos na regressão para as restantes variáveis pode ler-se como indicador da influência das mesmas. Assim, o grau de endividamento apresenta um potencial efeito negativo sobre os dividendos distribuídos, contrariamente àquilo que é proposto na hipótese 1 que sustenta uma relação uniforme entre este rácio e os dividendos pagos pelas empresas. Deste modo, os resultados sugerem que a dependência verificada face a terceiros pode ter influência negativa sobre o montante anual de dividendos distribuídos pelas empresas.

Por outro lado, os coeficientes ilustrados na tabela 4.3 evidenciam um efeito ligeiramente negativo do investimento (ou crescimento do ativo das empresas), que apoiaria a hipótese 2 apresentada, caso o resultado fosse estatisticamente significativo.

Também o crescimento dos resultados líquidos mostra um potencial efeito negativo, sem significância estatística. Os resultados obtidos para a variação do resultado líquido rejeitam aquilo que é proposto pela hipótese 6, que previa uma maior distribuição anual de dividendos por ação em consonância com o aumento dos resultados registados, para os dados de 2009.

Por fim, é possível constatar através da análise dos dados que a taxa de crescimento do volume de negócios representa um potencial efeito ligeiramente positivo sobre a variável dependente do modelo. Contrariamente ao que era previsto, o crescimento do volume de negócios parece poder influenciar de forma positiva o montante de dividendos pago pelos gestores das empresas, contrariando assim a hipótese 5.

4.1.4. – Validação dos pressupostos do modelo de regressão linear

Seguidamente são exploradas análises de carácter estatístico do modelo estimado, procurando-se encontrar evidências de existência de um modelo de regressão linear válido para um conjunto de pressupostos que o justificam.

4.1.4.1. – Diagnóstico de multicolinearidade

Como visto anteriormente na tabela 4.2, conclui-se que a análise do modelo de regressão não é passível de ser desprovida de significado, uma vez que a condição de que as variáveis estão fortemente correlacionadas entre si não se verifica neste caso. Apesar de não se verificarem ortogonais⁷, como aliás seria de esperar, dada a influência que a alteração de uma representa na determinação de outra, nenhuma destas correlações apresentam um valor superior a um R ajustado de 0,75. Deste modo é possível considerar que não existem problemas de multicolinearidade na regressão linear proposta.

4.1.4.2. – Diagnóstico da independência dos resíduos

Através da observação da tabela 4.3, consta-te que os dados que dizem respeito à autocorrelação de resíduos (*Durbin Watson*) registam um valor de 2,197. Sendo este valor muito pouco superior a 2, conclui-se que não existem evidências de uma autocorrelação negativa. Por outro lado, este valor indica que também não existem notas de autocorrelação positiva de resíduos na análise da regressão apresentada, uma vez que o valor obtido não é inferior a 2. Desta forma, não se rejeita mais uma vez a hipótese conjunta de que todos os coeficientes inseridos no modelo de regressão são simultaneamente iguais a zero.

4.1.4.3. – Teste ao pressuposto da distribuição normal

Na tabela abaixo pretende-se averiguar se os resíduos não estandardizados seguem ou não uma distribuição normal:

⁷ Entende-se por variáveis independentes ortogonais aquelas que não estão, de todo, correlacionadas.

Tabela 4.4

Teste de Kolmogorov-Smirnov de uma amostra

A tabela abaixo apresenta uma análise aos resíduos não padronizados através do teste Kolmogorov-Smirnov para testar a normalidade da distribuição destes resíduos. Sig. representa o *p-value* assintótico não ajustado.

		Unstandardized Residual
N		24
Parâmetros normais ^{a,b}	Média	,0000000
	Erro Desvio	,04896613
Diferenças Mais Extremas	Absoluto	,227
	Positivo	,227
	Negativo	-,152
Estatística de teste		,227
Significância Sig. (2 extremidades)		,003 ^c
Sig exata (2 extremidades)		,145
Probabilidade de ponto		,000
a. A distribuição do teste é Normal.		
b. Calculado dos dados.		
c. Correção de Significância de Lilliefors.		

