

**UNIVERSIDADE DO ALGARVE**

**FACULDADE DE ECONOMIA**

***A POLÍTICA DE DIVIDENDOS E O CICLO DE VIDA DAS  
EMPRESAS***

(Tese para a obtenção do grau de doutor no ramo de Gestão,  
especialidade de Finanças e Contabilidade)

**Maria Leonor Cruz dos Reis Salsa**

Orientador: Doutor Duarte Forjaz Trigueiros

Constituição do Júri:

Presidente: Doutora Maria Fernanda Inácio Matias

Vogais:

Doutora Clara Patrícia Costa Raposo

Doutor Mário António Gomes Augusto

Doutora Cristina Viegas de Oliveira

Doutora Elisabete Simões Vieira

**FARO  
2009**

**UNIVERSIDADE DO ALGARVE**

**FACULDADE DE ECONOMIA**

***A POLÍTICA DE DIVIDENDOS E O CICLO DE VIDA DAS  
EMPRESAS***

(Tese para a obtenção do grau de doutor no ramo de Gestão,  
especialidade de Finanças e Contabilidade)

**Maria Leonor Cruz dos Reis Salsa**

Orientador: Doutor Duarte Forjaz Trigueiros

Constituição do Júri:

Presidente: Doutora Maria Fernanda Inácio Matias

Vogais:

Doutora Clara Patrícia Costa Raposo

Doutor Mário António Gomes Augusto

Doutora Cristina Viegas de Oliveira

Doutora Elisabete Simões Vieira

**FARO  
2009**

**Ao meu pai**

# ÍNDICE GERAL

	<b>Pág.</b>
Índice de Quadros	viii
Índice de Gráficos	xi
Agradecimentos	xii
Resumo	xiii
<i>Abstract</i>	xiv
CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO	1
1.1 Justificação e delimitação do tema	1
1.2 Estrutura da tese	5
PARTE I – ENQUADRAMENTO TEÓRICO	12
CAPÍTULO 2 – O INÍCIO DO DEBATE SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS	13
2.1 A perspectiva tradicional sobre a política de dividendos	15
2.2 A teoria residual dos dividendos	16
2.3 O modelo de Gordon e Shapiro	21
2.4 Modigliani e Miller e a irrelevância dos dividendos	24
2.5 O estudo de Lintner	30
2.6 Outros estudos	34
CAPÍTULO 3 – A POLÍTICA DE DIVIDENDOS E A TEORIA DA AGÊNCIA	40
3.1 Os dividendos e os conflitos de interesses entre accionistas e gestores	42
3.1.1 Os mercados financeiros e o risco financeiro das empresas	44
3.1.2 Os recursos financeiros disponíveis	52
3.1.3 As compensações dos gestores	58
3.1.4 Outros estudos	60
3.2 Os dividendos e os conflitos de interesses entre accionistas e credores	65

CAPÍTULO 4 – A POLÍTICA DE DIVIDENDOS E A TEORIA DOS SINAIS	70
4.1. Estudos teóricos sobre a sinalização e o conteúdo informativo dos dividendos	72
4.2 Política de dividendos e cotação das acções	80
4.3 Política de dividendos e resultados futuros	84
4.4 Outros estudos empíricos	90
CAPÍTULO 5 – OUTRAS TEORIAS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS	96
5.1 A política de dividendos e a fiscalidade	98
5.1.1 Debate teórico	99
5.1.2 Testes empíricos	104
5.2 A política de dividendos e os custos de transacção	116
CAPÍTULO 6 – O CICLO DE VIDA DAS EMPRESAS	120
6.1 Conceito do ciclo de vida	122
6.2 Fases do ciclo de vida	127
6.3 Características financeiras do ciclo de vida	137
6.4 Os dividendos e a teoria do ciclo de vida	144
CAPÍTULO 7 – ESTUDOS SOBRE EMPRESAS EUROPEIAS	155
PARTE II – HIPÓTESES E ESTUDO EMPÍRICO	167
CAPÍTULO 8 – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	168
8.1 Pressupostos de investigação	170
8.2 Hipóteses de investigação	173
8.2.1 Hipóteses relacionadas com o ciclo de vida	174
8.2.2 Hipóteses da teoria financeira	177
8.3 A amostra e seus atributos	185
8.4 Definição operacional das variáveis	188
8.4.1 Variáveis contabilístico financeiras	189
8.4.2 Variáveis para medir efeitos discretos	195

8.4.3 Variáveis para medir efeitos cruzados	197
8.4.4 Transformação das variáveis	199
8.5 Tratamento de dados da amostra	201
CAPÍTULO 9 – DESCRIÇÃO DA AMOSTRA	205
9.1 Amostra de empresas Inglesas	209
9.1.1 Tendência central e dispersão	210
9.1.2 Assimetria, achatamento e associação	215
9.2 Amostra de empresas Alemãs	220
9.2.1 Tendência central e dispersão	221
9.2.2 Assimetria, achatamento e associação	225
9.3 Amostra de empresas Dinamarquesas e Finlandesas	229
9.3.1 Tendência central e dispersão	230
9.3.2 Assimetria, achatamento e associação	234
9.4 Amostra de empresas Italianas	237
9.4.1 Tendência central e dispersão	238
9.4.2 Assimetria, achatamento e associação	241
9.5 Amostra de empresas Suecas	244
9.5.1 Tendência central e dispersão	245
9.5.2 Assimetria, achatamento e associação	249
9.6 Comparação entre os dados das diferentes amostras	252
CAPÍTULO 10 – TESTE DE HIPÓTESES	254
10.1 Os melhores resultados por país	256
10.2 Regressão em duas fases	263
10.3 Termo de comparação: regressão sem divisão em três situações	272
10.4 Análise da qualidade dos modelos	273
10.5 Discussão dos resultados	274
CAPÍTULO 11 – SÍNTESE CONCLUSIVA E REFLEXÕES FINAIS	281
11.1 Discussão dos pressupostos	283
11.2 Principais conclusões do trabalho	285
11.3 Limitações e sugestões de investigação	290

## APÊNDICES (Volume 2):

ÍNDICE DE APÊNDICES	1
Apêndice I – Estatísticas descritivas das empresas inglesas	2
Apêndice II – Estatísticas descritivas das empresas alemãs	7
Apêndice III – Estatísticas descritivas das empresas dinamarquesas e finlandesas	12
Apêndice IV – Estatísticas descritivas das empresas italianas	17
Apêndice V – Estatísticas descritivas das empresas suecas	22
Apêndice VI – Regressões relativas às empresas inglesas	27
Apêndice VII – Regressões relativas às empresas alemãs	31
Apêndice VIII – Regressões relativas às empresas dinamarquesas e finlandesas	36
Apêndice IX – Regressões relativas às empresas italianas	38
Apêndice X – Regressões relativas às empresas suecas	41
Apêndice XI – Regressões relativas às empresas da União Europeia com <i>divident payout</i> entre 0 e 1	44
Apêndice XII - Regressão em duas fases – 1ª fase	49
Apêndice XIII – Regressão em duas fases – 2ª fase	51
Apêndice XIV – Regressão em duas fases	55
Apêndice XV – Capacidade predictiva dos valores previstos para o <i>payout</i> 1996 relativamente ao <i>payout</i> 1997	61
Apêndice XVI – Regressão em duas fases aplicada a todas as empresas de todas as situações	62
Apêndice XVII – Regressão com todas as empresas de todas as situações e variável <i>dummy</i> para <i>payout</i> igual a zero	64

## ÍNDICE DE QUADROS

	Pág.
<u>Capítulo 2:</u>	
Quadro nº 2.1 – Modelo das múltiplas fases de crescimento	37
<u>Capítulo 6:</u>	
Quadro nº 6.1 – Resumo das principais características de alguns modelos sobre o ciclo de vida organizacional	125
Quadro nº 6.2 – Modelo sumário das fases do ciclo de vida	128
Quadro nº 6.3 – Características das fases do ciclo de vida: padrões comuns	133
Quadro nº 6.4 – Resumo das características financeiras nas diversas fases do ciclo de vida da empresa	142
Quadro nº 6.5 – Dividendos, liquidez e risco ao longo do ciclo de vida	153
Quadro nº 6.6 – Taxa de crescimento das vendas por fase do ciclo de vida	154
Quadro nº 6.7 – Resultados obtidos por Gup e Agrawal (1996)	154
<u>Capítulo 8:</u>	
Quadro nº 8.1 – Variáveis para efeitos cruzados	198
Quadro nº 8.2 – Transformações das variáveis contabilístico – financeiras	200
Quadro nº 8.3 – Caracterização das fases do ciclo de vida	204
<u>Capítulo 9:</u>	
Quadro nº 9.1 – Empresas da amostra por situação e fase do ciclo de vida	207
Quadro nº 9.2 - Empresas inglesas por situação e por fase do ciclo de vida	209
Quadro nº 9.3 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas com o $payout \leq 0$	211
Quadro nº 9.4 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o $payout$ é entre 0 e 1	212

Quadro nº 9.5 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o <i>payout</i> é $\geq 1$	213
Quadro nº 9.6 – <i>Payout</i> por fase do ciclo de vida	214
Quadro nº 9.7 – Medidas de associação entre o <i>Payout</i> e as fases do ciclo de vida	217
Quadro nº 9.8 – Empresas alemãs por situação e por fase do ciclo de vida	220
Quadro nº 9.9 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas com o <i>payout</i> $\leq 0$	222
Quadro nº 9.10 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o <i>payout</i> é entre 0 e 1	223
Quadro nº 9.11 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o <i>payout</i> é $\geq 1$	224
Quadro nº 9.12 - <i>Payout</i> por fase do ciclo de vida	225
Quadro nº 9.13 – Medidas de associação entre o <i>Payout</i> e as fases do ciclo de vida	227
Quadro nº 9.14 – Empresas dinamarquesas e finlandesas por situação e por fase do ciclo de vida	229
Quadro nº 9.15 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas com o <i>payout</i> $\leq 0$	230
Quadro nº 9.16 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o <i>payout</i> é entre 0 e 1	231
Quadro nº 9.17 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o <i>payout</i> é $\geq 1$	232
Quadro nº 9.18 – <i>Payout</i> por fase do ciclo de vida	233
Quadro nº 9.19 – Medidas de associação entre o <i>Payout</i> e as fases do ciclo de vida	235
Quadro nº 9.20 – Empresas italianas por situação e por fase do ciclo de vida	237
Quadro nº 9.21 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas	

com o <i>payout</i> $\leq 0$	238
Quadro nº 9.22 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o <i>payout</i> é entre 0 e 1	239
Quadro nº 9.23 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o <i>payout</i> é $\geq 1$	240
Quadro nº 9.24 – <i>Payout</i> por fase do ciclo de vida	241
Quadro nº 9.25 – Medidas de associação entre o <i>Payout</i> e as fases do ciclo de vida	242
Quadro nº 9.26 – Empresas suecas por situação e por fase do ciclo de vida	244
Quadro nº 9.27 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas com o <i>payout</i> $\leq 0$	245
Quadro nº 9.28 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o <i>payout</i> é entre 0 e 1	246
Quadro nº 9.29 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o <i>payout</i> é $\geq 1$	247
Quadro nº 9.30 – <i>Payout</i> por fase do ciclo de vida	248
Quadro nº 9.31 – Medidas de associação entre o <i>Payout</i> e as fases do ciclo de vida	250
 <u>Capítulo 10:</u>	
Quadro nº 10.1 – Os melhores modelos/variáveis explicativas do <i>payout</i>	258
Quadro nº 10.2 – Primeira fase da regressão com todos os países	265
Quadro nº 10.3 – Segunda fase da regressão com os países e fases do ciclo de vida	268
Quadro nº 10.4 – Resultados da regressão incluindo as duas fases: variáveis com significância	269
Quadro 10.5 – Variáveis da regressão em duas fases que perderam significância	270

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

	Pág.
<u>Capítulo 9</u>	
Gráfico 9.1 – Fases do ciclo de vida na amostra	207
Gráfico 9.2 – Situações na amostra	208
Gráfico 9.3 – Países na amostra	208
Gráfico 9.4 – Histograma da variável dependente antes da transformação para a situação 2	218
Gráfico 9.5 – Histograma da variável dependente transformada (situação 2)	219
Gráfico 9.6 – Histograma da variável Dimensão (situação 2)	219
Gráfico 9.7 – Histograma do <i>Payout</i> para as observações das empresas da situação 2 antes da transformação	228
Gráfico 9.8 – Histograma relativo à variável dependente transformada (situação 2)	228
Gráfico 9.9 – Histograma da variável dependente (situação 2)	235
Gráfico 9.10 – Histograma da variável Endividamento transformada (situação 2)	236
Gráfico 9.11 – Histograma da variável Resultados Futuros (situação 2)	236
Gráfico 9.12 – Histograma do <i>Payout</i> (situação 2)	243
Gráfico 9.13 – Histograma para variável Taxa de Crescimento dos Resultados (situação 2)	243
Gráfico 9.14 – Histograma da variável dependente (situação 2)	250
Gráfico 9.15 – Histograma da variável dependente transformada (situação 2)	251
Gráfico 9.16 – Histograma da variável Rendibilidade (situação 2)	251
Gráfico 9.17 – <i>Payout</i> médio e mediano para os diversos países	252
Gráfico 9.18 – <i>Payout</i> por fase do ciclo de vida para as empresas da situação 2	253

## **Agradecimentos**

Este é um trabalho académico e individual mas é também fruto de ajudas, incentivos e colaborações de outras pessoas, muito importantes para mim na realização desta tese. A estas quero aqui expressar o meu profundo agradecimento.

- Em primeiro lugar ao Professor Doutor Duarte Trigueiros pela sua orientação, ajuda, paciência, disponibilidade e incentivo;
- Ao Dr. Pedro Machado, à sua memória, por toda a simpatia, disponibilidade e ajuda no acesso aos dados contabilísticos e financeiros das empresas da base de dados utilizada;
- À Escola Superior de Gestão, Hotelaria e Turismo (ESGHT) pelo apoio que me foi prestado com a dispensa de serviço docente, em especial ao Conselho Directivo e aos meus colegas do núcleo de Gestão Financeira que tornaram possível esta ausência;
- A muitas outras pessoas que em determinados momentos me deram uma ajuda fundamental, como o Professor Doutor Efigénio Rebelo, a Professora Doutora Patrícia do Vale, a minha colega Dra. Sandra Rebelo e o meu amigo Mário L. Soares;
- Aos Zé, Nuno, Eduardo e meus pais que sempre me incentivaram, me motivaram e me ajudaram, sem eles nada teria sido possível.

**MARIA LEONOR CRUZ DOS REIS SALSA**

FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DO ALGARVE

Orientador: Professor Doutor Duarte Trigueiros

Faro, 15 de Julho de 2008

***A POLÍTICA DE DIVIDENDOS E O CICLO DE VIDA DAS EMPRESAS***

**Resumo:**

Os dividendos são considerados uma das mais importantes decisões financeiras empresariais, associados muitas vezes às políticas de investimento e de financiamento. Teorias como as da agência, da informação assimétrica e dos sinais ou dos efeitos fiscais, em especial, têm contribuído com argumentos teóricos e determinantes financeiros para explicar o nível dos resultados distribuídos pelas empresas.

A tese testa o efeito do ciclo de vida empresarial, e das fases por onde a empresa passa ao longo da vida, na sua política de dividendos. Ao mesmo tempo testam-se determinantes financeiros apontados pelas teorias acima mencionadas como significativos: a rendibilidade, a dimensão, o risco, o número de investidores, o crescimento dos resultados do exercício, o crescimento dos resultados no ano seguinte, o investimento, o endividamento, o crescimento das vendas ou os dividendos do ano anterior.

O estudo empírico baseia-se numa amostra de empresas europeias de 6 países (Alemanha, Dinamarca, Finlândia, Itália, Reino Unido e Suécia). Os resultados não comprovam as hipóteses quanto à teoria do ciclo de vida, mostrando que as empresas em fase de maturidade não são necessariamente as que apresentam maiores dividendos. Os resultados, porém, validam outras das hipóteses do estudo e reforçam alguns determinantes financeiros do nível de dividendos empresariais. Os resultados também mostram diferenças e semelhanças entre o nível dos dividendos e seus determinantes para os diferentes países.

Palavras-chave: finanças empresariais, dividendos, ciclo de vida, agência, sinalização, empresas europeias.

## ***THE DIVIDEND POLICY AND THE LIFE CYCLE OF THE FIRM***

### **Abstract:**

Dividends are considered one of the most important business financial decisions, many times in association with investments and financing policies. Some theories like agency costs, asymmetric information and signalization or tax effects, for example, have contributed with theoretical arguments or financial determinants to explain the level of dividends distributed by firms.

This thesis tests the impact of the life cycle of the firm, and phases that it goes through, on its dividend policy. It also tests some financial determinants that the above mentioned theories demonstrate to be significant: return on investment, dimension, risk, number of shareholders, annual growth rate of net income, investment opportunities, firm's debt financing, growth rate of sales and dividend payout of the year before.

The empirical study is based on a data of European firms from 6 countries: Germany, Denmark, Finland, United Kingdom, Italy and Sweden. The results don't confirm the life cycle's hypotheses, showing that firms don't pay necessarily more dividends in their maturity phase. The results validate other hypotheses and reinforce some financial determinants. The study also reveals some similarities and differences among the dividend policies of the six countries.

Key-words: corporate finance, dividends, life cycle, agency, signalization, European firms.

# CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO

---

*“Dividend policy continues to be an area of some mystery among financial economists, with many questions unanswered, some questions answered in conflicting ways and some questions yet to be asked...”*

Michael Rozeff, 1992

## **1.3 Justificação e delimitação do tema**

Acredita-se que a política de dividendos seja, junto com a de investimentos e de financiamento, uma área onde os gestores ainda gozam de bastante liberdade de decisão. Em particular, a decisão de distribuir ou não dividendos e quanto, parece estar nas mãos dos gestores e tem impacto económico-financeiro pois consubstancia uma afectação dos resultados líquidos gerados. E no entanto, desde há muito que

vários autores largamente citados acreditam que tal decisão em pouco ou nada afecta o valor da empresa.

Esta tese é sobre a decisão de distribuir dividendos. Um gestor tem, em termos gerais, duas alternativas: distribuir parte dos resultados entre os sócios ou accionistas ou reter os mesmos para auto financiamento de investimentos futuros. Para além do impacto na política de financiamento, na tesouraria e em outras variáveis da função financeira, tal decisão afecta todas as decisões relacionadas directamente com a remuneração dos investidores e a divisão desta em dividendos ou ganhos de capital (Pacheco, 1999).

Apesar da intensa investigação produzida após os trabalhos das décadas de 50 e 60 do século XX e, em especial dos trabalhos de Modigliani e Miller (1961, 1963), as decisões relativas à política de dividendos das empresas continuam em aberto para nova investigação. De facto, apesar das centenas de estudos publicados, não existe consenso sobre quais as teorias explicativas ou os determinantes, financeiros ou outros, da política de dividendos das empresas.

Mais de quarenta anos volvidos sobre os primeiros trabalhos, a controvérsia em torno desta decisão financeira e a sua dependência das restantes decisões empresariais, assim como a análise teórica ou empírica da inter-relação existente entre elas, faz com que a política de dividendos continue a ser um dos temas pendentes das finanças empresariais.

Allen e Michaelly (1995) classificam a matéria sobre dividendos como tendo muito interesse por dois motivos fundamentais: 1) porque decidir sobre o montante de

resultados a pagar sob a forma de dividendos é uma das mais importantes decisões financeiras que os gestores enfrentam, e 2) porque a própria compreensão da política de dividendos é crucial para muitas outras áreas da economia financeira, isto é, o custo do activo, a estrutura de capital, as fusões e as aquisições, entre outras.

A procura da estabilidade e a previsibilidade dos dividendos são apontadas por muitos autores como as metas das empresas ao definirem quais os montantes a serem distribuídos cada ano. No entanto, uma série de outros factores são também considerados por esses mesmos autores como tendo influência ou sendo determinantes na definição da política de distribuição dos resultados. Esses factores são, entre outros, a estrutura de propriedade e de gestão, a assimetria na informação entre gestores e accionistas, a fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra, a incidência fiscal, entre outros.

Os trabalhos empíricos, sempre baseados em determinantes financeiros, também não têm apresentado resultados suficientemente satisfatórios, sugerindo a necessidade da exploração de outros determinantes. Assim, em diversos estudos empíricos sobre a política de dividendos têm surgido considerações não financeiras como a estratégia empresarial ou do negócio, o controlo empresarial ou o ciclo de vida organizacional<sup>1</sup>.

Como Grullon *et al.* (2002) referem, a ideia de que as empresas passam por fases de crescimento típicas ao longo do seu ciclo de vida, é muito utilizada em livros de gestão financeira [como Damodaran (1997), por exemplo]. Apesar de não existirem

---

<sup>1</sup> Como por exemplo Gup e Agrawal (1996), *The product life cycle: a paradigm for understanding financial management*, Financial Practice and Education, Outono/Inverno, pp. 41-48

ainda modelos formais que relacionem essa teoria dos ciclos de vida com alterações na política de dividendos, vários estudos, como Grullon *et al.* (2002) e DeAngelo *et al.* (2004a) entre outros, e a generalidade dos livros de texto de gestão financeira, afirmam a existência de uma relação entre a política de dividendos e a fase do ciclo de vida em que as empresas se encontram. Nomeadamente, é afirmado que empresas em fases de crescimento não pagam dividendos, especialmente em fases de grande crescimento, passando a fazê-lo ao deixarem de crescer. Ao atingirem a fase de declínio, por sua vez, as empresas deixam de poder pagar dividendos.

A tese questiona a possibilidade de que uma presumível relação entre a teoria do ciclo de vida das empresas e a sua política de dividendos possa ser verificável apenas com recurso a variáveis de cariz financeiro, disponíveis desde fora da empresa. Depois, a tese relaciona empiricamente a fase em que, presumivelmente, se encontram as empresas (crescimento, estabilidade ou declínio, por exemplo, com base nas vendas) com o padrão adoptado para a distribuição de lucros. Os resultados da tese corroboram o ponto de vista de que a fase do ciclo de vida assim entendida não condiciona necessariamente o padrão de dividendos. Os resultados parecem reforçar o ponto de vista tradicional, segundo o qual as decisões relacionadas com a distribuição de dividendos são ditadas por motivos circunstanciais e não afectam o longo prazo.

Para além deste objectivo, a tese pretende também examinar as mais divulgadas teorias e os determinantes da política de dividendos apontados nos trabalhos científicos mais citados. Assim, abordar-se-ão, em especial, as teorias da sinalização e da agência e tentar-se-á explicar o nível dos dividendos empresariais (*dividend payout*) com os atributos frequentemente mencionados na literatura financeira sobre

este tema: a rendibilidade, o número de investidores, o crescimento dos resultados no presente e no futuro, o investimento, o crescimento das vendas, o endividamento, a dimensão, o *payout* do ano anterior ou a variabilidade das vendas (risco).

Como objectivos específicos da tese podem portanto apontar-se os seguintes:

- Observar a forma como a fase do ciclo de vida da empresa, entendida como padrão de crescimento das vendas, poderá ou não condicionar a política de dividendos;
- Conhecer a relação entre estrutura de propriedade do capital e a distribuição de resultados;
- Verificar a forma como as variáveis financeiras como os resultados, o investimento, o endividamento, os dividendos passados, a rendibilidade, entre outras, interferem no nível dos dividendos das empresas;
- Estudar o comportamento da distribuição de resultados das empresas europeias (inglesas, alemãs, dinamarquesas, finlandesas, italianas e suecas), tendo em conta as variáveis financeiras apontadas em estudos anteriores como seus determinantes e as diversas fases do ciclo de vida organizacional;

#### **1.4 Estrutura da tese**

A tese está dividida em 11 capítulos distribuídos por duas partes. A primeira parte contém uma revisão da literatura e constitui o enquadramento teórico da tese; a segunda parte enuncia as hipóteses e o modelo conceptual a testar e depois descreve o respectivo teste empírico e os seus resultados.

A revisão da literatura foi escrita com o objectivo de apresentar uma preparação suficiente para o estudo que se segue, não sendo, portanto, exaustiva. Por outro lado, procurou-se tornar tal revisão atraente e útil, também, como instrumento de trabalho *per se*. Espera-se ter conseguido conciliar estes dois objectivos.

As fontes utilizadas para a revisão da literatura são, em geral, os próprios artigos. Deve porém mencionar-se que dois trabalhos de autores portugueses foram, em alguns casos, usados para suprir uma eventual falta de acesso aos originais. São eles Pacheco (1999) e Augusto (2003). Nestes casos, é feita referência explícita a tais fontes indirectas.

Assim, após o capítulo 1 de introdução, o enquadramento teórico do tema é feito nos 6 capítulos seguintes, a saber, o início do debate sobre os dividendos, as explicações da teoria da agência, da teoria da sinalização e de outras teorias, como a do efeito fiscal, a teoria do ciclo de vida organizacional e a sua relação com as políticas financeiras, nomeadamente sobre dividendos e, por fim, um capítulo sobre os estudos deste tipo efectuados em países europeus, uma vez que os trabalhos referenciados na literatura respeitam, essencialmente, a empresas norte-americanas e, em poucos casos, inglesas.

No capítulo 2 apresentam-se os primeiros estudos bem como as primeiras linhas de investigação sobre a política de dividendos. O trabalho de Modigliani e Miller (1961) sobre a política de dividendos, bem como o estudo empírico de Lintner (1956) ou de Gordon e Shapiro (1956) e de Walter (1956), são exemplos de trabalhos efectuados

nas décadas de 50 e 60 do século passado e que influenciaram de maneira decisiva toda a investigação que, entretanto, tem sido efectuada.

Nessas décadas, as teorias sobre a política de dividendos centravam-se em torno da teoria residual dos dividendos, da irrelevância dos dividendos e da relevância dos dividendos. Estas teorias implicavam, essencialmente, o papel secundário dos dividendos face ao investimento e ao financiamento empresarial e a importância ou não da política de dividendos para o valor da empresa e o preço das suas acções. Este capítulo apresentará estas teorias, em evidência na época, assim como a visão universalmente aceite até ao início do debate.

A relação entre investidores e gestores ou entre estes e os credores envolve, muitas das vezes, conflitos emanados dos interesses divergentes de cada um dos participantes na vida da empresa. Fundamentalmente, o primeiro tipo de conflitos, entre sócios ou accionistas e gestores ou administradores, tem impacto na vida económico-financeira da empresa e, nomeadamente, nas decisões sobre distribuição de resultados aos investidores, uma vez que os dividendos podem servir para mitigar estes conflitos de interesses.

O capítulo 3 trata da teoria da agência e das explicações defendidas por esta linha de pensamento para os diferentes níveis de dividendos apresentados pelas empresas, em especial, a decisão sobre distribuir ou não resultados associada, por vezes, à escolha entre endividamento e auto-financiamento, que pode ser utilizada pelos diversos intervenientes para defender os seus interesses e evitar conflitos.

Em seguida, no capítulo 4, trata-se da relação entre a teoria da informação assimétrica e da sinalização e os resultados distribuídos, através da exposição dos modelos teóricos baseados na sinalização ou no conteúdo informativo dos dividendos e nos trabalhos empíricos que, ao longo das últimas décadas, têm testado essa informação.

Os trabalhos apresentados neste capítulo estudaram, fundamentalmente, o impacto, na cotação das acções, das alterações na política de dividendos da empresa, da relação entre iniciações, omissões e alterações na política de dividendos no presente e os resultados futuros e das transacções de acções efectuadas por volta da data do anúncio de alterações na política de dividendos.

O capítulo 5 é dedicado à apresentação de estudos empíricos e trabalhos diversos sobre outras teorias explicativas da política de dividendos seguida pelas empresas. Factores como a fiscalidade da empresa e dos seus investidores são explorados através de estudos efectuados aquando das alterações da legislação fiscal em diversos países e também em Portugal. Os custos de transacção e de emissão são outros factores também apresentados como determinantes do nível de distribuição de resultados empresariais em muitos trabalhos teóricos e empíricos dos últimos anos.

A teoria do ciclo de vida organizacional, conceito, fases e características de cada uma destas, é essencial neste estudo, que pretende verificar, em primeiro lugar, se existe relação entre fases de crescimento, estabilidade e declínio das empresas e a sua política de dividendos. Assim, no capítulo 6 aborda-se esta temática, tanto em termos de revisão da literatura como de discussão crítica.

Para além da teoria relativa ao ciclo de vida organizacional, pretende-se neste capítulo caracterizar do ponto de vista financeiro as fases que o compõem, através da referência a diversos trabalhos que têm também utilizado este conceito. Naturalmente, recebem atenção especial os estudos que o têm aplicado à política de dividendos e são portanto antecedentes directos desta tese.

A revisão da literatura e o enquadramento teórico do trabalho ficam completos com o capítulo 7 que faz uma breve referência aos trabalhos que utilizaram amostras de empresas europeias e, nomeadamente, outros países para além do Reino Unido. Uma vez que os trabalhos mais relevantes têm normalmente por base empresas norte-americanas e inglesas, pretende-se estudar as diferenças e as semelhanças encontradas com outros países da Europa.

A segunda parte da tese apresenta as suas hipóteses e o seu fundamento conceptual. Depois, descreve o estudo empírico realizado com base nos países da União Europeia que fazem parte das 5 amostras utilizadas, por um lado, e as fases de crescimento, maturidade e declínio e as variáveis financeiras, apresentadas pela literatura relativa ao tema como mais importantes na explicação do nível dos resultados distribuídos, pelo outro.

Assim, no capítulo 8 apresenta-se a metodologia de investigação, como as hipóteses a testar - hipóteses relacionadas com o ciclo de vida e hipóteses da teoria financeira, critérios de selecção de amostras, dados recolhidos através de uma base de dados financeiros internacional, definição operacional das variáveis e tratamento dos dados e métodos estatísticos usados. As variáveis definidas como dependente e independentes

são operacionalizadas através de atributos de natureza financeira ou de variáveis binárias (*dummy*), no caso de variáveis de natureza qualitativa, relativas à fase em que cada empresa se situa.

As amostras respeitam a observações relativas aos 6 países da União Europeia com características mais distintivas e um número adequado de casos, a saber, Reino Unido, Alemanha, Dinamarca, Finlândia, Itália e Suécia. Pretende-se assim, não só testar o poder explicativo das variáveis independentes relativamente à variável dependente *dividend payout*, mas também encontrar diferenças mais ou menos significativas entre países de origem das empresas.

A caracterização das amostras em estudo é feita no capítulo 9 através de estatísticas descritivas da tendência central e dispersão, de assimetria e de achatamento, dos coeficientes de associação entre variáveis do trabalho e a representação gráfica dos dados. A apresentação das características das observações é dividida por 5 amostras conforme definidas no capítulo relativo à metodologia, tendo em conta as características dos mercados de origem e o interesse em trabalhar sobre amostras “equilibradas”, isto é, com dimensão semelhante e com características o mais homogéneas possível.

Os resultados empíricos são apresentados no capítulo 10. Numa primeira fase, o estudo procura obter os modelos com maior capacidade explicativa da variabilidade de cada uma das 5 amostras separadamente. Esta primeira fase revela quais as variáveis que, em conjunto, melhor explicam o *dividend payout* das empresas de cada

um dos países, notando-se semelhanças e diferenças entre estas. Em geral, os modelos apontam para uma marcada diferença entre países.

Na segunda fase procurou-se, não o modelo óptimo para cada país mas o mais interpretável, isto é, aquele onde as regularidades subjacentes a todos os países se tornam aparentes, e só a partir destas, as especificidades de cada país são depois explicadas. Os resultados parecem permitir uma melhor comparação entre níveis dos dividendos nesses países, ao mesmo tempo que se consegue encontrar as variáveis que, na generalidade, melhor conseguem explicar o *dividend payout* das empresas. Isto é conseguido sem perda apreciável na capacidade explicativa dos modelos. O capítulo 10 procede também à discussão dos resultados face às hipóteses colocadas.

Por fim, o capítulo 11 faz a síntese conclusiva de todo o trabalho apresentado e as reflexões finais, sugerindo também desenvolvimentos futuros da temática.

Com o fim de facilitar uma leitura parcial ou por capítulos, foi introduzida na tese alguma redundância, especialmente no que se refere às referências bibliográficas.

# **PARTE I – ENQUADRAMENTO**

## **TEÓRICO**

Esta parte do trabalho descreve o enquadramento teórico através da revisão da literatura que se tem debruçado sobre a temática da política de dividendos das empresas.

Da parte I do trabalho fazem parte o capítulo 2 relativo às teorias e aos estudos efectuados nas décadas 50 e 60 do século XX e que, de alguma forma, deram início ao debate sobre a política de dividendos, o capítulo 3 referente às explicações da teoria da agência, o capítulo 4 que apresenta a teoria da informação assimétrica e dos sinais, o capítulo 5 que trata outros teorias como aquelas que associam a fiscalidade ou os custos de transacção e de emissão à política de dividendos, o capítulo 6 relativo ao ciclo de vida organizacional e o seu impacto nas políticas financeiras da empresa, como os dividendos e, também, o capítulo 7 que apresenta alguns estudos sobre a distribuição de resultados em empresas europeias.

## CAPÍTULO 2 – O INÍCIO DO DEBATE SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

---

Muitos dos trabalhos levados a cabo, nas últimas décadas, sobre a temática da política de dividendos reportam-se ao artigo de Modigliani e Miller (conhecidos pela sigla MM) de 1961 que, contrariando a opinião corrente na época, demonstraram que, em mercados eficientes e dadas as políticas de investimento e de financiamento da empresa, a política de dividendos não afecta a cotação das acções. Este estudo de MM foi aceite como referência e ponto de partida para diversos trabalhos. Brennan (1995), ao descrever a evolução da teoria financeira dos 35 anos anteriores, reconhece que tal evolução passou, essencialmente, por trabalhos que se centram na análise dos efeitos nas decisões financeiras do abandono dos pressupostos de MM.

No entanto, já anteriormente haviam sido apresentados estudos sobre a política de dividendos, como o de John Burr Williams em 1938<sup>2</sup>, que estabeleceu, pela primeira vez, uma relação entre dividendos e o preço de mercado de uma acção, ou seja, o valor da empresa. Posteriormente ao trabalho de Williams, que identificava o objectivo da empresa como sendo a maximização dos lucros e defendia a ideia de que

---

<sup>2</sup> Williams, John B., *The theory of investment value*, Harvard University Press, Cambridge, citado por Brealey e Myers (1992).

os dividendos não tornavam os accionistas mais ricos<sup>3</sup>, surgiram diferentes autores procurando analisar a política de dividendos e a sua influência sobre o valor da empresa. A questão é saber se esta influencia ou não o preço das acções e determinar a melhor política de dividendos tendo em vista o objectivo de maximizar o valor da empresa.

Até ao início da década de 60 era quase unanimemente aceite pela teoria financeira e pelos responsáveis das empresas, que os investidores preferiam os dividendos à retenção dos resultados. Este facto levava a que muitas empresas tendessem a suportar o seu valor de mercado através de uma política activa de distribuição de dividendos. Durante os anos 60, no entanto, vários autores e diversos trabalhos contestaram tal dogma.

Nas décadas de 50 e 60, as teorias sobre a política de dividendos e o papel activo ou residual que lhe era atribuído centravam-se, essencialmente, em torno da teoria residual dos dividendos, da irrelevância dos dividendos e da relevância dos dividendos. Este capítulo apresentará estas teorias, em evidência na época, assim como a visão aceite até ao início do debate.

---

<sup>3</sup> Brealey e Myers (p.423) referem-se a Williams como tendo antecipado em 1938 os argumentos que Miller e Modigliani vieram a apresentar em 1961.

## 2.1 A perspectiva tradicional sobre a política de dividendos

Até finais da década de 50, os teóricos e os gestores defendiam a ideia de que os investidores preferiam receber dividendos e de que as empresas podiam aumentar, ou pelo menos manter, o valor de mercado das acções praticando uma política de distribuição de dividendos elevados <sup>4</sup>. Tal perspectiva, dita tradicional, diz que os dividendos e, sempre que possível, o acréscimo do seu valor, aumentam o valor da empresa através da valorização das suas acções. Os investidores prefeririam a distribuição de dividendos pela segurança relativa que estes oferecem comparativamente à incerteza associada aos ganhos de capital.