Fonte: elaboração própria (*SPSS Statistics*)

Através da observação da tabela 4.4 é possível verificar que através do teste de Kolmogorov-Smirnov, a significância exata é de 0,145. Desta forma, não se rejeita a hipótese de que a variável RES_1 segue distribuição normal para os habituais níveis de significância.

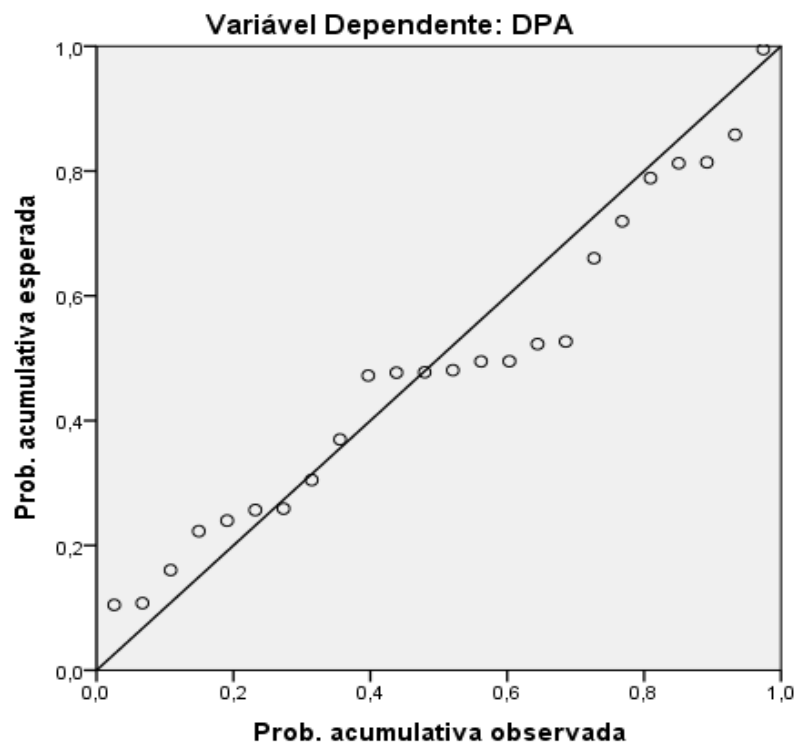
A análise e validação do pressuposto da distribuição normal dos erros também pode ser feita graficamente, através do gráfico de probabilidade normal, como é possível verificar na figura que em baixo se segue:

Gráfico 4.1

Gráfico de distribuição normal dos resíduos

Gráfico de distribuição normal para averiguação do pressuposto de distribuição normal dos resíduos. No eixo das abcissas é representada a probabilidade observada acumulada dos erros; No eixo das ordenadas é representada a probabilidade acumulada que se observaria se os erros possuísem distribuição normal. DPA representa a variável dependente em estudo: Dividendos por ação.

Gráfico P-P Normal de Regressão Resíduos padronizados



Fonte: elaboração própria (*SPSS Statistics*)

Constata-se pela análise do gráfico 4.1 que, de um modo geral, os valores representados distribuem-se de uma forma mais ou menos linear sobre a reta diagonal.

4.2. – Discussão de resultados

Na sequência dos resultados verificados neste estudo, que mostram evidências de um efeito positivo e estatisticamente significativo tanto da estabilidade dos dividendos, como

da rendibilidade do ativo da empresa no valor pago aos acionistas, pode observar-se que tais conclusões afinam pelo mesmo diapasão de outros estudos empíricos realizados anteriormente. No que diz respeito às outras variáveis independentes, encontra-se também correspondência com aquilo que é defendido na literatura revista, como também se obtiveram resultados que seguem uma linha oposta àquela apresentada por outros estudos. Se não vejamos:

4.2.1. – Rendibilidade do ativo

Considerando a rendibilidade como fator explicativo da distribuição de dividendos, Lintner (1956) observou uma forte relação positiva desta variável na determinação do montante de dividendos distribuídos. Outros estudos como os de Jensen *et al* (1992) mostram igualmente uma relação positiva e estatisticamente significativa desta variável sobre os dividendos. Na literatura nacional, o estudo de Ribeiro e Fernandes (2013) mostra igualmente um efeito positivo e estatisticamente significativo desta variável independente sobre os dividendos por ação distribuídos. Por outro lado, Ribeiro e Villar (2012), apesar de não obterem evidência estatisticamente significativa, encontram também uma relação positiva entre a rendibilidade do ativo e os dividendos distribuídos. Deste modo, os resultados deste estudo sugerem que a eficiência da gestão das empresas e a forma com que estas conseguem gerar lucro em relação ao investimento total parecem ter um impacto bastante positivo da política de dividendos.

4.2.2. – Estabilidade da política dos dividendos

A estabilidade dos dividendos, nomeadamente o montante anual por ação distribuído pelas empresas que fizeram parte do PSI 20 até 2009 em relação ao exercício económico de 2008, revela ter também importância estatística sobre o montante dos dividendos anuais. Este resultado está em consonância com estudos similares que procuram conhecer os fatores determinantes da política de dividendos, como aqueles verificados por Fernandes e Ribeiro (2013) ou Ribeiro e Villar (2012).

Outros estudos, como os de Lintner (1956) e Salsa e Matias (2012), também obtiveram resultados que evidenciam esta relação positiva e estatisticamente significativa da estabilidade dos dividendos na distribuição dos resultados anuais. De acordo com estes resultados, o ponto de vista apresentado por Myers (1984) é válido relativamente à

posição defendida de que os gestores evitam alterar de forma radical a sua política de distribuição de dividendos, preferindo manter uma distribuição de dividendos regular.

4.2.3. – Grau de endividamento

A variável respeitante ao grau de endividamento das empresas apresenta uma relação negativa sobre os dividendos, ainda que esta não se apresente como significativa. Salsa (2009) e Salsa e Matias (2012) também inseriram esta variável nos seus estudos para averiguar a influência que este indicador tem sobre o *payout ratio* das empresas. Os resultados obtidos estão de acordo aquilo que foi verificado por Rozeff (1982), Agrawal e Jayraman (1994) ou ainda Salsa (2009), seguindo ainda uma linha oposta dos resultados obtidos por Salsa e Matias (2012), que obtiveram relação positiva entre o endividamento das empresas europeias e a variável dependente em estudo (*payout ratio*).

4.2.4. – Investimento

O investimento, aqui medido pelo crescimento do ativo, apresenta um efeito negativo sobre a variável dependente considerada neste estudo empírico. Segundo a literatura revista, o investimento, sendo representativo de oportunidades de crescimento para as empresas, estabelece uma relação negativa com a distribuição de dividendos. Apesar de não se revelar estatisticamente significativa, os resultados obtidos neste estudo, relativamente ao investimento, vão ao encontro daqueles verificados por Rozeff (1982), onde o autor através do seu modelo obteve igualmente a existência de uma relação negativa do crescimento do ativo e o *payout ratio* das empresas. Os resultados respeitam as premissas apresentadas por Jensen *et al* (1986) e Alli *et al* (1993), que obtiveram evidência estatística significativa negativa entre a política de distribuição dos dividendos e as oportunidades de investimento das empresas. Deste modo, as oportunidades de investimento das empresas incluídas nesta amostra representam um obstáculo ao pagamento de dividendos das empresas do PSI 20. Assim, as premissas apresentadas pela teoria *pecking-order* por Myers (1984) são suportadas pela evidência dos resultados apresentados neste estudo relativamente ao indicador do investimento.