Graham e Dodd (1951) ficaram especialmente ligados a esta visão, defendendo, por exemplo, que entre duas empresas com a mesma capacidade económica e com resultados idênticos, a que adoptar uma taxa de distribuição de resultados mais elevada apresentará cotações mais elevadas. Assim, concluíram pela importância do pagamento de dividendos. O pressuposto subjacente era que o valor actual para os accionistas dos dividendos pagos nos anos seguintes seria sempre superior ao valor actual de ganhos de capital no futuro.

Graham e Dodd (1951) procuraram determinar o valor de uma acção a partir da capitalização dos resultados e dividendos futuros. A fórmula que apresentaram assenta no resultado por acção e no *Price Earnings Ratio* (PER). Para o caso de empresas sem crescimento (com taxa de distribuição de resultados de 100%), os autores sustentam que os lucros devem ser capitalizados a uma taxa de 11,765% (correspondente a um

---

<sup>4</sup> Hess (1992).

PER de 8,5)<sup>5</sup>. Segundo estes autores, as empresas na fase de maturidade devem pagar dividendos elevados de forma a reduzirem a incerteza do investimento em acções, visto que os mercados não são perfeitos e existem riscos de falência e de insolvência. Assim, os dividendos reduzem a incerteza e aumentam o preço da acção da empresa.

O trabalho apresentado por Graham e Dodd foi pioneiro no estudo das relações entre risco e retorno e por ter combinado considerações qualitativas e quantitativas no modelo de avaliação. Esse modelo assenta apenas em relações fundamentadas teoricamente, não tendo sido testadas empiricamente.

## **2.2 A teoria residual dos dividendos**

A ideia de que a política de dividendos tem um papel residual, nomeadamente, em relação às oportunidades de investimento da empresa, baseia-se no facto de que a distribuição dos dividendos faz baixar a capacidade de autofinanciamento da empresa e, nesta perspectiva, tem um efeito negativo sobre a sua política de investimentos. Este efeito negativo não se verifica se a empresa optar pela retenção dos lucros e pelo seu reinvestimento. Assim, apenas deve haver lugar aos dividendos se existirem lucros disponíveis para tal após a concretização dos investimentos pretendidos.

---

<sup>5</sup> Assim, o valor da empresa seria dado por:

$$V = PER \text{ normal} \times LPA \quad \text{ou} \quad V = 8,5 \times LPA$$

Sendo: *PER normal* o múltiplo da relação preço/lucro por acção para empresas da mesma classe de risco, e que para o caso de uma empresa que não retém lucros era de 8,5, e *LPA* o lucro por acção actual e futuro, caso a empresa distribua todos os resultados.

A decisão de pagamento ou não de dividendos depende da relação entre as necessidades de capital próprio para financiar o crescimento da empresa e os lucros retidos. Os dividendos são vistos como o resíduo e a política de dividendos como residual em relação às decisões sobre investimentos. Devem ser distribuídos apenas os lucros que excedam o montante necessário para financiar as oportunidades de investimento aceitáveis<sup>6</sup>. Os lucros retidos são utilizados para satisfazer as exigências de capital próprio, uma vez que o seu custo associado é considerado inferior ao custo de emissão de novas acções. Por outro lado, sempre que as necessidades de fundos sejam superiores aos lucros da empresa, torna-se necessário efectuar aumentos de capital para satisfazer tais necessidades, devendo emitir-se novas acções.

Neste sentido, é fundamental comparar a rentabilidade dos investimentos e o custo do capital da empresa e, se do ponto de vista da empresa, a rentabilidade dos investimentos for superior ao custo do capital, esta deve financiar os seus projectos com lucros retidos e devem ser distribuídos dividendos apenas se existirem excedentes. O autofinanciamento é prioritário em relação ao aumento de capital próprio por novas acções, porque esta operação tem custos de emissão e venda associados. Na perspectiva dos investidores, os dividendos devem, também, ser determinados em função da rentabilidade esperada para os investimentos e a decisão de distribuição de resultados elevados pode ser interpretada como sinal de ausência de projectos de investimento com rentabilidade por parte da empresa. Aquilo que se acredita ser a prática das empresas não parece estar de acordo com a teoria residual dos dividendos que conduziria a uma taxa de distribuição de dividendos variável.

---

<sup>6</sup> Segundo esta perspectiva, os gestores acreditam que os accionistas podem investir os fundos excedentários disponíveis de modo a obter maior rentabilidade do que a que seria alcançada pela empresa.

Segundo Silva (1996), a política de dividendos residual pode ser implementada de três formas distintas: residual pura, residual regular e residual com um rácio de pagamento de dividendos constante. No caso de uma política residual pura, os dividendos flutuam de período para período em função das variações que ocorram nos lucros da empresa e nas suas oportunidades de investimento. Em empresas com crescimento rápido e com diversas oportunidades de investimento, os dividendos pagos serão baixos ou nulos. Contrariamente, empresas na fase de maturidade e com poucas oportunidades de investimento tenderão a pagar dividendos elevados.

Na perspectiva da política de dividendos residual regular, as empresas tendem a manter um dividendo por acção relativamente estável e apenas aumentam o dividendo por acção quando os gestores estão convencidos de que os lucros futuros esperados são suficientemente elevados para justificar esse aumento (aceita-se que exista relutância em diminuir o nível dos dividendos)<sup>7</sup>. Neste caso, as alterações nos dividendos ocorrem com algum desfasamento relativamente às alterações verificadas nos lucros.

A terceira versão da política de dividendos residual considera um rácio de pagamento de dividendos constante em que as empresas estabelecem um rácio de distribuição de dividendos para o longo prazo em função da diferença entre os lucros e as necessidades de financiamento. Consequentemente, os dividendos por acção variam do mesmo modo que os lucros por acção e a taxa de distribuição tende a aumentar

---

<sup>7</sup> Este comportamento foi comprovado pelos estudos de Lintner (1956) e de Fama e Babiack (1968), por exemplo, desenvolvidos nos pontos 1.5 e 1.6, respectivamente.

quando os lucros diminuem e a diminuir quando os lucros aumentam. As empresas podem, também, optar pelo pagamento de um dividendo regular acrescido de um dividendo extraordinário, sempre que o desempenho da empresa o justifique<sup>8</sup>.

Em 1956, Walter apresentou um modelo de avaliação dos capitais próprios da empresa que se baseia na retenção dos resultados como a única fonte de financiamento por capitais próprios e que considera que a política de dividendos afecta o valor da acção. Contudo, sendo os mercados imperfeitos, a rendibilidade efectiva da empresa ( $r$ ) que se exprime pela expressão:  $r = LPA/P$  (onde  $P$  é a cotação ou preço das acções) pode não coincidir com a taxa de capitalização normal ( $k$ ). Segundo Walter, a variável crítica que afecta o valor de mercado dos capitais próprios em mercados imperfeitos, é a relação entre as rendibilidades efectiva e normal<sup>9</sup>.

O modelo de Walter (1956) pode ser enunciado pela seguinte expressão:

$$(2.1) \quad P_0 = \frac{DPA - \frac{r}{k} x (RPA - DPA)}{k}$$

Onde:

$P_0$  = cotação da acção no momento 0 (ou momento inicial da avaliação);

$k$  = taxa de custo de oportunidade do reinvestimento dos dividendos;

---

<sup>8</sup> Esta política permite um compromisso entre as políticas de dividendos residual pura e regular e é própria de empresas que têm uma grande variabilidade de resultados e de necessidades de fundos para investimentos.

<sup>9</sup> A fórmula proposta por Walter pressupõe que o endividamento seja constante, os resultados retidos sejam a única fonte de capitais permanentes adicionais, as taxas de rendibilidade dos investimentos adicionais e o custo dos capitais permanentes sejam constantes e os resultados distribuídos sejam pagos imediatamente aos investidores.

$r$  = taxa de retorno do investimento financiado por capitais retidos;

RPA = resultado por acção no período  $t$ ;

DPA = dividendo por acção no período  $t$ .

De acordo com este modelo, a política de dividendos óptima é determinada pelo montante de capitais próprios necessários para financiar projectos de investimento com valor ( $r > k$ ), sem alterar a estrutura financeira da empresa. Assim, o montante dos dividendos dependeria apenas do retorno e do nível de risco dos investimentos da empresa.

Se o custo dos capitais permanentes for superior à taxa de rendibilidade dos investimentos adicionais ( $k > r$ ), o valor da empresa será tanto maior quanto mais elevado for o montante dos dividendos. Assim, o valor máximo da empresa será atingido quando os resultados forem integralmente distribuídos; se a rendibilidade dos investimentos for igual ao custo dos capitais permanentes ( $k = r$ ), o valor da empresa será independente da opção entre retenção ou distribuição de resultados; se  $k < r$ , o valor da empresa será tanto mais elevado quanto maior for o montante de resultados retidos.

Apesar de ter identificado o tipo de efeito que os lucros distribuídos podem ter sobre o valor da empresa, Walter (1956) não mostrou como é que a política de distribuição de resultados afecta aquele valor, dado que não é possível verificar se a política de dividendos tem um impacto favorável, neutro ou negativo sobre o preço das acções.

A teoria residual sugere que a rentabilidade exigida pelos investidores ( $k$ ) não é influenciada pela política de dividendos mas pela política de investimentos da empresa. O investidor pode ser indiferente à opção entre o pagamento de dividendos ou a retenção de lucros, sempre que a taxa de capitalização efectiva seja equivalente à que é exigida pelo mercado. Neste caso, a política de dividendos não é relevante para o valor da empresa.

### 2.3 O modelo de Gordon e Shapiro

Em 1956, Gordon e Shapiro apresentaram um modelo de avaliação de acções, exprimindo o valor de uma acção em função do valor do dividendo esperado para o ano seguinte, da tendência de crescimento projectada para os dividendos e a rentabilidade esperada para outros títulos de risco equivalente<sup>10</sup>. Nessa fórmula, as cotações das acções dependem dos dividendos e dela pode-se concluir que os investidores têm preferência por dividendos e pelo seu crescimento. Os dividendos representam “dinheiro na mão” sem qualquer risco aparente, ao contrário do que sucede com o reinvestimento dos resultados não distribuídos, apesar destes poderem gerar dividendos futuros acrescidos.

---

<sup>10</sup> Considerando que a taxa de crescimento dos dividendos é menor que a taxa de actualização, a equação seria uma renda perpétua crescente, a seguir apresentada:

$$P_0 = D_1 / (k - g) \quad \text{com } k > g$$

E o valor de mercado da empresa seria:

$$V_0 = D / (k - g),$$

com:

$V_0$  – valor actual dos capitais próprios da empresa

$D$  – dividendos esperados

$k$  – rentabilidade exigida pelo mercado

$g$  – taxa de crescimento dos dividendos

A importância da distribuição de resultados na valorização do preço das acções e os argumentos relativos à relação directa entre a política de dividendos de uma empresa e o seu valor de mercado é apelidada de *bird in the hand theory*<sup>11</sup>. Esta teoria apresenta os seguintes argumentos para defender a relação positiva entre os dividendos e o valor da empresa: (i) a decisão de distribuir resultados no presente pode afectar os pagamentos da empresa aos accionistas no futuro, pois os dividendos no futuro são mais arriscados, do ponto de vista dos accionistas, do que as distribuições feitas agora; e (ii) os dividendos constituem uma fonte de retorno mais segura do que os ganhos de capital.

Os defensores dos argumentos relativos ao *bird in the hand* fundamentam a existência de elevadas taxas de distribuição de dividendos com base nos seguintes pontos: 1) os dividendos são dinheiro enquanto que as mais valias são meramente potenciais; 2) os dividendos são mais previsíveis do que as mais-valias, pelo que os investidores preferem os primeiros aos segundos, mesmo que sejam idênticos; 3) os gestores podem estabilizar os dividendos mas não podem controlar o preço das acções.

Gordon (1959) referiu, ainda, ser razoável supor que a incerteza de um determinado fluxo de caixa futuro aumente com a distância no tempo na qual se espera que o dividendo seja recebido, ou seja, uma maior taxa de retenção dos resultados acarreta maior retorno exigido pelos investidores, devido ao risco adicional que representa. Neste trabalho, Gordon tentou, também, comprovar empiricamente a importância dos dividendos para o investidor, encontrando um padrão de preferência dos investidores

---

<sup>11</sup> Teoria de que mais vale um pássaro na mão, em português.

por dividendos, em detrimento da retenção de resultados. Pretendia assim fornecer apoio empírico à teoria *bird-in-the-hand* e validar o modelo de avaliação proposto por Gordon e Shapiro. Este trabalho verificou a hipótese da importância dos dividendos, ou seja, que um aumento nos dividendos, e correspondente redução dos resultados retidos, tem um impacto maior no valor das acções do que o contrário. Esse impacto parece, no entanto, variar de dimensão conforme o sector de actividade.

A fundamentação empírica do modelo, efectuada por Gordon (1959), foi sujeita a críticas, quanto às limitações assumidas pelo próprio autor no artigo. As limitações técnicas do modelo deviam-se a problemas de escala, à não utilização de valores normais ou médios para dividendos e resultados, à não inclusão de variáveis explicativas das cotações como a estabilidade dos resultados e o grau de endividamento, e a terem sido utilizados dados contabilísticos e históricos e não de mercado.

Gordon e Shapiro (1956) e Walter (1956) são exemplos de estudos efectuados sobre a relação existente entre a política de investimento, a política de dividendos e o valor da empresa em modelos fechados de crescimento. Estes trabalhos concluíram que o efeito da alteração da política de dividendos da empresa é uma função da relação entre o valor do retorno esperada dos investimentos e o custo de oportunidade dos capitais investidos, ou seja, o impacto na cotação das acções é função da capacidade de criação de valor por parte dos projectos de investimento da empresa.

## 2.4 Modigliani e Miller e a irrelevância dos dividendos

Como já anteriormente foi referido, acredita-se hoje que Franco Modigliani e Merton Miller (MM) deram um importante passo em frente na discussão em torno da influência da política de dividendos no valor da empresa, ao escreverem, em 1961, um artigo intitulado *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, que continua a ser citado em muitos dos trabalhos relativos a esta temática. MM defendiam a tese da não relevância dos dividendos para o valor da empresa, concluindo não ser relevante o modo como a empresa decide aplicar os seus lucros, distribuindo resultados ou retendo-os para reinvestimento. Por outras palavras, tal como tinham demonstrado em 1958 para as decisões de financiamento, também as decisões de distribuição de resultados não teriam capacidade para criar ou destruir valor.

Os pressupostos em que a tese de MM se apoia são, no entanto, bastante restritivos<sup>12</sup>. De facto (i) os mercados de capitais são considerados perfeitos, o que significa que nenhum investidor pode influenciar o preço de mercado das acções e que a informação relevante está disponível para todos, não tem custos e é simétrica para os intervenientes, sem custos de transacção, sem impostos e os títulos são divisíveis; (ii) os investidores são racionais e, portanto, indiferentes quanto à origem dos seus ganhos e da riqueza, dividendos ou aumento do valor de mercado das acções; (iii) há ausência de incerteza, ou seja, cada investidor conhece os lucros futuros esperados por cada empresa e os seus programas de investimento<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Diversos autores referem-se ao “mundo altamente abstracto e simplificado” de MM.

<sup>13</sup> Mais tarde, MM concluíram que mesmo não existindo um contexto de certeza e não se verificando algumas das hipóteses de mercados perfeitos se mantém o argumento da irrelevância dos dividendos.

No modelo de MM são consideradas apenas empresas não endividadas e com apenas uma categoria de títulos, acções, para evitar a potencial confusão entre política de financiamento e política de dividendos. Assim, o preço de cada acção comum devia ser tal que a rendibilidade esperada de uma acção (dividendos e mais valias) seja idêntica para todas as acções da empresa no mercado em qualquer intervalo de tempo. A taxa de capitalização ou rendibilidade de uma acção,  $k$ , será dada por:

$$(2.2) \quad k_t = (d_{j,t} + p_{j,t+1} - p_{j,t}) / p_{j,t}$$

com:

$d_{j,t}$  – dividendos por acção pagos pela empresa  $j$  no período  $t$ ;

$p_{j,t}$  – preço de uma acção da empresa  $j$  no período  $t$ , após o pagamento dos dividendos de  $t-1$ ;

$k_t$  – taxa de rendibilidade esperada ou de capitalização de mercado para qualquer empresa com risco equivalente.

Este é o modelo fundamental de avaliação de duas empresas da mesma classe de risco, assumindo MM que  $k_t$  é constante ao longo do tempo e independente de  $j$ . A partir desta fórmula pode-se obter a expressão para o preço de uma acção:

$$(2.3) \quad P_{j,t} = 1/(1+k_t)(d_{j,t} + p_{j,t+1})$$

Assim, o preço de uma acção da empresa  $j$  no início do período é igual ao valor actual dos dividendos em numerário por acção pagos no período, acrescido do seu preço no final desse período. Esta equação aplica-se a qualquer empresa da mesma classe de

risco. Caso contrário, o investidor que possuísse acções com preço mais elevado e menor rendibilidade tenderia a vender essas acções e a adquirir títulos com maior rendibilidade, o que faria descer as cotações das acções com menor rendibilidade e a subir as dos títulos com maior rendibilidade, até encontrar um ponto de equilíbrio para todas as acções.

A partir das fórmulas apresentadas é possível obter o valor da empresa, considerando  $n_t$  o número de acções em circulação no início do período  $t$ ;  $m_{t+1}$  o número de novas acções vendidas durante o período  $t$ , ao preço  $p_{t+1}$ ;  $n_{t+1}$  o número de acções em circulação no final do período  $t$  ou início do período  $t+1$  (ou seja,  $n_t + m_{t+1}$ );  $D_t$  os dividendos totais pagos no período  $t$  aos investidores existentes no início deste período (ou seja,  $d_t \cdot n_t$ );  $V_t$  o valor da empresa no início do período  $t$  (igual a  $n_t \cdot p_t$ ):

$$(2.4) \quad V_t = (D_t + n_t \cdot p_{t+1}) / (1 + k_t)$$

e como  $n_t = (V_{t+1} - m_{t+1} \cdot p_{t+1}) / p_{t+1}$ ,

$$(2.5) \quad V_t = (D_t + V_{t+1} - m_{t+1} \cdot p_{t+1}) / (1 + k_t)$$

Então, o valor da empresa pode ser afectado pelo montante dos dividendos por três vias possíveis: i) directamente, através do primeiro membro do numerador; ii) indirectamente, através do valor da empresa no período  $t+1$ , o que significa admitir que a política de dividendos futura tem efeito sobre o valor da empresa e a política de dividendos no período  $t$ , caso  $V_{t+1}$  seja influenciado pelos factos ocorridos no passado;

iii) através do termo respeitante às novas acções vendidas ( $-m_{t+1}xp_{t+1}$ ) durante o período  $t$ , como consequência do pagamento de dividendos e a manutenção dos investimentos previamente definidos, não totalmente cobertos pelos lucros retidos<sup>14</sup>.