4.2.5. – Crescimento do volume de negócios

A taxa de crescimento do volume de negócios apresenta um coeficiente ligeiramente positivo, contrariando, como já referido, a hipótese 5 apresentada. Os resultados contrariam aqueles verificados nos estudos desenvolvidos por Rozeff (1982), Lloyd *et al* ou Collins *et al* (1996), onde os autores apontam para uma relação não só negativa, como também estatisticamente significativa deste rácio sobre o *payout ratio*. Por outro lado, os resultados obtidos por Kania e Bacon (2005), Salsa e Matias (2012), e Ribeiro e Villar (2012), este último já no contexto dos mercados nacionais onde versou sobre um conjunto amostral que incluía empresas que pertenciam ao PSI 20, mostram evidências da existência de uma relação que é positiva, bem como estatisticamente significativa desta variável independente explicativa com a política de distribuição de dividendos pelos investidores de capital próprio das instituições. Desta forma, e de acordo com o que é verificado na tabela 4, o aumento do volume de negócios parece favorecer ligeiramente o montante de dividendos distribuído das empresas sobre as quais versa este estudo empírico.

4.2.6. – Crescimento do resultado líquido

Por fim, no que diz respeito à variação do resultado líquido obtido pelas empresas, pode-se ter diferentes abordagens na interpretação da influência potencial deste rácio sobre os dividendos. Se por um lado, de acordo com a teoria da agência, a distribuição de dividendos é representativa da diminuição de custos de agência, diminuindo os recursos disponíveis na posse dos gestores, o que serviu de base para a formulação da hipótese 6, por outro lado o aumento do resultado líquido pode igualmente significar uma redução nos dividendos distribuídos pelas empresas nos casos onde estas atravessam uma fase onde o investimento comparativamente aos exercícios económicos anteriores é maior. Neste sentido, poder-se-ia considerar sensata a hipótese de que o crescimento dos resultados líquidos estabelecem uma relação negativa com o montante de dividendos distribuídos.

Verifica-se que neste estudo o crescimento do resultado líquido de 2008 para 2009 apresenta um coeficiente negativo, ainda que estatisticamente não significativo na determinação do montante anual de dividendos distribuídos. Analisando o coeficiente obtido para esta variável, observa-se que o mesmo não está em conformidade com o

estudo de Lintner (1956) onde este considera que o resultado líquido é um fator crucial na determinação dos dividendos pagos aos acionistas. Outros estudos, como o de Fama e French (2001), mostram também evidências de uma relação positiva, e estatisticamente significativa, desta variável sobre os dividendos.

CAPÍTULO 5

CONCLUSÕES

5.1. – Síntese conclusiva

Neste estudo empírico procurou-se averiguar qual o impacto do investimento e do financiamento na política de distribuição das empresas que até 31 de Dezembro de 2009 fizeram parte do PSI 20. Paralelamente, e com base na literatura revista, decidiu-se também estudar outros indicadores económico-financeiros e se estes contribuíram para a determinação desta política das empresas no ano de 2009. Na tentativa de conhecer a influência destes fatores potencialmente explicativos nos dividendos por ação distribuídos, analisaram-se os dados da amostra e utilizou-se o modelo de regressão linear múltipla.

Os resultados deste estudo empírico mostram uma relação entre os dividendos e a rendibilidade do ativo, significativa do ponto de vista estatístico, que se assume como sendo positiva. Assim, a rendibilidade produz um efeito positivo sobre a remuneração anual distribuída pelos acionistas das empresas que constituem a amostra.

Os dividendos distribuídos no exercício económico de 2008 (ano transato) assumem-se como sendo um fator com influência positiva sobre o montante de dividendos por ação distribuído em 2009. Deste modo, e segundo os resultados obtidos, a estabilidade dos dividendos revela ter bastante importância na variável dependente em estudo. Esta apresenta-se também como sendo estatisticamente significativa.

Atendendo à influência que estes dois fatores mostram ter, pode concluir-se que é bastante importante a forma como os ativos das empresas são capazes de contribuir para o incremento do resultado líquido do período das mesmas. Por conseguinte, a eficiência na forma com que as empresas aplicam o seu capital com vista a aumentar a sua capacidade de produção e gerar riqueza influencia de forma direta a política de distribuição de dividendos. A distribuição dos dividendos no exercício económico anterior apresenta-se igualmente como sendo um indicador com influência na decisão dos gestores das empresas em distribuir dividendos, pelo que a regularidade com que os gestores procedem à remuneração dos seus acionistas revela ter impacto nas decisões de distribuição de resultados.

Na verdade, se atendermos ao facto de que muitos gestores de empresas optam por estabelecer uma política de distribuição regular e estável, como diversos autores estudaram e mostraram, desde o citado trabalho de Lintner (1956), é sensato esperar que os dividendos distribuídos no exercício económico anterior influenciem positivamente aqueles distribuídos no exercício presente.

As variáveis relativas ao investimento (crescimento do ativo) e ao grau de financiamento externo apresentam neste estudo empírico uma relação negativa com os dividendos por ação distribuídos aos acionistas no exercício económico de 2009. Ainda assim, importa salientar que, estatisticamente, esta relação não se apresenta como significativa. O resultado obtido para a variável investimento condiz com a proposta apresentada, e mostra que de facto a tendência das empresas com oportunidades de crescimento é de reduzir o montante de dividendos pago. Tal decisão encontra justificação na medida em que os gestores, dado o montante apurado de resultado líquido, optam por utilizar esses fundos para as aplicações de capital das empresas perspetivando o crescimento futuro das mesmas, revelando ter uma maior preferência pela retenção dos resultados alcançados, e consequente reinvestimento.

Por outro lado, a variável grau de endividamento também mostra evidência estatística negativa, ainda que não significativa, com os dividendos por ação pagos em 2009. Deste modo, e tendo em consideração que o endividamento pressupõe um maior risco de negócio para as empresas, quanto maior for o peso que o passivo total das empresas representa no total do investimento, menor será a quantia de dividendos distribuídos aos acionistas.

Relativamente ao crescimento do volume de negócios e ao crescimento do resultado líquido do período, observa-se que ambas também apresentam uma relação estatisticamente não significativa com os dividendos. O crescimento das vendas revela ter um efeito ligeiramente positivo sobre a variável dependente, o que pressupõe que a taxa de crescimento do volume de negócios e a capacidade das empresas do PSI 20 financiarem o seu crescimento pode ter uma influência positiva na determinação do montante de dividendos a distribuir. No que diz respeito à variação do resultado líquido, é notória a existência de um efeito ligeiramente negativo sobre os dividendos. Neste sentido, e não se tendo obtido significância estatística, não se pode concluir que o

desempenho económico-financeiro anual das empresas tenha expressão na determinação da remuneração aos acionistas.

Assim, e atendendo aos resultados verificados neste estudo empírico, a estabilidade da distribuição dos dividendos e a rendibilidade do ativo das empresas são fatores que, não só têm grande peso sobre a política de dividendos, como também a potenciam.

5.2. – Limitações do estudo

No decorrer do presente estudo foram encontradas algumas limitações que dificultaram a análise minuciosa dos fatores que explicam a política de distribuição dos dividendos. A dimensão da amostra do conjunto de empresas que pertencem ao PSI 20 foi um dos aspetos que representou maior preocupação, uma vez que o principal índice bolsista português é apenas constituído até um máximo de 20 instituições. Para além disso, tiveram de ser excluídas algumas empresas que, por falta de dados pertinentes ao cálculo dos rácios necessários ao estudo dos fatores explicativos da distribuição dos dividendos, não puderam ser incluídas na amostra e ser objeto de análise. Na tentativa de contornar esse obstáculo, decidiu-se introduzir neste estudo as restantes empresas que já figuraram no principal índice bolsista de Portugal, por forma a dar a possibilidade de se estudar um leque maior de empresas do que aquele que se obteria, caso apenas se considerassem aquelas empresas que constituíram o PSI 20 em 2009. Poder-se-á considerar outra limitação o facto de o número de variáveis explicativas ser limitado. No entanto, pese embora o número de variáveis escolhidas ser apenas de 6, esta decisão teve por base outros estudos empíricos que versaram sobre a temática dos dividendos, e procuraram seleccionar um determinado número de variáveis explicativas do montante de dividendos distribuídos, obtendo-se por escolher aquelas que, de um modo geral, são passíveis de influenciar o pagamento de dividendos.