Dado que a decisão de distribuição de dividendos poderia afectar o valor da empresa por duas vias conflituantes, ou seja, directamente através do montante de dividendos pagos e indirectamente através do valor de novas acções, Modigliani e Miller concluíram então que:

- o valor da empresa é determinado apenas pela sua capacidade de gerar resultados (rendibilidade dos investimentos), não sendo relevante a forma como estes são aplicados (retenção de resultados ou distribuição de dividendos);
- o pagamento de dividendos, dadas as decisões de investimento e de financiamento da empresa, não é relevante para o investidor que pode, através da compra ou venda das suas acções, reproduzir qualquer fluxo de dividendos;
- a política de dividendos seguida pela empresa não influencia o seu valor de mercado, o que significa que todas as políticas de dividendos são equivalentes, uma vez que a empresa não pode criar valor pela combinação entre dividendos e resultados retidos.

Estas conclusões estão na base da chamada *MM dividend irrelevance proposition*. O pressuposto essencial de MM é o de que a política de investimento é independente da política de dividendos e é essa que determina os resultados e os futuros fluxos de caixa. O valor da empresa depende apenas da capacidade económica dos seus activos reais para gerar fluxos de caixa operacionais e do nível de risco inerente, e não da

---

<sup>14</sup> O investimento de uma empresa não endividada, como é a hipótese deste trabalho, só pode ser financiado só pode ser efectuado pela retenção de lucros e/ou a emissão de novas acções. Os fundos disponíveis podem ser utilizados para pagar dividendos e/ou financiar os investimentos.

forma como os resultados gerados são repartidos entre dividendos e resultados retidos. Quanto ao financiamento do crescimento da empresa, este poderá ser feito mantendo ou aumentando os dividendos, através da emissão e venda de novas acções ou diminuindo os dividendos e financiando os investimentos através dos lucros retidos.

No seu estudo, os autores consideraram que a empresa é financiada exclusivamente por capitais próprios. Todavia, a tese de neutralidade dos dividendos sobre o valor da empresa permanece válida mesmo quando estes são suportados por recurso ao endividamento. Para MM, recorrendo a um mecanismo de arbitragem, e dadas as hipóteses assumidas, o valor da empresa é independente da sua estrutura de capital. Assim, a forma de financiamento assumida com vista à distribuição de dividendos não influencia o valor da empresa.

Considerando as condições de independência das políticas de investimentos e de dividendos e do financiamento exclusivo por capitais próprios, o montante de capitais próprios que é necessário obter através da emissão de acções seria:

$$(2.5) \quad m_{t+1}xp_{t+1} = I_t - (X_t - D_t) \quad \text{ou} \quad m_{t+1}xp_{t+1} = I_t - X_t + D_t$$

sendo:

$I_t$  – nível de investimento do período  $t$ ;

$X_t$  – lucro líquido obtido no período  $t$ ;

E, substituindo esta expressão na equação anterior, teremos a seguinte fórmula para o valor da empresa:

$$(2.6) \quad V_t = 1/(1+k_t) \times (X_t - I_t + V_{t+1})$$

Assim, o valor da empresa é igual ao valor actual dos lucros líquidos no período  $t$  acrescido do valor actual da empresa no período  $t+1$  e diminuído do valor actual do investimento líquido efectuado em  $t$ . Visto que  $X_t$ ,  $I_t$  e  $V_{t+1}$  são, por hipótese, independentes de  $D_t$ , e os dividendos não figuram na expressão do valor da empresa, MM concluem que o valor da empresa é independente da sua política de dividendos. O ganho obtido pelos accionistas iniciais sob a forma de dividendos é exactamente compensado pela diminuição de valor do preço da acção no final do período. É o chamado *processo de transferência de valor*.

Dada a política de investimentos de uma empresa, a taxa de distribuição de resultados escolhida não influencia as cotações das acções nem os rendimentos dos accionistas. MM concluem que, se os mercados forem perfeitos e os investidores racionais, o valor de mercado das empresas depende da rendibilidade potencial dos seus activos e da sua política de investimentos e não da política de financiamento. Os investidores podem sempre gerar os fluxos de rendimento pretendidos arbitrando entre a venda e a compra de acções<sup>15</sup>.

Como na hipótese simplificada proposta por MM o valor da empresa apenas depende dos lucros futuros esperados e da sua afectação (política de investimentos), duas

---

<sup>15</sup> Chamada *capacidade do investidor para reproduzir dividendos em casa*, Silva (1996), citando Van Horne.

empresas em tudo iguais excepto na política de dividendos têm o mesmo valor de mercado, desde que não sejam considerados impostos sobre as pessoas singulares e custos de transacção<sup>16</sup>.

As críticas às conclusões de MM (1961) baseiam-se, fundamentalmente, no realismo das suas hipóteses. Entre estas, a mais salientada é a ausência de impostos sobre o rendimento dos investidores ou, quando considerados, a sua forma indiferenciada. A literatura subsequente foi abandonando os pressupostos do modelo original de MM para tentar explicar os comportamentos empresariais em termos de política de dividendos, admitindo, implicitamente, como válidas as conclusões de MM para mercados eficientes. Os factores que se reconhece como afectando as decisões de distribuição de dividendos são basicamente os mesmos que influenciam as decisões de financiamento, como os impostos, os custos de agência, a assimetria na informação, a sinalização, entre outros.

## **2.5 O estudo de Lintner**

Em 1956, John Lintner publicou um estudo sobre a distribuição de resultados na prática, trabalho pioneiro enquanto inquérito e modelo comportamental e estudava a política de dividendos na perspectiva dos gestores. Neste artigo, o autor defendia que a política de distribuição de dividendos tende a ser estável e a seguir uma lógica de

---

<sup>16</sup> Na prática estes factores ocasionariam que os fundos internos fossem mais baratos que a venda de novas acções e o endividamento.

ajustamento gradual dos dividendos relativamente a um valor do *payout*<sup>17</sup> definido como objectivo a médio e longo prazo, tendo verificado que as empresas americanas estudadas ajustavam gradualmente os seus dividendos às alterações verificadas nos lucros respectivos<sup>18</sup>, existindo uma forte relutância por parte dos gestores para procederem a cortes bruscos nos dividendos.

Este estudo teve como base um inquérito realizado a vinte e oito empresas norte americanas e concluiu que a decisão de pagamento de dividendos tinha em conta os seguintes factores explicativos:

- as empresas têm objectivos de longo prazo para a taxa de distribuição de resultados;
- os gestores e os accionistas dão mais importância a alterações do que aos montantes dos dividendos;
- as pequenas e esporádicas alterações nos lucros não afectam o pagamento de dividendos porque estes seguem a lógica do longo prazo dos lucros sustentáveis;
- os gestores mostram relutância em proceder a alterações, que possam ser reversíveis, no montante dos dividendos.

---

<sup>17</sup> *Payout* é a taxa de distribuição de resultados aos accionistas. O *dividend yield* é traduzido como a taxa de rendimento por dividendos da acção (quociente entre o dividendo por acção e a cotação de uma dada acção).

<sup>18</sup> O modelo de ajustamento parcial foi desenvolvido inicialmente por B. Lev (“Industry averages as targets for financial ratios”, *Journal of Accounting Research*, 7, Outono 1969, pp.290-299, citado por Benzinho [p.38]) e pretendia definir um processo dinâmico de ajustamento dos rácios financeiros a uma norma, como por exemplo, os rácios sectoriais. A equação do modelo seria:

$$Y_{j,t} = Y_{i,t-1} + \delta_j (Y_{j,t}^* - Y_{j,t-1})$$

sendo  $Y_{j,t}^*$  o rácio-objectivo para a empresa j;  $Y_{j,t-1}$  o rácio do período anterior;  $Y_{j,t}$  o rácio do período;  $\delta_j$  o coeficiente de ajustamento para a empresa j; e  $Y_{i,t}$  o rácio médio do sector.

Considerando estes factores e que os accionistas e o mercado preferem dividendos relativamente estáveis ou o seu crescimento gradual, então a política de dividendos seguida não se traduz por uma taxa de distribuição constante mas por um dividendo estável e em progressão regular. O mesmo autor verificou também que a alteração dos dividendos de um período para o outro não acompanhava a variação nos resultados, existindo um ajustamento parcial. O modelo desenvolvido por Lintner assentava então na seguinte equação:

$$(2.7) \quad DPA_t - DPA_{t-1} = a(DPA^*_t - DPA_{t-1})$$

sendo:

$DPA_t$  - dividendo por acção no período t;

$DPA^*_t$  - rácio objectivo do dividendo por acção no período t (ou dividendo que a empresa pagaria se o ajustamento ao resultado por acção fosse imediato em vez de parcial e progressivo)

$a$  - taxa de ajustamento do dividendo

e como  $DPA^*_t = p \cdot LPA_t$  sendo:  $p$  - taxa de distribuição-objectivo (*payout*) e

$LPA_t$  - lucro por acção no período t

a equação do modelo pode ser escrita do seguinte modo:

$$(2.8) \quad DPA_t = a.p.LPA_t + (1 - a).DPA_{t-1}$$

Assim, quanto mais conservadora for a política de dividendos da empresa mais baixo é o coeficiente de ajustamento  $a$  e, conseqüentemente, mais lentamente a empresa caminha em direcção ao seu rácio-objectivo para a taxa de distribuição. Segundo

Lintner, as variáveis principais na determinação dos dividendos pagos em cada ano são o nível dos resultados actuais e dos últimos dividendos pagos.

O valor do rácio-objectivo e a velocidade de ajustamento da empresa a este são definidos a partir de diversas variáveis económicas determinantes como as perspectivas de crescimento da empresa e do sector, a capacidade financeira da empresa e a capacidade de acesso ao mercado de capitais, a magnitude e o grau de estabilidade dos resultados previstos, as taxas normais de distribuição das empresas concorrentes, as preferências dos accionistas e do mercado financeiro relativamente a dividendos, etc. O autor constatou que a maior parte das decisões sobre a política de dividendos se baseava em *payouts* e na preocupação de evitar cortes nos dividendos e, conseqüentemente, reacções negativas por parte do mercado.

Uma outra conclusão de Lintner foi a de que as necessidades de investimento têm uma influência muito reduzida nas decisões de distribuição de resultados. Mesmo no caso em que as decisões de investimento se opõem às decisões sobre distribuição de resultados, estas últimas terão prioridade mesmo perante uma clara escassez de fundos, o investimento será financiado com fundos externos ou abandonado.<sup>19</sup>

A constatação da procura de crescimento sustentado dos dividendos foi comprovada empiricamente por estudos posteriores como Fama e Babiak (1968), Fama (1974), Kane, Lee e Marcus (1980) e De Angelo e DeAngelo (1990), entre outros. Estes

---

<sup>19</sup> Estas situações são, no entanto, e segundo o autor raras, uma vez que a estabilidade dos dividendos tende a permitir o acréscimo dos resultados retidos em alturas favoráveis, nas quais o esforço de investimento é normalmente maior.

autores observaram também que a velocidade de ajustamento do pagamento dos dividendos relativamente ao rácio-objectivo variava muito de empresa para empresa.

O estudo de Lintner apontava para a relevância dos dividendos num contexto de incerteza e para a importância da política de dividendos para os gestores da empresa, não desenvolvendo, contudo, a forma como os dividendos afectam o valor da empresa<sup>20</sup>.

## **2.6 Outros estudos**

O trabalho de Lintner e os resultados obtidos por este serviram de base a diversos estudos das duas décadas seguintes, com especial destaque para Fama, que efectuou vários testes empíricos para testar a aplicabilidade desse modelo com um período da amostra mais longo.

Fama e Babiak (1968) observaram o comportamento de 392 empresas americanas, no período de 1946-64, e concluíram que os dividendos são afectados simultaneamente pelo lucro do período e de períodos passados. Para efeitos de estimação utilizaram um modelo de regressão que inclui como variável explicativa adicional o lucro por acção desfasado de um período<sup>21</sup> e não considera nenhum termo independente. Verificam

---

<sup>20</sup> Segundo Pacheco (1999), apesar da complexidade e turbulência dos mercados, as questões importantes para uma correcta decisão estudadas por Lintner continuam a ser abordadas pelos responsáveis pela política de dividendos, como a preferência dos accionistas por dividendos ou ganhos de capital, a capacidade da empresa para sustentar um determinado nível de dividendos ou a interpretação do mercado de variações nos dividendos, entre outros.

<sup>21</sup> Para além do dividendo desfasado um período e do lucro por acção do período.

que o rácio-objectivo para a taxa de distribuição das empresas estudadas é, em média, 50% e que o coeficiente de ajustamento é cerca de 1/3 do crescimento dos resultados. Assim a equação capaz de descrever aos dividendos futuros seria a seguinte:

$$(2.9) \quad D_t = D_{t-1} + 0,333x(0,5.LPA_t - D_{t-1})$$

Estes autores analisaram também a relação entre os dividendos e as alterações nos resultados, para a mesma amostra de empresas. Concluíram que as empresas procedem a um aumento nos dividendos aquando de um aumento dos resultados e, no caso da diminuição dos resultados, as empresas dividem-se entre o aumento e a redução dos dividendos. De uma forma geral, as empresas mostram maior inclinação para aumentar dos dividendos do que para os diminuir.

O estudo elaborado por Dhrymes e Kurz (1967) mostra que a política de dividendos é uma função de decisões de investimento mas que, por outro lado, a política de investimentos também parece depender da política de dividendos. Esta conclusão não foi sustentada por Higgins, em 1972, que defendeu que as empresas com elevadas necessidades de capital para investimento pagam menores dividendos, sendo esta a relação entre as duas variáveis e nunca a contrária<sup>22</sup>. Este trabalho defende que a política de distribuição de dividendos tem por base duas tendências opostas, por um lado, o desejo de evitar os custos de emissão de novas acções e o diferencial de imposto entre dividendos e ganhos de capital, ambos causados pelo pagamento de elevados dividendos e, por outro, o desejo de minimizar o custo da detenção de

---

<sup>22</sup> A relação inversa entre o investimento e o nível de resultados distribuídos implica uma forte relação entre políticas de investimento e de dividendos. Indirectamente, Higgins estava a confirmar o modelo residual de determinação dos dividendos.

excessivo montante de activos de curto prazo, resultante de insuficientes oportunidades de investir os resultados e da sua retenção.

Fama (1974) mostrou-se extremamente crítico relativamente ao trabalho de Dhrymes e Kurz e os resultados do seu estudo revelavam-se consistentes com MM, concluindo pela independência entre as decisões de investimento e de distribuição de dividendos, não vendo entre estas nenhuma relação de causalidade.

O chamado “modelo de múltiplas fases de crescimento”<sup>23</sup>, uma variante do modelo de Gordon, mostra outro aspecto importante da ligação entre a política de dividendos, de investimento e o ciclo de vida da empresa. O modelo considera 3 fases do ciclo de vida organizacional – crescimento, transição e maturidade<sup>24</sup> - com um comportamento normal e diferenciado para cada uma delas em termos de políticas ou necessidades de investimento, distribuição de dividendos e taxa de crescimento destes.

Quando a empresa necessita de elevados montantes de capital para financiar projectos criadores de valor, em fases de crescimento, tende a recorrer a autofinanciamento e a minimizar o montante de resultados distribuídos. À medida que as oportunidades de investimento decrescem, com o atingir da fase de maturidade da empresa, a capacidade de gerar fluxos de caixa aumenta e as aplicações alternativas ao pagamento de dividendos susceptíveis de criar valor vão rareando<sup>25</sup>. Assim, nesta fase,

---

<sup>23</sup> Apresentado em Pacheco (1999), citando Bodie *et al.*, 1996, *Investments*, Richard D. Irwin, 3ª ed..

<sup>24</sup> São consideradas as fases de forte crescimento, de transição e de maturidade mas, eventualmente, outras poderiam ser consideradas, conforme os diferentes estudos efectuados no âmbito da Estratégia Empresarial. A fase de declínio não é apresentada porque, segundo o autor, nessa altura, o método adequado para a avaliação é o valor de liquidação.

<sup>25</sup> Segundo Jensen (1986) podem surgir conflitos de agência já que os gestores desejam o crescimento mesmo sem criar valor .

assiste-se ao pagamento estável de dividendos ou a operações de aquisição de acções próprias. O quadro abaixo (2.1) mostra esses comportamentos.

Quadro nº 2.1 - Modelo das múltiplas fases de crescimento

Variáveis	Fase de forte Crescimento	Fase de transição	Fase de maturidade
Necessidades de investimento	Elevadas	moderadas	reduzidas
Dividendos distribuídos	Reduzidos	moderados	elevado
Taxa de crescimento dos dividendos	Elevada	moderada	reduzida

Fonte: Pacheco (1999)

O artigo de Friend e Puckett (1964) criticava os estudos anteriores, efectuados sobre a capacidade da relação entre a taxa de distribuição de resultados e o PER para explicar o efeito da política de dividendos sobre o valor da empresa. Essas críticas baseavam-se nos seguintes aspectos: (i) não especificava variáveis importantes como o risco, o que poderia indicar que a taxa de distribuição de resultados e o PER são independentes deste; (ii) o lucro retido seria um conceito contabilístico, susceptível de manipulação, ao contrário da medida dos dividendos. Um erro de medida dos resultados tende a causar um enviesamento negativo no coeficiente dos resultados retidos; (iii) os coeficientes de regressão relativos às variáveis dividendos e lucros retidos deveriam ser iguais (em causa maximizar o valor da empresa). A taxa de distribuição escolhida deveria permitir que o efeito marginal dos dividendos sobre o preço das acções fosse igual ao efeito dos lucros retidos.