A questão dos fatores externos e das características específicas das empresas pode ser considerada como uma limitação. Isto porque a política de distribuição dos dividendos pode variar, e seguir um certo tipo de padrão comportamental que pode ser suscetível de variações, consoante o mercado em que estas empresas emitentes estão a operar.

5.3. – Sugestão para investigação futura

Relativamente a investigações futuras, a sugestão aqui apresentada é a de que no futuro se possa considerar com maior detalhe a conjuntura económica marcada pela recessão e crise financeira da dívida pública europeia que muitos países, incluindo Portugal, atravessam. Desta forma, poderá ser considerada noutros estudos, e tendo em consideração as políticas adotadas pelo Banco Central Europeu e os resgates financeiros implementados, a tentativa de perceber qual a influência que a crise financeira tem na política de distribuição de dividendos nos países que obtiveram resgate financeiro junto do BCE, como Portugal, Espanha, Chipre, Irlanda e Grécia. Deste modo, será bastante interessante comparar-se a política de dividendos adotada pelas empresas num período antes, e pós-recessão económica.

Outra sugestão que acredito ser interessante estudar, será averiguar a política de dividendos usada pelas empresas que constituem os principais índices bolsistas dos principais países com maior desenvoltura económica, segmentando o tipo de empresas e o setor de atividade onde estas se inserem, de modo que seja possível não só a considerar uma dimensão amostral considerável, como também poder ter um parecer relativamente às tendências na distribuição de dividendos verificadas de setor para setor.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Agrawal, A. e N. Jayaraman (1994) The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of Free Cash Flow Theory, *Managerial Decision Economics*, vol. 5, nº 2, 139-148.

Alli, K., A. Khan e G. Ramirez (1993) Determinants of Corporate Dividend Policy: a Factorial Analysis. *The Financial Review*, vol. 28, nº 4, 523-547.

Ang, K., D. Blackwell e Meginson, W. (1991) The Effect of Taxes on the Relative Valuation of Dividends and Capital Gains: Evidence from Dual-Class British Investment Trusts, *The Journal of Finance*, vol. 46, nº 1, 383-389.

Anil, K. e S. Kapoor (2008) Determinants of Dividend Payout Ratios: A Study of Indian Information Technology Sector, *International Research Journal of Finance and Economics*, vol. 15, 63-71.

Arrazola, M., J. Hevia e G. Mato (1992) Determinantes de la distribución de dividendos, *Investigaciones Económicas*, vol. 16, nº 2, 235-258.

Bacon, F. W. e S. L. Kania. (2005) What Factors Motivate the Corporate Dividend Decision?, *ASBBS E-Journal*, vol. 1, nº 1, 97-107.

Bali, R. (2003) An Empirical Analysis of Stock Returns Around Dividend Changes, *Applied Economics*, vol. 35, nº 1, 51-61.

Bancel, F. e R.U. Mitto. (2002) The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Social Science Research Network (SSRN)*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=299172>. [consultado em 24.11.2014).

Benzinho, J. (1999) A Política de Dividendos das Empresas: Um Debate Inacabado, *Revista de Contabilidade e Comércio*, vol. 56, nº 221, 145-188.

Benzinho, J. (2004) A survey of management views on corporate dividend policy in Portugal, *Revista de Contabilidade e Comércio*, vol. 59, nº 236, 577-597.

Benzinho, J. (2004) The Dividend Policy of the Portuguese Corporations Evidence from Euronext Lisbon. *Social Science Research Network*. Disponível em:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=609461>. [consultado em 19.11.2014].

Bhattacharya, S. (1979) Imperfect Information, Dividend Policy and “the bird in the hand” Fallacy, *Bell Journal of Economics*, vol. 10, nº 1, 259-270.

Black, F. (1976) The Dividend Puzzle, *The journal of Portfolio Management*, vol. 2, 5-8.

Collins, M.C., A.K. Saxena e J.W. Wansley (1996) The role of insiders and dividend policy: a comparison of regulated and unregulated firms, *Journal of Finance Strategic*, vol. 9, 1-9.

Crutchley, C. E. e R. S. Hansen (1986) A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage and corporate dividends, *Financial Management*, vol. 18, nº 4, 36-46.

DeAngelo, H., L. DeAngelo e D.J. Skinner (2004) Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, *Journal of Financial Economics*, vol. 72, nº3, 425-456.

DeAngelo, H. e P.W. Masulis (1980) Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal taxation, *Journal of Finance Economics*, vol. 9, 3-29.

Denis, D.J. e I. Osobov (2006) Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy, vol. 89, nº 1, 62-82.

Easterbrook, F. (1984) Two Agency-Cost Explanations of Dividends, *The American Economic Review*, vol. 74, nº 4, 650-659.

Elton, E. e M. Gruber (1970) Marginal Stockholder Tax Rates and The Clientelle Effect, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 52, nº 1, 68-74.

Fama, E. e K. French (2001) Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics*, vol. 60, nº 1, 3-43.

Fama, E. e K. French. (2000) Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividend and Debt. *Social Science Research Network (SSRN)*. Disponível em:

<http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=199431>. [consultado em 07.09.2014].

Fama, E. e K. French. (2008) The Profitability and Equity Financing of Style Groups: 1906-2006. *Social Science Research Network (SSRN)*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=199431>. [consultado em 25.09.2014].

Farrinha, J. (2003) Dividend Policy, Corporate Governance, and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis, *Journal of Finance & Accounting*, vol. 30, n.º 9-10, 1173-1209.

Fernandes, J. (2013) Factores Determinantes da Política de Dividendos de Dividendos: Evidência Empírica das Empresas Não Financeiras Cotadas na Euronext Lisbon, Tese de Mestrado, Instituto Politécnico do Cávado e do Ave (não publicada).

Fernandes, J. e A. Ribeiro (2013) Fatores Determinantes da Política de Distribuição de Dividendos: Evidência Empírica para as Empresas Financeiras da Euronext Lisbon. *Estudos do ISCA*, série IV, n.º 7, 1-15.

Gordon, M. (1962) The Savings Investment and Valuation of a Corporation, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 44, n.º 1, 37-51.

Gordon, M. e E. Shapiro (1956) Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit, *Management Science*, vol. 3, n.º 1, 102-110.

Grullon, G., R. Michaely e B. Swaminathan (2002) Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?, *The Journal of Business*, vol. 75, n.º 3, 387-424.

Jensen, G., D.Solberg, e T. Zorn (1992) Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, n.º 2, 247-263.

Jensen. M. C. (1986) Agency Cost of Free Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, n.º 2, 323-329.

Jensen, M. C. e W. H. Meckling (1976) Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, 305-360.

Jewkes, J. (1931) Stock Dividends in Large and Small Companies, *The Quartely Journal of Economics*, vol. 45, n° 2, 352-357.

John, K. e J. Williams (1985) Dividends, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium, *Journal of Finance*, vol. 40, n° 4, 1053-1070.

John, K. e L. Lang (1991) Insider Trading around Dividend Annoucements: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, vol. 46, n° 4, 1361-1389.

Khan, T. (2006) Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data, *The Economic Journal*, vol. 116, n° 510, 172-189.

Kraus,A. e R.H. Litzenberger (1973) A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage, *The Journal of Finance*, vol. 28, n° 4, 911-922.

Lintner, J. (1956) Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained and Taxes, *The American Economic Review*, vol. 46, n° 2, 97-113.

Lintner, J. (1962) Dividends, Earning, Leverage, Stock Price, and the Supply of Capital to Corporations, *Review of Economics and Statistics*, vol. 44, 243 – 269.

Litzenberger, R. e K. Ramaswamy (1979) The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, *Journal of Financal Economics*, vol. 7, n° 2, 163-195.

Lloyd, W. P., J. S. Jahera e D. E. Page (1985) Agency Costs and Dividend Payout Ratios, *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 24, n° 3, 19-29.

Luo, G. Y., I. Brick e M. Frierman (2002) Strategic Decision Making of the Firm Under Asymmetric Information, *The Journal of Finance*, vol 32, n° 2, 371-387.

Marôco, J. (2011) Análise Estatística com o SPSS Statistics, 5ª edição, Pero Pinheiro, ReportNumber.