Os autores utilizaram dados seccionais para testar a influência dos dividendos nas cotações e sugeriram que o erro de medida dos lucros retidos fosse eliminado utilizando o conceito de lucro normalizado, tendo por base o ajustamento das séries temporais<sup>26</sup>. Com o modelo corrigido, concluiu-se que os lucros retidos são mais importantes para a determinação do valor das acções do que os dividendos, nos sectores económicos de elevado crescimento, e concluiu-se haver preferência por dividendos para os restantes sectores.

No trabalho publicado em 1968, Gordon e Brigham tiveram como objectivo avaliar as preferências dos investidores pelos dividendos, tendo em vista a validação da equação de Gordon e Shapiro. Para tal, utilizaram uma amostra constituída por um grupo de empresas produtoras de energia e os seus dados, relativos ao período de 1958 a 1962. O modelo utilizado relaciona a taxa de rendimento dos dividendos (*dividend yield*) com a taxa de crescimento do dividendo por acção, o *debt to equity ratio*<sup>27</sup>, o índice de estabilidade dos dividendos por acção<sup>28</sup>, a fracção das vendas representada pela electricidade e o índice da dimensão da empresa. Os resultados obtidos mostraram que, para as empresas deste sector, os investidores não são indiferentes à política de dividendos praticada e estão dispostos a pagar mais pelas acções das que distribuíssem mais resultados.

---

<sup>26</sup> Utilizando o rácio (lucro por acção/ preço da acção da empresa no momento) / (PER médio do sector no momento).

<sup>27</sup> Assim calculado: capitais alheios de médio e longo prazo / capitais próprios.

<sup>28</sup> Medida de risco da variabilidade dos lucros da empresa.

A preferência por dividendos parece resultar do facto de se verificar que o custo dos capitais próprios é função decrescente da taxa de distribuição dos lucros e, para minimizar o custo dos capitais da empresa e maximizar o valor desta, devem-se pagar dividendos elevados<sup>29</sup>. Com este estudo, os autores, utilizando modelos mais desenvolvidos para ultrapassar as limitações anteriores, concluem a favor da tese original de Gordon e Shapiro. Este estudo veio a ser muito importante para a teoria da relevância dos dividendos. Em 1962, Gordon apresentara outro trabalho, neste caminho, concluindo que, em geral, as cotações e o custo do capital dependem da política de dividendos

O estudo de Van Horne e Mc Donald (1971), citado por Pacheco (1999) foi efectuado com uma amostra de trinta e nove empresas da indústria electrónica e foi efectuado com um modelo equivalente ao de Gordon e Birgham. Esse utilizava como variáveis independentes a taxa de crescimento da empresa, a taxa de distribuição dos lucros, o risco financeiro [medido através da relação (capitais alheios a médio e longo prazo + acções preferenciais) / capitais próprios] e o risco operacional (dado pelo desvio padrão dos resultados operacionais por acção no período em análise). Os resultados obtidos não permitiram suportar a hipótese de que os dividendos determinavam o valor da empresa e os autores concluíram que o teste não era concludente.

---

<sup>29</sup> Estes resultados foram contestados por MM (1986) e por Higgins (1974) com base em estudos efectuados para a mesma relação e para empresas americanas de electricidade.

## **CAPÍTULO 3 – A POLÍTICA DE DIVIDENDOS E A TEORIA DA AGÊNCIA**

---

Nas empresas existem potenciais conflitos de interesses entre gestores, credores e accionistas, no que respeita a diversas decisões, nomeadamente, nas decisões sobre distribuir ou não dividendos. A distribuição de dividendos acarreta custos que incentivam os agentes (os gestores) a servirem de forma mais eficiente os interesses dos agenciadores (os accionistas ou principais). Estes custos, por estarem relacionados com o contrato de agência<sup>30</sup> e a relação que este estabelece entre as partes, são chamados de custos de agência ou contratuais. Podem ser incorridos pelos accionistas, para melhor controlar a actividade dos gestores, ou pelo próprio agente (gestor), pretendendo assim mostrar que actua conforme os objectivos dos principais (accionistas).

A separação entre propriedade e controlo da empresa, com os consequentes custos de delegação por parte dos accionistas do poder de decisão nos gestores, pode influenciar

---

<sup>30</sup> Contrato pelo qual o principal ou agenciador acorda com o agente ou agenciado para que este exerça determinada função em nome e por conta do primeiro, possuindo autonomia de decisão ou de acção que pode suscitar conflitos de interesses entre as partes. A relação entre accionistas e gestores é uma relação de agência, motivada pela separação entre a propriedade e a gestão das empresas a qual é, por sua vez, e pela própria gestão profissionalizada do capital motivada pela crescente dispersão do capital, e pela gestão profissionalizada das empresas.

decisivamente a política de dividendos. Relativamente à relação entre accionistas e credores, o mesmo pode suceder mas de forma menos expressiva<sup>31</sup>.

Nas decisões sobre distribuição ou não de dividendos, os conflitos de agência surgem, porque os accionistas preferem dividendos, enquanto que os gestores e os credores, de forma geral, preferem a retenção dos resultados. Os primeiros actuam por aversão ao risco e os segundos pelo desejo de aumentar as garantias patrimoniais e o montante de autofinanciamento, melhorando a solvência e diminuindo o risco de falência.

De acordo com a teoria da agência, estes custos diminuem o valor da empresa e a gestão tende a adoptar um conjunto de políticas de dividendos, investimento, financiamento e outras, que minimizem esses custos. A optimização da política de dividendos passa pelo equilíbrio entre duas tendências opostas, referidas acima, e deve conjugar os custos de agência com os demais custos.

O presente capítulo apresenta os conflitos de interesses entre accionistas e gestores, por um lado, e accionistas e credores, por outro, no âmbito das decisões sobre a política de dividendos das empresas, focando os diferentes estudos que ao longo das últimas décadas se têm debruçado sobre o tema.

---

<sup>31</sup> Segundo alguns autores, a relação entre accionistas e credores tem maior impacto nas decisões relacionadas com estrutura e custo de capital, apesar de não se dever descurar a sua interferência em termos da política de dividendos (Pacheco, 1999).

### **3.1 Os dividendos e os conflitos de interesses entre accionistas e gestores**

Quando existe uma separação entre a propriedade e a gestão das empresas, as decisões relativas à distribuição de dividendos como alternativa à retenção dos resultados, podem gerar conflitos de interesse entre accionistas e gestores, por via dos efeitos que tais decisões exercem nas preferências de cada uma das partes. Os gestores, ao contrário dos accionistas, preferem a retenção de resultados pelos seguintes motivos fundamentais: (i) evita-lhes a sujeição à disciplina do mercado de capitais, ao proporcionar-lhes a capacidade de autofinanciamento e tornando-os independentes dos accionistas; (ii) permite-lhes recursos que podem ter uma utilização discricionária e o investimento em projectos com o propósito de fazer crescer a empresa, para além da dimensão óptima, tendo em vista o acréscimo da sua remuneração e prestígio; (iii) aversão ao risco típico da gestão; (iv) evita-lhes a penalização na cotação das acções, no caso de se confrontarem com a redução súbita dos dividendos.

O reconhecimento dos motivos divergentes em que se baseiam os padrões de preferências dos accionistas e dos gestores relativamente à política de dividendos, leva à aceitação do papel potencial de tal política na redução dos conflitos de interesses que emergem das relações de agência entre ambas as partes. Assim, uma política de dividendos generosa deve limitar os conflitos resultantes da relação de agência, dado que submete os gestores à disciplina dos mercados financeiros, eleva o risco financeiro da empresa e constitui um mecanismo de redução do *free cash-flow*. Seguindo esta linha, trabalhos como os de Rozeff (1982), Eastbrook (1984) e Jensen (1986) têm formalizado o papel dos dividendos, enquanto mecanismo de

acompanhamento do comportamento dos gestores, ao estenderem a análise de Jensen e Meckling (1976). Estes concluíram que se os mercados funcionassem de forma eficiente, a estrutura de propriedade da empresa não seria relevante para o comportamento económico e para o valor desta. No entanto, como os mercados não são suficientemente eficientes para assegurar que as relações de agência são transparentes, em empresas com separação da propriedade relativamente à gestão e controlo da empresa, existem custos de agência que afectam a tomada de decisão e que explicam alguns dos seus comportamentos (considerados irracionais).

Quando em determinada empresa existem accionistas com capacidade de controlar o destino da mesma e outros sem essa possibilidade<sup>32</sup>, podem surgir conflitos entre esses dois grupos, visto que a maximização do valor da empresa para uns pode não corresponder ao padrão de riscos desejada pelos outros. Segundo Pacheco (1999), este conflito tende a aumentar com a importância económica da empresa de grande dimensão, cotada, com uma estrutura accionista mais dispersa e controlada pelos gestores.

Os trabalhos onde se aplica a teoria da agência à política de dividendos sugerem diversas formas possíveis de reduzir ou controlar os custos de agência relativos ao capital próprio. Jensen e Meckling (1976) defendem o aumento da participação dos gestores na propriedade da empresa, fazer depender a sua remuneração de medidas de avaliação da actuação, de forma a haver maior alinhamento de interesses entre accionistas e gestores e, ainda um maior nível de endividamento, tendente a reduzir os

---

<sup>32</sup> Os grandes accionistas, por exemplo, têm assento no Conselho de Administração e participam de várias decisões juntamente com o gestor. Assim, possuem também informação que dos pequenos accionistas não têm.

custos de agência do capital próprio. Autores como Rozeff (1982), Easterbrook (1984) ou Jensen (1986), defendem o aumento dos dividendos para aumentar o controlo e pressão do mercado em relação às decisões da empresa, nomeadamente, sobre investimentos e financiamentos.

### **3.1.1 Os mercados financeiros e o risco financeiro das empresas**

A distribuição de dividendos pode ter um papel similar ao de outros mecanismos de controlo da actividade dos gestores<sup>33</sup>, segundo Rozeff, (1982). Contudo, se por um lado os dividendos contribuem para a minimização dos custos de agência do capital próprio, custos que resultam dos conflitos de interesses entre accionistas e gestores, por outro lado, dadas as imperfeições que caracterizam os mercados, eles também aumentam significativamente os custos de transacção pela necessidade de recurso ao mercado, para compensar as necessidades de financiamento criadas pela distribuição de dividendos. Assim, no modelo proposto por Rozeff (ignorando as questões fiscais), a política de dividendos óptima é determinada pelo *tradeoff* entre os custos de agência dos capitais próprios e os custos de transacção<sup>34</sup>, de modo a minimizar a totalidade dos custos associados, directa ou indirectamente, à distribuição de dividendos (custos de agência do capital próprio, custos de transacção ou outros).

---

<sup>33</sup> Tal como as cláusulas restritivas dos contratos de empréstimo ou os sistemas de informação e controlo de gestão implementados, por exemplo.

<sup>34</sup> Estudos como os de Huberman (1990) e Megginson (1997) concluem que os custos de transacção têm pouca influência nas políticas de dividendos seguidas pelas empresas, apesar de grande parte da investigação empírica apontar a existência de custos directos e indirectos significativos resultantes do financiamento externo, como por exemplo Ritter, 1987 e Eckbo e Masulis, 1995, citados por Farinha (2002).

Segundo o mesmo autor, um factor importante para explicar a distribuição de dividendos pelas empresas é o das restrições financeiras que ela enfrenta como consequência do risco financeiro. Quanto maior o nível deste, mais a empresa depende do exterior relativamente ao financiamento. Uma empresa onde o risco seja maior, tende a distribuir menos dividendos de forma a reduzir a sua dependência de fontes de financiamento externas e os custos fixos associados.

Os factores utilizados por Rozeff para explicar a escolha dos *payouts* das empresas foram: (i) a percentagem da empresa detida por *insiders*<sup>35</sup>, sendo que o montante dos dividendos está negativamente relacionado com esta percentagem<sup>36</sup>; (ii) o número de accionistas, uma vez que quanto maior a dispersão das acções, mais elevadas tendem a ser os custos de agência e, portanto, o montante dos dividendos; (iii) o crescimento da empresa, visto que o crescimento tem relação directa com as necessidades de financiamento e, assim, com menores montantes de dividendos distribuídos de maneira a reduzir as necessidades de financiamento externo; (iv) o risco da empresa.

No modelo formulado por Rozeff com base numa amostra de 1000 empresas norte americanas de 64 sectores de actividades diferentes e durante o período de 1974 a 1980, foi obtida evidência empírica que apoia a forte relação entre o valor médio de dividendos distribuídos e o conjunto das variáveis utilizadas como *proxys* dos custos de agência e de transacção. Como *proxy* das relações de agência e dos seus custos, o autor utilizou a percentagem do capital detido pelos gestores e o número de

---

<sup>35</sup> Um *insider* é o accionista que tem acesso à gestão da empresa que detém. Geralmente, trata-se do grande accionista com assento no *board*

<sup>36</sup> Quanto maior for o peso dos *insiders* como accionistas, menor a necessidade de utilizar os dividendos para controlar os custos de agência.

accionistas. Em relação à primeira variável, observa-se uma relação inversa entre essa variável e o *dividend payout*, dado que quanto maior for a percentagem do capital detido pelos gestores menor é a separação entre a propriedade e a gestão da empresa e menor é a necessidade, com tudo o resto constante, de recorrer à distribuição de dividendos para limitar os custos de agência<sup>37</sup>.

Relativamente aos custos de transacção, a relação com o *dividend payout* espera-se positiva porque quanto maior a dispersão do capital da empresa maior é a probabilidade de se registarem custos de agência, em virtude da baixa capacidade de intervenção que cada um dos accionistas considerado individualmente, tem para controlar a actividade dos gestores<sup>38</sup>. Como *proxys* dos custos de transacção, o autor utilizou duas medidas de crescimento da empresa e o beta das acções, como *proxy* para o risco da empresa, tendo-se concluído que estas variáveis exercem uma influência negativa no *dividend payout*. No caso das medidas de crescimento, porque o crescimento aumenta as necessidades de financiamento e tende a limitar a distribuição de dividendos. Uma redução do financiamento externo evitaria o ter que suportar custos de transacção. No que se refere ao risco, porque a volatilidade do retorno exigido pelos investidores tende a acrescer aos custos de emissão do financiamento externo. A empresa procura limitar a necessidade de recorrer a esse financiamento reduzindo o seu *dividend payout*. Paralelamente, o autor constatou que

---

<sup>37</sup> Esta relação é apresentada por grande parte dos estudos posteriores que consideraram também a percentagem do capital da empresa pertencente aos gestores como variável explicativa da distribuição de dividendos, como Noronha *et al.* (1996) e Agrawal e Jayaraman (1994).

<sup>38</sup> Esta previsão foi confirmada por alguns estudos subsequentes. No entanto, estudos mais recentes não detectaram qualquer relação significativa do ponto de vista estatístico, entre o índice de dispersão do capital da empresa e a distribuição de dividendos (Augusto, 2003, p. 269). Pacheco (1999) cita o estudo efectuado por Prevezer e Ricketts (1994) que reconhecem que a dispersão do capital da empresa pode possuir uma influência relevante no seu *dividend payout*, em virtude de maiores custos de agência associados, mas concluem que a relação entre as variáveis é complexa e que, por isso mesmo, pode ser obscurecida.

o sector de actividade não é uma variável relevante na explicação do montante de dividendos distribuídos, como evidenciado em outros estudos empíricos (como os trabalhos de McCabe (1979) ou, mais recentemente, Moh'd *et al.* (1995)), facto que se ficaria a dever somente a um comportamento similar das variáveis com poder explicativo dentro de cada sector.

Lloyd *et al.* (1985) reestimaram o modelo de Rozeff utilizando o volume de vendas como *proxy* da dimensão da empresa, enquanto variável explicativa do *dividend payout*, concluindo que este é afectado pelos efeitos da relação de agência e da dimensão. Jahera *et al.* (1986), na sequência do trabalho de Rozeff, notaram que as empresas em que o controlo está nas mãos dos gestores tendem a possuir um maior *dividend payout* e concluíram que este se encontra negativamente relacionado com o crescimento da empresa, com o “beta das acções” (medida do risco), com a percentagem do capital detido pelos gestores e com o número de accionistas. No entanto, o poder explicativo destas variáveis apresentou-se aqui inferior ao conseguido por Rozeff (1982).

Crutchley e Hansen (1989), no seu estudo que englobou 603 empresas norte americanas no período entre 1981 e 1985, obtiveram evidência empírica que apoia a importância dos custos associados à emissão de novas acções e de agência na distribuição de dividendos. Assumindo que os primeiros são tanto maiores quanto menor é a dimensão da empresa e quanto mais elevado é o risco dos seus títulos, os autores utilizaram como *proxys* para os custos associados à emissão de novas acções, o total do activo da empresa emitente e a variância das taxas de rendibilidade dos títulos. Os resultados obtidos, para além de mostrarem que a dimensão da empresa

exerce um efeito positivo na distribuição de dividendos e que o montante das despesas em publicidade e em investigação e desenvolvimento, possui um efeito indeterminado, revelaram que a percentagem do capital detido pelos gestores e a variância da rendibilidade exercem um efeito negativo no seu *dividend payout*. Paralelamente, mostraram, ainda, que a probabilidade dos gestores incorrerem em perdas de diversificação (ao deslocar fundos do património pessoal para alargarem a posição no capital da empresa) encontra-se negativamente relacionada com o rácio de endividamento da empresa e com o seu *payout*. Estes resultados revelam que os gestores fixam o montante de dividendos tendo em conta os custos de emissão a suportar para se financiarem nos mercados de capitais e são indicativos de que o comportamento e decisões daqueles, no que respeita às suas decisões financeiras, têm em vista o controlo de forma eficiente dos custos de agência.

Tendo também por base o modelo de Rozeff de 1982, Moh'd *et al.* (1995) testaram a hipótese da existência de um *dividend payout* óptimo, onde os custos de agência e de transacção são minimizados. As suas análises recorreram a dados *cross-section* e a séries temporais, onde o beta foi substituída por medidas de risco operacional e financeiro e onde, adicionalmente, foram incluídas variáveis para controlar o efeito do sector industrial e para reflectir o efeito que a percentagem do capital da empresa detido por certa categoria de investidores, como os investidores institucionais, pode exercer na estrutura dos custos de agência. Os resultados obtidos, ao longo do período 1972-1989, revelaram um efeito positivo da variável “*institutional ownership*” no *dividend payout* e outros na linha dos obtidos por Rozeff. Estes autores, ao mostrarem evidência de que a relação entre o *dividend payout* e os custos de agência e de transacção se manifesta não apenas na análise *cross-section*, mas também ao longo do

tempo, concluíram que os gestores ajustam os *dividend payout* das suas empresas em resposta à alteração operada na estrutura daquelas duas categorias de custos.

Easterbrook (1984) analisou igualmente o papel dos dividendos na redução dos custos de agência, recorrendo à constatação de que os accionistas das empresas de capital disperso, quando considerados individualmente, possuem pouco incentivo para controlarem a actividade dos gestores, dado que teriam de suportar sozinhos os custos desse acompanhamento enquanto que teriam de repartir os benefícios de tal actividade com os demais accionistas. Assim, segundo o autor, uma política de dividendos generosa e regular encontra fundamento no contexto da teoria da agência. Ao limitar a capacidade de autofinanciamento da empresa, *ceteris paribus*, obriga os gestores a recorrerem mais frequentemente aos mercados de capitais, e a sujeitarem-se à disciplina por eles imposta, para suprirem as necessidades de financiamento. Tal facto cria disciplina no seu comportamento perante o risco, em virtude da actividade de acompanhamento exercida sobre o mercado por investidores externos, intermediários financeiros e autoridades monetárias<sup>39</sup>. Tal acompanhamento / avaliação do desempenho das empresas cotadas constitui um incentivo à melhoria do desempenho por parte dos gestores por dois motivos: 1) porque a reacção destes a um comportamento mal avaliado é imediata ao contrário da dos accionistas existentes; 2) porque os investidores potenciais possuem um forte incentivo para controlarem a actividade dos gestores ao decidirem investir na empresa.

---

<sup>39</sup> Estudos empíricos como o de Moyer *et al.* (1989) ou Jain e Kini (1999) fornecem evidência relativamente ao papel dos analistas financeiros e dos bancos de investimento no controlo da actividade dos gestores da empresa (Augusto, 2003, p. 276)

Assim, segundo Easterbrook (1984), a distribuição de dividendos de forma regular, ao aumentar, pela limitação do autofinanciamento, a necessidade de recurso aos mercados financeiros, constitui um mecanismo capaz de prevenir conflitos de interesses resultantes da separação entre a propriedade e a gestão da empresa e, por consequência, reduz os custos de agência do capital próprio.

O autor argumenta que a distribuição de dividendos contribui também para forçar os gestores a encararem o acréscimo do endividamento da empresa de acordo com os objectivos dos accionistas, que perdem caso a empresa entre em stress financeiro ou vá à falência, mas não tanto quanto os gestores, e que desejam também um adequado nível de risco<sup>40</sup>. Assim, dado que os dividendos restringem a capacidade dos gestores em manterem baixos níveis de endividamento e previnem a utilização discricionária desses resultados não distribuídos, evitam que se proceda a uma transferência de riqueza dos accionistas para os credores<sup>41</sup>.

Lease *et al.* (1999) consideram que as explicações avançadas por Easterbrook (1984) para a distribuição de resultados, no quadro da teoria da agência, implicam que: 1) as empresas em que grandes investidores participam no seu capital têm menos necessidade de acompanhamento e avaliação por parte de externos, dado que aqueles possuem um maior incentivo para acompanharem a actividade dos gestores. Assim, é

---

<sup>40</sup> Segundo Augusto (2003), a maior aversão ao risco por parte dos gestores, relativamente à generalidade dos accionistas, resulta da sua menor capacidade para diversificar as fontes de rendimento. Esta diferente exposição ao risco de cada uma das partes pode condicionar o seu comportamento. Também Fama e Jensen (1983) se referem ao accionista-gestor como privilegiando os investimentos e fontes de financiamento com menor risco, que não convêm à generalidade dos accionistas, dada a menor possibilidade de diversificarem o seu risco, consequência do seu investimento humano e financeiro na mesma organização. Agrawal e Nagarajan (1990) confirmam a hipótese de aversão ao risco do accionista-gestor, quando estes tomam decisões de financiamento.

<sup>41</sup> Transferência que ocorreria se o risco financeiro da empresa se tornar inferior ao que esteve na base da fixação da taxa de juro subjacente aos empréstimos.

de esperar que estas empresas, tal como as de capital fechado, possuam um menor *dividend payout* quando comparadas com empresas similares com maior propensão para os conflitos de interesses entre accionistas e gestores; 2) das empresas que possuem baixo rácio de endividamento ou elevadas oportunidades de crescimento espera-se que distribuam menos dividendos, dado que a probabilidade de ocorrer transferência de riqueza dos accionistas para os credores, por via da retenção de resultados, é reduzida; 3) as empresas com um elevado rácio de endividamento são as que têm problemas de transferência de riqueza potencialmente mais custosos e onde os accionistas mais terão a ganhar com o endividamento. Então, é de esperar uma relação positiva entre o rácio de endividamento da empresa e o seu *dividend payout*.

No modelo de Easterbrook, o papel dos dividendos na redução dos custos de agência é condicionado pelas características da empresa que potencialmente influenciam aqueles custos e assenta na possibilidade de existirem mecanismos alternativos que possam ser utilizados no controlo desses custos e os possam substituir. Em particular, supõe uma interligação entre as decisões de dividendos e de financiamento. Na sequência deste trabalho, Noronha *et al.* (1996) apresentam um modelo em que se reconhece a simultaneidade das decisões de estrutura de capital e de dividendos, assim como a sua dependência das características da empresa, nomeadamente das oportunidades de crescimento e da disponibilidade de outros mecanismos, para além dos dividendos, capazes de contribuir para a minimização dos custos de agência<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> Os autores consideram os pacotes de remuneração dos gestores baseados no desempenho de mercado, a existência de um accionista maioritário ou de um núcleo duro e as ameaças potenciais de *takeover*.

Estes autores observaram que a distribuição de dividendos não possui apenas benefícios potenciais mas implica custos, como os fiscais e de emissão, por exemplo, e reconheceram que a validade do papel dos dividendos é condicionada pela existência de outros mecanismos de controlo dos custos de agência, para além dos relacionados com os dividendos, e pelas oportunidades de crescimento. Os resultados obtidos, com base em dados recolhidos de uma amostra de empresas ao longo do período 1968-1988, revelaram que nas empresas em que existiam mecanismos de controlo dos custos de agência, alternativos aos dividendos e/ou elevado crescimento esperado, o *payout* não se encontra relacionado com as *proxys* dos custos de agência utilizadas e não existe interacção entre as decisões do capital e dos dividendos<sup>43</sup>. Porém, nas empresas em que existem poucos ou pouco eficazes mecanismos alternativos aos dividendos e/ou reduzido crescimento esperado, o *payout* é explicado pelos custos de agência, observando-se uma simultaneidade entre a escolha da estrutura de capital e a dos dividendos.

### **3.1.2 Os recursos financeiros disponíveis**

Segundo Jensen (1986), os conflitos de interesses entre accionistas e gestores assumem particular relevância quando as empresas geram *free cash-flow*. Este autor sustenta, também, que os gestores ao preferirem a retenção dos resultados gerados

---

<sup>43</sup> Evidência empírica semelhante obtida por Eckbo e Verma (1994), citados por Gugler (2003). Em especial, no primeiro destes estudos, os resultados revelaram que a distribuição de dividendos tende a diminuir à medida que os poderes de voto dos gestores/proprietários aumentam e tende para zero quando estes controlam a totalidade do capital.

pela empresa à sua distribuição, podem não tomar a decisão que maximize o valor da empresa, como desejado pelos accionistas.

Assim, a retenção de resultados contribui para aumentar os recursos à disposição dos gestores ao mesmo tempo que pode gerar problemas de sobreinvestimento, o que potencia os conflitos de interesses entre accionistas e gestores<sup>44</sup> e aumentam os custos associados que se reflectem no valor da empresa. Segundo Jensen, os dividendos, ao contribuírem para a redução do *free cash-flow* disponível, consequentemente para o decréscimo dos custos de agência do capital próprio, podem conduzir ao acréscimo da cotação das acções da empresa, e vice-versa. A distribuição de dividendos de forma regular constitui, como referido, uma forma de forçar as empresas a recorrerem ao mercado de capitais, para suprirem as suas necessidades de financiamento.

Um dos factos mais apontado na literatura, onde os dividendos e o endividamento são apontados como mecanismos para reduzir os custos de agência do capital próprio (e em particular, o *free cash-flow*), é o de que os dividendos não representam um compromisso financeiro por parte dos gestores, ao contrário do serviço da dívida. Segundo Jensen (1986) e Ghoshen (1995), entre outros, é mais fácil aos gestores fazerem cortes no montante dos dividendos distribuídos do que suspender os pagamentos relativos ao endividamento da empresa. A investigação efectuada com base nos efeitos de sinalização dos dividendos tem, no entanto, apresentado fortes

---

<sup>44</sup> Quanto maior o *free cash-flow* gerado pela empresa maiores se tornam os conflitos de interesses entre accionistas e gestores, em virtude da existência de condições para que estes sejam tentados a fazer crescer a empresa para além da dimensão óptima. Para Charreaux (1997), citado por Augusto (2003), a existência de *free cash-flow* incentiva os gestores a adoptarem estratégias de diversificação, através da aceitação de projectos de investimento não necessariamente rendíveis, com vista a posicionarem-se em sectores que conhecem melhor e onde possuem vantagens comparativas, para aumentarem o seu poder discricionário e diminuir o risco de gestão. A probabilidade deste comportamento existir é tanto maior quanto menor o controlo da actividade dos gestores por parte dos accionistas.

argumentos contra. Os gestores parecem relutantes em alterar a política de dividendos, em virtude dos sinais que tais alterações transmitem ao mercado e do seu previsível impacto na cotação das acções.

O modelo teórico proposto por Myers (2000), e desenvolvido, fundamentalmente, no quadro da teoria da agência, apoia a ideia da estabilidade dos dividendos, porque um fluxo contínuo de dividendos reduz a ameaça de demissão dos gestores e de liquidação da empresa por parte dos accionistas. Para Fluck (1998), os gestores possuem um incentivo para distribuírem dividendos estabelecendo e fortalecendo a sua reputação junto dos accionistas.

Lang e Lintzenberger (1989) estudaram o papel dos dividendos como mecanismo passível de reduzir a probabilidade dos gestores utilizarem o *free cash-flow* no seu próprio interesse, nomeadamente, comparando a reacção dos investidores face a uma alteração da política de dividendos levada a cabo por gestores que estão a sobreinvestir, com a reacção onde não haja suspeita de sobreinvestimento. Para tal, os autores recorreram a uma amostra de 429 alterações da política de dividendos, durante o período entre 1979 e 1984 e utilizaram o quociente entre o valor de mercado da empresa e o valor contabilístico de reposição dos seus activos (rácio Q de Tobin) como medida da existência ou não de sobreinvestimento<sup>45</sup>. As conclusões foram de que a distribuição de resultados restringe a decisão dos gestores de investirem para além do que é desejado pelos accionistas.

---

<sup>45</sup> Segundo os mesmos autores, as empresas que investem para maximizar o seu valor possuem um Q superior à unidade, dado que o valor de mercado reflecte o valor dos activos subjacentes ao investimento mais o valor actual desse investimento. Pela mesma lógica as empresas que recorrem ao sobreinvestimento, apresentam um Q inferior à unidade.

Estas conclusões foram, no entanto, contestadas por Denis e Sarin (1994) e Yoon e Starks (1995), com base na argumentação de que o valor das acções em dado momento reflecte o valor actual dos dividendos futuros nesse momento e, assim, os investidores esperam que as empresas com um *dividend yield* baixo aumentem os seus dividendos a uma taxa superior à das empresas já com um *yield* elevado. Assim, o acréscimo dos dividendos por parte das empresas com um *dividend yield* elevado (que normalmente correspondem a empresas com o Q baixo e, portanto, com sobreinvestimento) representa maior surpresa para os investidores, com consequências ao nível de uma maior alteração das cotações.

Howe *et al.* (1992) estenderam esta análise com o objectivo de saber se as conclusões acima são válidas quando considerados os dividendos especiais e a recompra de acções próprias. Assim, analisaram o efeito do anúncio destas formas de distribuir resultados na cotação das acções, com o propósito de averiguar se essa reacção é consistente com a hipótese do *free cash-flow*. As suas conclusões foram no sentido de que a reacção de mercado face ao anúncio de recompra de acções próprias e à distribuição de dividendos especiais não é significativamente diferente nas empresas que supostamente se encontravam em situação de sobreinvestimento e nas que supostamente investiriam no sentido da maximização do seu valor.

Lie (2000) procedeu a uma análise similar considerando, em simultâneo, a alteração dos dividendos regulares, a recompra de acções próprias e a distribuição de dividendos especiais. Segundo o autor, estas formas de distribuir resultados possuem

implicações importantes dada a diferente frequência com que normalmente ocorrem<sup>46</sup>. O estudo centrou-se no impacto dos três acontecimentos referidos na cotação de acções e teve por base uma amostra de 207 operações de recompra de acções próprias, 570 anúncios de dividendos especiais e 7.417 acréscimos de dividendos regulares, ocorridos no período 1978-1993. As conclusões foram no sentido de que as empresas que recorrem a estes eventos possuem nesse período excesso de fundos, relativamente à média da indústria. No caso das empresas que recorrem à distribuição de dividendos especiais ou à recompra de acções próprias, esse excesso de fundos é, na maior parte das vezes, esporádico, ao contrário do que acontece nas situações em que as empresas acrescem os seus dividendos regulares. A mudança na cotação das acções encontra-se positivamente relacionada com o excesso de fundos e com as oportunidades de crescimento, no caso da recompra de acções próprias e da distribuição de dividendos especiais de elevados montantes. No entanto, esta relação não é significativa no caso de aumentos nos dividendos regulares ou na distribuição de dividendos especiais de pequenos valores.

Blanchard *et al.* (1994) mostraram que as empresas com reduzidas oportunidades de crescimento optam pela não distribuição de *cash-flows* esporádicos aos investidores, através de dividendos regulares, especiais ou recompra de acções. Os gestores daquelas empresas preferem destinar esses *cash-flows* à aquisição de outras empresas, na mesma linha de negócio ou em negócios diferentes, a aplicá-los na cobertura de prejuízos operacionais acumulados, ao acréscimo de compensações aos gestores ou à

---

<sup>46</sup> Por exemplo, as empresas que experimentam um acréscimo esporádico do seu *cash-flow* recorrem à distribuição de dividendos especiais ou à recompra de acções próprias para fazerem chegar aos accionistas aquele excedente de *cash-flow*, já que se aumentassem os dividendos regulares, criariam um vínculo de expectativa para o futuro.

recompra de acções próprias. Os autores acima interpretam este comportamento, de acordo com a teoria da agência, como revelando preocupação em manter a empresa pouco atractiva, evitando ameaças à sua posição por parte de grupos externos.

Agrawal e Jayaraman (1994) estudaram, igualmente, o papel dos dividendos na redução da possibilidade de os gestores utilizarem o *free cash-flow* disponível de acordo com interesses próprios, seguindo, no entanto, uma abordagem diferente. Os autores compararam a política de dividendos de empresas não endividadas com a de empresas endividadas similares, testando a hipótese da política de dividendos ser influenciada pela necessidade de restringir o sobreinvestimento, o que teria como consequência o facto das empresas não endividadas procederem a uma maior distribuição de dividendos relativamente ao resultado gerado, uma vez que as empresas endividadas teriam visto o seu *free cash-flow* reduzido pelo serviço da dívida.

Com base numa amostra de 71 empresas e observações relativas ao período 1979-1983, os mesmos autores constataram que o *payout* das empresas financiadas exclusivamente por capitais próprios é significativamente maior do que o das empresas endividadas, sendo que o das primeiras difere consoante a percentagem de acções detida pelos gestores, ou seja, quanto maior a participação destes no capital da empresa, menor é o seu *payout*. Os autores concluíram que os resultados eram consistentes com a hipótese de que os dividendos e o endividamento reduzem os conflitos de interesses entre gestores e accionistas, relacionados com a utilização do *free cash-flow*.

### 3.1.3 As compensações dos gestores

A relação entre a distribuição de dividendos e os planos de recompensa dos gestores, enquanto mecanismo alternativo de acompanhamento da sua actividade, tem servido, também, de base a diversa investigação empírica. Estes estudos pretendem conhecer se e como estes mecanismos alternativos podem ser utilizados para atenuar conflitos de interesses que se travam no seio das empresas.

A análise de Smith e Watts (1992) mostra existir uma relação clara entre as oportunidades de crescimento das empresas e as suas políticas de financiamento, de dividendos e de recompensa dos gestores, ao revelar que as empresas com maiores opções de crescimento<sup>47</sup> possuem menor nível de endividamento, menores *dividend yields*, os seus gestores usufruem de mais altas compensações e recorrem com mais frequência a *stock option plans*. Os resultados evidenciaram, ainda, uma relação negativa entre o *dividend yield* e o uso de planos de compensação dos gestores, como os *stock option plans* ou os bónus. Assim, os planos de compensação dos gestores, ao alinharem os interesses destes com os dos accionistas, funcionam como um mecanismo alternativo aos dividendos na redução dos custos de agência do capital próprio.

White (1996) analisou os efeitos na política de dividendos da implantação de planos de compensação dos gestores por parte das empresas. O estudo centrou-se em

---

<sup>47</sup> Empresas com maior acesso a projectos com VAL positivo.

empresas pertencentes a sectores cujos custos potenciais de agência relacionados com o *free cash-flow* disponível são elevados e obteve resultados consistentes com a hipótese de que as empresas incluem nos contratos de remuneração dos gestores que associam a sua recompensa ao montante de dividendos distribuídos, para assim conciliarem os interesses de ambas as partes e reduzirem os custos associados à relação de agência. Estas empresas possuem maiores *dividend payouts* e *dividend yields*, assim como maiores variações anuais nos dividendos. Concluiu ainda que o recurso a incentivos baseados em dividendos nos contratos de remuneração dos gestores está positivamente relacionado com a dimensão da empresa e negativamente relacionado com a presença de membros não executivos no conselho de administração, com o peso dos *insiders* na estrutura accionista e com a taxa de crescimento da empresa.