- Masulis, R.W. e B. Trueman (1988) Corporate Investment and Dividend Decisions under Differential Personal Taxation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 23, nº 4, 369-385.
- Miller, M. H. e K. Rock (1985) Dividend Policy under Asymmetric Information, *The Journal of Finance*, vol. 40, nº 4, 1031-1051.
- Miller, M. H. e F. Modigliani (1961) Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, vol. 34, nº 4, 411-433.
- Modigliani, F. e M. H. Miller (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, vol. 53, nº 3, 433-443.
- Murphy, K. J. (1985) Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, nº 1, 11-42.
- Myers, S. (1984) The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, vol. 39, nº 3, 575-592.
- Poterba, J. M. e L. H. Summers (1984) New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends, *The Journal of Finance*, vol. 39, nº 5, 1397-1415.
- Patra, T., S. Poshakwale e K. Ow-Yong (2012) Determinants of Corporate Dividend Policy in Greece, *Applied Financial Economics*, vol. 22, nº 13, 1079-1087.
- Ribeiro, A. (2010) Determinantes da Política de Dividendos: Evidência Empírica para as Empresas não Financeiras Cotadas na Euronext Lisbon, *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, vol. 9, nº 1/2, 15-25.
- Ribeiro, A., & Villar, M. (2012) Evidência Empírica dos Factores Explicativos dos Dividendos Distribuídos pelas Empresas do PSI 20. Texto apresentado na XV Encontro AECA - Novos Caminhos para a Europa: O papel das Empresas e dos Governos, 20 e 21 Setembro, Ofir, Esposende.
- Rozeff, M. (1982) Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, vol. 5, nº 3, 249-259.

Salsa, M. L. (2009) *A Política de Dividendos e o Ciclo de Vida das Empresas*, Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia da Universidade do Algarve (não publicada).

Salsa, M. L. e M. Matias (2012) Principais Determinantes Financeiros da Política de Dividendos em Empresas Europeias. Texto apresentado nas XXII Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica, Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro, 1 a 3 de fevereiro.

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

Soro, M. e J. Farinha (2012) *Dividendos e Recompra de Ações – Da Teoria à Prática*, n.º 1, Porto, Vida Económica.

Talmor, E. e S. Titman (1990) Taxes and Dividend Policy, *Financial Management*, vol. 19, n.º 2, 32-35.

APÊNDICES

Apêndice 1 – Empresas excluídas do estudo

Entidade	Razões que levaram à exclusão
Brisa – Auto Estradas de Portugal	Dados inexistentes
CTT – Correios de Portugal, S.A.	Dados inexistentes
EDP Renováveis, S.A.	Dados inexistentes
Espírito Santo <i>Financial Group</i>	Dados inexistentes
Teixeira Duarte, S.A.	Dados incompletos

Apêndice 2 – Empresas incluídas no estudo

1. Altri, SGPS, S.A.	13. Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, S.A.
2. Banco Comercial Português, S.A.	14. Jerónimo Martins, SGPS, S.A.
3. Banco Espírito Santo, S.A.	15. Mota-Engil, SGPS, S.A.
4. Banco Português de Investimento, S.A.	16. Novabase, SGPS, S.A.
5. Banif, SGPS, S.A.	17. Portucel, S.A.
6. Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.	18. Portugal Telecom, SGPS, S.A.
7. Cofina SGPS, S.A.	19. REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA
8. EDP - Energias de Portugal, S.A.	20. Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, S.A.
9. Galp Energia, SGPS, S.A.	21. Sonae, SGPS, S.A.
10. Grupo Media Capital, SGPS, S.A.	22. Sonaecom, SGPS, S.A.
11. Grupo Soares da Costa, SGPS, S.A.	23. Sonae Indústria, SGPS, S.A.
12. Impresa - Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A.	24. ZON Multimédia - Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A.

Apêndice 3 – Empresas incluídas no estudo que não distribuíram dividendos em 2009.

1. Altri, SGPS, S.A.
2. Impresa - Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A.
3. . Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, S.A.
4. Sonae Indústria, SGPS, S.A