Lippert *et al.* (2000) analisaram a reacção normal da cotação das acções ao anúncio da distribuição de dividendos, numa amostra de 323 empresas norte americanas, cruzando-a com a existência de planos de recompensa do desempenho dos gestores. Os autores obtiveram evidência empírica sobre a pertinência dos planos de compensação dos gestores<sup>48</sup>, tornando-se este facto mais evidente quando os problemas de agência se colocam com especial acuidade e/ou quando outros mecanismos de controlo do comportamento destes não estão disponíveis. Os autores também concluíram que a existência de tais planos reduz a necessidade de distribuir dividendos enquanto meio para atenuar os custos de agência<sup>49</sup>. Os autores, por último,

---

<sup>48</sup> Esses planos fazem depender a recompensa aos gestores de indicadores de desempenho.

<sup>49</sup> Lippert e Moore (1995), citados por Augusto (2003), concluíram, anteriormente, que a sensibilidade da recompensa dos gestores face ao seu desempenho constitui um mecanismo substituto para amenizar os conflitos de interesses entre accionistas e gestores.

constataram que a reacção da cotação das acções ao anúncio dos dividendos é tanto mais ténue quanto maior é a recompensa ao desempenho dos gestores, com maior efeito em empresas com baixas oportunidades de crescimento.

A teoria da agência prevê uma reacção positiva na cotação das acções ao anúncio da distribuição de dividendos, essencialmente por dois motivos: (i) ela reduz a probabilidade de os gestores utilizarem o *free cash-flow* disponível em proveito próprio e, (ii) também ao limitar a capacidade de autofinanciamento da empresa, acresce a probabilidade de os gestores terem que recorrer aos mercados de capitais e, de se sujeitarem ao acompanhamento e disciplina imposta por esses mercados. Porém, se os interesses dos accionistas e dos gestores se encontram melhor alinhados quando a recompensa do desempenho dos últimos é elevada, menor é a necessidade de distribuir dividendos, sendo de esperar que nestes casos a reacção da cotação das acções face a um anúncio de acréscimo dos dividendos seja menor.

#### **3.1.4 Outros estudos**

Para Porta *et al.* (1997), autores como Easterbrook (1984), Jensen (1986), Fluck (1995), Myers (1996) e Gomes (1996), por exemplo, seguiram uma linha de estudo que defende que a política de dividendos pode resolver os problemas de agência entre *insiders* e *outsiders*. De acordo com estes trabalhos, se os resultados não forem distribuídos como dividendos aos accionistas, podem ser utilizados pelos gestores para fins privados ou para projectos não rentáveis que beneficiem os mesmos. Por isto, os accionistas preferem a distribuição de dividendos à retenção de resultados. Segundo o

mesmo autor, estas teorias diferem quanto à actuação dos accionistas de forma a obter o pretendido. Myers (1996), assim como Hart e Moore (1994), assume que os accionistas podem ameaçar liquidar a empresa para conseguir tais objectivos, enquanto que Fluck (1995) e Gomes (1996) partem do princípio de que as empresas pagam dividendos para conseguirem a reputação de que tratam bem os accionistas.

Nesse trabalho, a partir do estudo de uma amostra de 4.000 empresas de 33 países, Porta *et al.* assumem que os problemas de agência diferem bastante entre os diversos países, em parte devido aos regimes legais que variam muito, desde os que oferecem grande protecção às minorias accionistas até àqueles que não prevêem nenhuma protecção legal. O significado dado a *insiders* depende de país para país e a legislação é a melhor garantia para os pequenos investidores, sem poder efectivo face a famílias ou instituições financeiras que, em muitos países, controlam muitas das grandes empresas. Neste contexto, de significativos problemas de agência entre *insiders* e *outsiders*, os dividendos podem jogar um papel importante.

Assim, segundo este estudo, as empresas, em países com melhor protecção da minoria accionista, pagam mais elevados dividendos, sendo que, nestes países, as empresas em crescimento acelerado pagam menores dividendos do que as que têm um crescimento lento. A conclusão do trabalho é consistente com a ideia de que em regimes de maior protecção legal, os accionistas tendem a preferir esperar pelos dividendos em fases de boas oportunidades de investimento e que, em regimes de fraca protecção legal, os accionistas aceitam receber o montante de dividendos possível, qualquer que sejam as oportunidades de investimento.

Bhattacharyya (2003) utiliza o paradigma do principal – agente para explicar a política de dividendos das empresas e conclui que esta também é explicada pela qualidade dos gestores. Segundo o autor, os dividendos estão negativamente relacionados com a produtividade dos gestores<sup>50</sup>: os agentes com menor produtividade declaram maiores níveis de dividendos e os gestores de maior qualidade recebem uma remuneração total superior. Segundo o mesmo trabalho, tende a existir uma relação negativa entre o *dividend payout* e a remuneração dos gestores.

Gugler (2003) nota que a estrutura de propriedade e de controlo da empresa é outro determinante da sua política de dividendos. O controlo das empresas por parte do Estado ou por parte de famílias ou indivíduos motiva um maior ou menor rácio-objectivo para o pagamento de dividendos e uma relutância maior ou menor em cortar no valor dos dividendos. Este estudo teve como base uma amostra de empresas australianas e conclui, também, que os dividendos têm efeito negativo no investimento.

De Angelo *et al* (2004b)) notam que as empresas pagam dividendos para reduzirem os custos de agência associados a elevados fluxos de caixa e a estruturas de capital pouco endividadas. Os autores encontraram uma relação estatisticamente significativa entre a probabilidade da empresa pagar dividendos e características como a dimensão, rendibilidade, crescimento, histórico da distribuição de dividendos<sup>51</sup> e, também, nível de capitais próprios gerados internamente<sup>52</sup>.

---

<sup>50</sup> Ao contrário do que, como se verá, esperariam as teorias baseadas no efeito de sinalização.

<sup>51</sup> Conclusão semelhante ao trabalho de Fama e French (2001).

<sup>52</sup> O indicador referido pelo autor seria Capital próprio interno / Capital Próprio ou Activo.

Holder *et al.* (1998) estudaram a influência dos accionistas na política de dividendos da empresa, examinando a relação entre investimentos e distribuição de dividendos e entre dividendos e custos de agência. Os resultados obtidos indicam que a propriedade dos gestores afecta significativa e negativamente o *dividend payout* enquanto que o número de accionistas a afecta positivamente. Estes resultados sugerem que quanto maior a percentagem de acções detidas pelos gestores, menores são os custos de agência e menor o montante de dividendos distribuídos. Também, as empresas com maior dispersão de capital têm maiores custos de agência e pagam um maior nível de dividendos para controlar esses custos<sup>53</sup>.

No mesmo estudo empírico, os resultados obtidos mostram que o *free cash-flow* afecta significativa e positivamente os dividendos<sup>54</sup> e que as empresas com menos linhas de negócio tendem a ter menores *dividend payout* enquanto que empresas de maior dimensão têm rácios mais elevados. O trabalho sugere que existe interacção entre as políticas de dividendos e de investimento e, segundo o autor, o *free cash-flow* é a mais directa medida dos custos de agência.

Fuller e Thakor (2003) desenvolveram um modelo da política de dividendos empresarial sem custos de agência ou sinalização, baseado no facto dos gestores valorizarem a flexibilidade operacional das suas decisões e onde o principal factor explicativo é a redução dos dividendos. Assim, mantendo os *cash-flows*, os gestores podem investir em projectos que considerem vantajosos. No entanto, o custo do não

---

<sup>53</sup> Conforme o autor, resultados consentâneos com o trabalho de Rozeff (1982).

<sup>54</sup> Este resultado está de acordo com as hipóteses de Jensen (1986) que afirmavam que as empresas com maiores níveis de *cash-flow* têm maiores custos de agência e necessitam de dividendos mais elevados para reduzir esses custos.

pagamento de dividendos é a redução na cotação das acções. Os autores acreditam que a flexibilidade de gestão é a peça que falta no *puzzle*.

O estudo teve por base uma amostra de empresas pagadoras e não pagadoras de dividendos e dados do período entre 1980 e 2000. As hipóteses verificadas por este trabalho são:

1 – Menores dividendos implicam a descida das cotações, em especial quando com maiores resultados as cotações tendem a aumentar e há mais liquidez para possível distribuição;

2 – Os investidores valorizam mais os dividendos quando o preço das acções é menor;

3 – Com o aumento no risco do investimento, os dividendos diminuem;

4 – Existe correlação positiva entre a cotação e o risco dos capitais próprios, devido à dependência dos dividendos relativamente ao preço dos capitais e à relação entre risco e dividendos;

5 – Empresas com menor rácio dívida/capitais próprios têm dividendos menores;

6 – Empresas com menores dividendos têm maiores níveis de liquidez (para investirem em projectos futuros);

7 – Quanto maior a importância que os gestores dão à cotação das acções, maior o nível de dividendos;

8 – Quanto maior a dispersão do capital, maior o nível dos dividendos;

9 – Quanto maiores custos de transacção do capital, menores os dividendos.

Faulkender *et al.* (2006) apresentam um modelo baseado no potencial desacordo entre gestores e investidores, o que leva a decisões previsíveis na escolha de estrutura financeira e na política de dividendos. As hipóteses do estudo assentam na ideia de

que quanto melhor a *performance* da empresa, maior a confiança que os investidores têm nos gestores e nas decisões destes. Assim, o estudo sugere que 1) melhor desempenho empresarial e, conseqüentemente, maior concordância entre os gestores e os investidores, resulta em menores rácios de endividamento; 2) esse melhor desempenho leva também a mais baixos dividendos.

### **3.2 Os dividendos e os conflitos de interesses entre accionistas e credores**

A distribuição de dividendos pode atenuar os conflitos de interesses entre os accionistas e os gestores mas, em teoria, pode também agravar os conflitos de interesses entre accionistas e credores. Esses conflitos surgem da desigualdade de direitos sobre o valor da empresa, ou seja, enquanto os credores vêem a satisfação dos seus direitos, em caso de falência, condicionada pela disponibilidade de aplicações de fundos cujo valor iguale os créditos a receber, os accionistas apenas participam no valor de liquidação da empresa, após terem sido satisfeitas todas as obrigações perante os credores. Esta assimetria de direitos sobre o valor da empresa constitui a principal razão da relação de agência existente entre accionistas e credores e cria uma assimetria de objectivos, com importantes implicações para a política de dividendos óptima, na perspectiva de cada uma das partes.

Os accionistas preferem uma política de dividendos generosa, visando a transferência de riqueza da empresa para os detentores do capital. Por sua vez, os credores preferem a não distribuição de dividendos, em especial em casos de elevados rácios de

endividamento, pois esta significa um acréscimo do endividamento, a liquidação de activos ou o sub-investimento, diminuindo a capacidade financeira da empresa para solver as dívidas e reduzindo, portanto, a segurança dos seus créditos. Qualquer decisão que aumente o risco da empresa, como a decisão de distribuição de dividendos, contribui já, em geral, para melhorar a posição dos accionistas e deteriorar a dos credores.

Pacheco (1999) cita o estudo de Galai e Masulis (1976) onde se sugere que os accionistas ganham com um aumento inesperado no risco dos activos da empresa<sup>55</sup>, uma vez que a transferência de riqueza dos credores para os accionistas mais do que compensa a redução do valor total da empresa. Assim, no caso dos accionistas terem o controlo da empresa e os credores não terem capacidade para controlar as suas decisões, a maximização da riqueza dos accionistas é, geralmente, conseguida com prejuízo da maximização do valor residual da empresa.

A possibilidade de transferência de riqueza dos credores para os accionistas é frequentemente apontada como a principal razão da introdução, nos contratos de empréstimo, de cláusulas que restringem os dividendos. Kalay (1982a) analisou uma amostra composta por 150 contratos de empréstimos para a emissão de obrigações cotadas no mercado de capitais norte americano, pertencentes a 135 empresas, no período compreendido entre 1956 e 1975, e constatou que 128 desses contratos continham cláusulas restritivas da distribuição de dividendos. O autor constatou ainda que todas as empresas distribuía um montante de dividendos que era em média de 11,7% inferior ao permitido pelos contratos. Esta situação não só favorece os

---

<sup>55</sup> Esta situação ocorre mesmo quando o valor total dos activos da empresa se reduz.

obrigacionistas pois limita o risco das obrigações, como é claramente indicativa da preferência das empresas por uma certa margem de manobra relativamente ao montante dos dividendos distribuídos, de forma a evitar cortes em períodos de maiores dificuldades económicas.

Myers (1977) mostrou que os accionistas podem financiar os dividendos com a não utilização desse financiamento em projectos rentáveis, em especial em empresas em que o seu valor depende das oportunidades de crescimento, e que os custos potenciais associados a conflitos podem ser reduzidos com o compromisso de restrições nos pagamentos futuros de dividendos. Kalay (1982) concluiu que as cláusulas restritivas dos dividendos em obrigações estão estruturadas para controlar eventuais conflitos de interesse entre accionistas e obrigacionistas<sup>56</sup>.

Segundo Augusto (2003), a hipótese de que os aumentos não esperados de dividendos distribuídos conduzem à transferência de riqueza dos credores para os accionistas, requer que tais alterações conduzam à redução do valor dos títulos da dívida, nomeadamente quando a empresa tem já um grau significativo de endividamento. Se, por um lado, esses acréscimos não esperados podem conduzir à transferência de riqueza, por outro, transmitem informação acerca do valor da empresa e das suas perspectivas de crescimento<sup>57</sup>. A investigação empírica não tem sido coerente com nenhum destes efeitos já que existem conclusões de estudos que apontam numa direcção e outros noutra.

---

<sup>56</sup> Em que, por exemplo, dividendos financiados por aumentos de capital não estão, geralmente, limitados.

<sup>57</sup> Com base na teoria dos sinais, tratada no capítulo seguinte.

Handjinicolaou e Kalay (1984) analisaram a reacção da cotação das obrigações não convertíveis ao anúncio de uma alteração dos dividendos da empresa emitente, tendo por base uma amostra de 255 alterações nos dividendos ocorridos entre 1975 e 76. Os resultados obtidos mostraram uma reacção positiva pequena face ao anúncio do aumento dos dividendos e uma reacção negativa aquando de cortes no montante dos dividendos. Os autores sublinharam a maior consistência destes resultados com o efeito informacional das alterações dos dividendos, do que com a hipótese dos dividendos serem um meio utilizado pelos accionistas para expropriarem a riqueza dos credores.

Dhillon e Johnson (1994) procederam a uma análise semelhante mas tendo por base um período mais alargado, 1978-1987, e restringindo a amostra às alterações mais significativas nos dividendos. Os resultados mostram que, face a um anúncio de um aumento substancial do montante dos dividendos distribuídos ou do início de uma política de distribuição de dividendos, a cotação das acções subiu e a das obrigações desceu. Dada uma alteração significativa na política de dividendos, o facto da reacção da cotação das obrigações se revelar contrária à das acções levou os autores a concluir pela hipótese de que os dividendos levam a uma transferência de riqueza dos credores para os accionistas.

Jayaraman e Shastri (1988), citados por Augusto (2003), procederam a uma análise do impacto dos dividendos especiais na cotação dos títulos da empresa (dando continuidade a uma proposta de Brickley (1983), que pretendeu separar o efeito de transferência de riqueza do efeito de informação da alteração da política de

dividendos<sup>58</sup>). Os resultados obtidos, de uma amostra de 2023 anúncios de dividendos especiais, entre 1962-1982, foram no sentido de uma reacção positiva, estatisticamente significativa, na cotação das acções face ao anúncio de distribuição de dividendos especiais e não registaram qualquer reacção significativa em termos estatísticos na cotação das obrigações. Assim, os autores concluíram que os dividendos especiais funcionam como um sinal das perspectivas futuras da empresa e fornecem pouca evidência relativamente à transferência da riqueza dos obrigacionistas em favor dos accionistas.

---

<sup>58</sup> Segundo o autor, os dividendos especiais, quando comparados com os dividendos regulares, transmitem uma menor informação ao mercado porque são vistos como temporários.

# CAPÍTULO 4 – A POLÍTICA DE DIVIDENDOS E A TEORIA DOS SINAIS

---

É facto incontestável que um gestor (ou um accionista com assento no *board of directors*) possui informação muito mais precisa do que os restantes *stakeholders* sobre a situação presente e perspectivas futuras da empresa. Num mercado caracterizado por assimetrias de informação, uma variação na política de dividendos é uma das formas utilizadas pelos gestores para transmitirem para o exterior essa informação marginal que só eles possuem. A literatura tem procurado fornecer uma explicação para a distribuição de dividendos baseada no efeito sinalizador destes.

Este efeito sinalizador ou “conteúdo informativo dos dividendos”, resulta da confiança do gestor na capacidade da empresa para sustentar um nível acrescido de *cash-flow* e do facto dos investidores procurarem a melhor remuneração para o capital investido<sup>59</sup>. O efeito sinalizador incentiva políticas de distribuição estável de dividendos<sup>60</sup> e desincentiva as reduções destes, como forma de comunicar ao mercado a confiança

---

<sup>59</sup> Alguns autores apelidam os gestores de *insiders*, por disporem de informação privilegiada, e os restantes agentes económicos interessados na organização de *outsiders*, por não terem acesso a toda a informação privada.

<sup>60</sup> As práticas mais regularmente observadas parecem ser a da preferência das empresas pelos dividendos relativamente à recompra de acções próprias e apesar da penalização fiscal a que estes estão sujeitos e a da preocupação manifestada pelas empresas em manterem uma política de dividendos estável.

dos gestores numa evolução favorável da situação financeira da empresa. No entanto, segundo a teoria da sinalização, uma retenção dos resultados pode não ser necessariamente percebida pelos investidores como negativa. Em fases de crescimento, pode fazer sentido privilegiar o autofinanciamento, através de maiores retenções de resultados. Torna-se assim imperioso publicitar de forma credível as aplicações a efectuar, como projectos criadores de valor. Não se pode, então, falar de preferência dos investidores por dividendos mas apenas no facto de estes valorizarem a capacidade da empresa para gerar *cash-flow*.

Os estudos efectuados têm, em geral, corroborado o facto das alterações na política de dividendos constituírem um sinal credível para os investidores, capaz de reflectir a informação que os gestores possuem. Isto é devido essencialmente aos elevados custos directos e indirectos que lhe estão associados<sup>61</sup>. Tais custos levam os investidores a acreditarem que apenas as empresas com fortes perspectivas futuras podem sinalizar de tal forma essa sua boa forma e que as empresas com problemas de *cash flow* não o podem fazer.

De acordo com os modelos de sinalização por dividendos, o início do pagamento ou a omissão de dividendos antes habituais bem como alterações nos dividendos regulares não antecipadas, possuem implicações empíricas importantes, a destacar, a alteração da cotação das acções, por volta da data de anúncio da alteração da política de dividendos não antecipada, no mesmo sentido da alteração dos dividendos, motivada pela nova avaliação dos títulos em apreço por parte dos investidores pois estes

---

<sup>61</sup> Custos como os encargos suportados com a emissão de financiamentos externos, custos de subinvestimento ou o diferencial de imposto sobre o rendimento das pessoas singulares dos dividendos relativamente às mais-valias.

acreditam que a alteração dos dividendos deve já ser seguida de uma alteração idêntica dos resultados da empresa no futuro. A investigação empírica que tem sido efectuada no contexto de diferentes mercados financeiros tem revelado que, no geral, a cotação das acções reage favoravelmente ao anúncio do acréscimo dos dividendos e vice-versa, ao mesmo tempo que mostra uma reacção maior quando se trata de dividendos regulares, e menor no caso de dividendos especiais<sup>62</sup>.

Este capítulo trata dos modelos teóricos baseados na teoria da sinalização ou no conteúdo informativo dos dividendos e nos trabalhos empíricos mais citados ao longo das últimas décadas. Esses trabalhos são, fundamentalmente, os que examinam o impacto na cotação das acções de alterações na política de dividendos da empresa, da relação entre inícios, omissões ou alterações na política de dividendos e resultados futuros e de transacções efectuadas por volta da data do anúncio de alterações na política de dividendos.

#### **4.1 Estudos teóricos sobre a sinalização e o conteúdo informativo dos dividendos**

A hipótese do conteúdo informativo dos dividendos começa a ganhar fundamento teórico nos finais da década de 70 e durante os anos 80 com os modelos de sinalização por dividendos<sup>63</sup>. A fiabilidade dos sinais emitidos através de decisões dos gestores

---

<sup>62</sup> De Angelo *et al.* (2000) concluíram que o anúncio de dividendos especiais motiva uma reacção favorável mas relativamente pequena.

<sup>63</sup> Apesar de Lintner, no seu estudo de 1956 sobre a evolução dos dividendos, ter obtido evidência empírica consistente com a hipótese do efeito sinalizador da política de dividendos ao constatar que a

assenta no pressuposto de que estes só podem ser emitidos por empresas que tenham algo a sinalizar e não para tentar enganar o mercado. Os modelos de sinalização baseiam-se na ideia de que os gestores só conseguem transmitir informações sobre boas perspectivas futuras incorrendo em custos directos ou indirectos associados aos meios de sinalização utilizados.

Bhattacharya (1979) foi um dos primeiros autores a utilizar a teoria dos sinais para justificar o conteúdo informativo dos dividendos ao propor um modelo onde os anúncios das alterações não antecipadas nos dividendos distribuídos sinalizam aos investidores a qualidade dos projectos que a empresa possui em carteira<sup>64</sup>. No seu modelo considera-se que os gestores possuem um conhecimento preciso, aquando do anúncio do acréscimo de dividendos, da qualidade do projecto, avaliada pela sua rentabilidade esperada, enquanto que os investidores externos possuem informação imperfeita. A superioridade da taxa de financiamento a obter, correspondente ao montante dos dividendos anunciados não coberto pelos *cash-flows* gerados pelo projecto, os custos de transacção suportados para obter o financiamento externo e o imposto sobre os dividendos suportado pelos accionistas constituem os principais custos de sinalização<sup>65</sup> que impedem as empresas de emitirem falsos sinais. Para Bhattacharya, a recompra de acções próprias, como forma de transmissão dos resultados da empresa para o património dos accionistas, não possuía a credibilidade

---

maioria das empresas estudadas tende a manter constante o seu *dividend payout*, com intenção de o aumentar apenas quando os gestores pensam que o possam manter no futuro, ou MM (1961) quando estes argumentam que a reacção da cotação das acções das empresas face ao anúncio de alterações significativas dos dividendos se deve ao facto dos investidores valorizarem a capacidade da empresa gerar resultados no futuro capazes de manterem aquela alteração.

<sup>64</sup> Ross (1977) e Leland e Pyle (1977) já haviam tratado da problemática teórica das decisões de financiamento em contextos de informação imperfeita.

<sup>65</sup> Chamados pelo autor *dissipative costs*. No limite, estes poderiam levar à insolvência da empresa ou ao despedimento dos gestores.

dos dividendos, porque tem menores custos associados. Por outro lado, dado o custo elevado do sinal implícito no pagamento de dividendos, a dimensão do dividendo determina a dimensão do sinal.

Considerando que estes custos de sinalização têm um efeito positivo no valor da empresa e admitindo que os gestores se comportam de forma a maximizar a riqueza dos accionistas, conclui-se que, em equilíbrio, e conhecendo a alteração dos dividendos anunciada, os investidores são capazes de estimar o *cash-flow* antecipado pelos gestores detentores de uma maior informação, e assim determinar o valor de equilíbrio da empresa.

Kalay (1980) propôs um modelo de sinalização, recorrendo a um esquema de recompensas e penalizações, em que as alterações na política de dividendos permitem aos gestores transmitirem os suplementos de informação que possuem relativamente às perspectivas futuras da empresa. Segundo este, os gestores de empresas de menor qualidade não são tentados a enganar os investidores distribuindo níveis elevados de dividendos e imitando empresas de maior qualidade, pois a sanção em que incorreriam seria superior ao ganho que obteriam com a emissão de um falso sinal.

Bar-Yosef e Huffman (1988), no seguimento do trabalho de Kalay, concluíram que, no geral, o montante do dividendo anunciado é uma função crescente do *cash-flow* esperado. Contudo, a análise também evidencia que para níveis elevados de *cash-flows* esperados o efeito marginal destes nos dividendos é pequeno. Paralelamente, ao incluírem na análise o efeito das taxas de juro e do risco operacional da empresa na sua política de dividendos, concluíram que o efeito das primeiras no *dividend payout*

é indeterminado (depende de outros factores) e que o *payout* óptimo é uma função decrescente do risco de exploração. Esta conclusão é coincidente com a de Eades (1982) num estudo que retoma o modelo de Bhattacharya (1979), substituindo a hipótese de distribuição uniforme dos *cash-flows* esperados pela hipótese de uma distribuição normal.

Os anúncios de variações nos dividendos não só revelam as perspectivas futuras da empresa como incentivam a gestão a ser mais eficiente, de forma a evitar a sinalização negativa por cortes nos dividendos ou emissão de capital, segundo Asquith e Mullins (1983). A distribuição de dividendos no presente tende a influenciar expectativas nos accionistas relativamente a dividendos futuros que pressionam a gestão a enviar periodicamente um sinal ao mercado de acordo com as expectativas criadas. Também para estes autores, as reacções negativas do mercado no caso de não ver as expectativas cumpridas ou em casos de falsa sinalização levam ao pagamento de dividendos de acordo com um nível sustentável no futuro.

John e Williams (1985) propuseram um modelo onde os gestores sinalizam a informação privilegiada que possuem relativamente às boas perspectivas da empresa, tanto através da política de dividendos, como da emissão de novas acções. Admite-se que as necessidades de financiamento externo são supridas através da emissão de novas acções e que os gestores, ao actuarem de acordo com os interesses dos accionistas, desejam minimizar a dispersão do capital. A política de dividendos é um veículo importante de sinalização credível para os investidores, também devido à penalização fiscal dos dividendos. Os investidores interpretam a distribuição de dividendos, penalizados fiscalmente, como um sinal da capacidade da empresa para

gerar *cash-flows* futuros. Os gestores podem aumentar os dividendos até que o ganho marginal retirado da melhor avaliação das acções da empresa pelo mercado seja igual ao custo marginal resultante da distribuição de dividendos.

O nível óptimo de dividendos de cada empresa é uma função crescente dos resultados esperados futuros e decrescente da taxa de imposto sobre os dividendos e da capacidade de autofinanciamento disponível. Em situação de equilíbrio, as empresas distribuem um nível de dividendos compatível com as suas perspectivas de crescimento futuro<sup>66</sup>.

Miller e Rock (1985) propuseram um modelo de sinalização com base nos dividendos líquidos (diferença entre o montante de dividendos e de recompra de acções e o financiamento externo obtido), combinando os efeitos do anúncio de alteração da política de dividendos com o aumento do financiamento externo, novas acções e dívida. Estes autores partem do princípio comum a todos estes textos, de que os gestores utilizam as políticas de dividendos e de investimento para sinalizarem ao mercado a informação adicional que possuem. Consideram, ainda, que as empresas dispõem de oportunidades de investimento idênticas, que estas se podem financiar a uma taxa de juro sem risco e que a taxa de imposto é a mesma para os dividendos e para as mais-valias, para todos os indivíduos.

Tende assim a haver uma situação de equilíbrio do mercado, onde as empresas com maior capacidade para gerar resultados no futuro distribuem mais dividendos no

---

<sup>66</sup> O equilíbrio deste modelo acontece porque existem custos associados aos dividendos (segundo Pacheco, 1999, citando conclusões obtidas por Spence, 1973, 1974 e Riley, 1979) e porque os benefícios marginais com a distribuição de dividendos variam de empresa para empresa.

presente e não sendo imitadas pelas de menor qualidade, pois estas últimas suportariam um custo de sinalização demasiado elevado ao terem que renunciar a uma maior quantidade de projectos com VAL positivo. Porém, este equilíbrio não está garantido à partida pois, segundo Miller e Rock, serão os gestores a decidirem optar pelo nível de investimento óptimo.

Estes autores aprofundaram a análise considerando que na situação de os gestores serem, também, proprietários de acções, podem sinalizar aumentos futuros nos *cash-flows* da empresa, através da política de dividendos, e obter, assim ganhos quer através dos dividendos quer com a venda das acções a preços elevados. Nestes casos só se poderia atingir uma situação de equilíbrio (na ausência de restrições a estas transacções por parte dos gestores-accionistas) quando no mercado estiverem asseguradas penalidades para aqueles que ultrapassem os ganhos potenciais decorrentes da falsa sinalização.

Ambarish *et al.* (1987) utilizando considerações de Miller e Rock (1985), segundo as quais as empresas na situação de equilíbrio podem rejeitar projectos com valor acrescentado positivo, e generalizando o trabalho de John e Williams (1985) ao considerar endógeno o investimento, propuseram um modelo de sinalização para o mercado com diferentes mecanismos a que os gestores podem recorrer. Supondo que os gestores actuam no sentido de maximizar a riqueza dos accionistas, estes escolherão os mecanismos de sinalização que lhes permitem passar informação adicional para o mercado, tendo em conta o valor da empresa (valor actual dos seus activos e oportunidades de crescimento), ao menor custo efectivo. As conclusões deste estudo são de que, quando o investimento é considerado fixo, o anúncio da alteração

de dividendos possui um efeito positivo no valor de mercado das acções da empresa. No entanto, quando os dividendos são fixados, as conclusões são as de que o efeito do anúncio de novos investimentos, ou emissão de novas acções, é negativo quando as principais assimetrias de informação respeitam ao valor actual dos seus activos e positivo no caso de essas assimetrias se referirem às oportunidades de investimento. Assim, os dividendos isoladamente não podem ser considerados um sinal efectivo, uma vez que para tal se torna necessária a combinação de diversos sinais para o mercado.

O dividendo isolado não é considerado um sinal eficiente mas deve ser combinado com sinais complementares como o endividamento, a recompra de acções e a informação sobre projectos de investimento da empresa. No entanto, os autores sugerem também que os mecanismos de sinalização a utilizar dependem da empresa em questão e da fase do ciclo de vida em que se encontra. No caso da empresa se encontrar em fase de crescimento, o principal meio de sinalização deve ser o investimento, em detrimento dos dividendos. Na fase de maturidade deve optar-se pela distribuição de maiores níveis de dividendos.

Brick *et al.* (1998) e Luo *et al.* (2002) aprofundaram esta temática, considerando que os gestores utilizam uma combinação de mecanismos de sinalização como investimento, endividamento, emissão de novas acções e dividendos, para veicularem ao mercado a informação privilegiada que possuem, ou seja, a sua avaliação das perspectivas futuras. O modelo determina as condições de utilização dos níveis de investimento, estrutura de capital e dividendos, de forma a minimizar os custos de

sinalização. Os autores concluem que a escolha dos meios de sinalização pelos gestores depende da importância relativa das assimetrias de informação.

O modelo desenvolvido por John e Nachman (1986), citado por Lease *et al.* (1999), encontrou fundamento teórico para a conciliação do efeito sinalizador dos dividendos com a estabilidade normalmente observada e referida por diversos investigadores. Nele, os autores referem que o montante óptimo de dividendos pago pelas empresas é estabelecido tendo em conta o grau de optimismo dos gestores face à informação privilegiada que possuem e ao montante do financiamento externo a que a empresa tem de recorrer. Tendo em conta estas duas condições, a estratégia a adoptar seria, em cada caso, a seguinte:

- quando a informação optimista relativamente ao futuro da empresa é, essencialmente, a mesma para gestores e investidores, a estratégia óptima é manter os dividendos e recorrer a financiamento externo para financiar investimentos actuais e futuros;
- quando a informação privilegiada detida pelos gestores é elevada e optimista, deve manter-se os dividendos e recorrer ao financiamento externo apenas para financiar as oportunidades de investimento depois de esgotar os fundos em reserva.

Assim, os autores concluem que embora as assimetrias de informação sejam diferentes nos dois casos expostos, o montante de dividendos óptimo é aproximadamente o mesmo, ou seja, relativa estabilidade no montante dos dividendos distribuídos, mesmo com resultados esperados voláteis. Kumar (1988) corroborou esta conclusão num modelo proposto onde se demonstra que quando os gestores possuem maior e melhor informação do que os investidores em geral e possuem diferentes níveis de aversão ao

risco, as pequenas alterações de rendibilidade<sup>67</sup> não têm impacto sobre o valor dos dividendos.

## **4.2 Política de dividendos e cotação das acções**

O comportamento da cotação das acções por volta da data em que as empresas emittentes anunciam alterações significativas na distribuição de dividendos tem servido de base a muitos estudos empíricos, com o objectivo de conhecer se a reacção das cotações se encontra associada ao sinal e à dimensão das alterações. A maioria dos estudos mostra que as empresas que anunciaram um acréscimo dos dividendos registam uma valorização anormal das suas acções à volta da data do anúncio e vice-versa.

Pettit (1972) analisou a reacção ao anúncio de alterações nos seus dividendos na cotação das acções numa amostra de 135 empresas norte americanas, observando uma variação anormal, estatisticamente significativa na cotação das acções no dia do anúncio e no dia seguinte. O autor obteve ainda resultados que evidenciam que a variação da cotação é tanto maior quanto maior é a alteração dos dividendos. Charest (1978) ao analisar uma amostra de 1720 anúncios de alterações (acrécimos e decréscimos de dividendos) observou variações anormais significativas na cotação das acções no mês subsequente à data desses anúncios.

---

<sup>67</sup> Estudo com base na produtividade das empresas.

Kalay e Loewenstein (1986) analisaram a reacção das cotações ao anúncio da distribuição de dividendos, considerando o período ao longo de um ano. A amostra foi de 148 anúncios de distribuição de dividendos, durante o ano de 1981, sendo que 72 destes ocorreram mais cedo nesse período e 76 mais tarde. Os autores observaram que as cotações das acções das primeiras reagiram favoravelmente à volta da data do anúncio, ao contrário das empresas em que o anúncio ocorreu mais tarde. Estes resultados levaram os autores à conclusão de que o período de tempo escolhido para o anúncio dos dividendos tem conteúdo informativo para os investidores, que interpretam o diferimento de tal anúncio como informação negativa.

Aharony e Swary (1980) pretenderam separar o efeito sinalizador atribuído à variação dos dividendos, do efeito que pode ter o anúncio das variações não antecipadas ocorridas no resultado<sup>68</sup>. Para tal, estudaram uma amostra de alterações significativas dos dividendos em que estas ocorrem num momento diferente daquele em que o resultado da empresa é conhecido, com dados entre 1963 e 1976. Verificaram que a reacção da cotação das acções, a alteração dos dividendos é condicionada pelo momento em que aconteceu o anúncio dos resultados das empresas, a alteração das cotações é em média mais positiva quando a alteração dos dividendos ocorre anteriormente à alteração dos resultados. Assim, os autores concluíram que a alteração dos dividendos transmite informação ao mercado para além da que é veiculada pelo anúncio dos resultados obtidos pela empresa. Kane *et al.* (1984), citados por Augusto (2003), concluíram no mesmo sentido, apesar de reconhecerem ser difícil de efectuar, na prática, a separação dos dois efeitos, anúncio da alteração de dividendos e anúncio

---

<sup>68</sup> Até então os estudos tinham apresentado dificuldades em isolar o sinal dos dividendos relativamente a outros, em especial, que têm a ver com resultados.

da alteração dos resultados obtidos pela empresa. Os autores constataram que quando os resultados anunciados são inferiores aos antecipados, a reacção é positiva no caso de uma variação positiva não antecipada nos dividendos, sendo negativa se se registar uma variação negativa nos dividendos.

Tsoukalas (1999) e Tsoukalas e Sil (2000) seguindo a linha de estudo anteriormente apresentada, procuraram incluir na investigação empírica outros aspectos que eventualmente influenciem a avaliação feita pelos investidores das alterações ocorridas nos dividendos e, portanto, na cotação das acções à volta da data do seu anúncio. Estes autores desenvolveram trabalho prático com base em dados de empresas dos mercados do Japão e do Reino Unido entre 1955 e 1997, em que os resultados fornecem suporte às hipóteses de sinalização pelos dividendos e da eficiência de mercado, na explicação da evolução da cotação das acções observadas. Também Fukuda (2000), no contexto do mercado japonês, concluiu que os investidores reagem positivamente (negativamente) ao anúncio do acréscimo (decrécimo) dos dividendos.

Chen *et al.* (2002) estudaram os efeitos, em termos de informação para os investidores, da interacção entre os anúncios dos resultados da empresa e da distribuição destes em dinheiro e em acções, no mercado chinês<sup>69</sup>. Os autores centraram o seu estudo em empresas cotadas há menos de 10 anos por acreditarem que estas são menos conhecidas dos investidores e portanto a informação obtida através de sinais é mais útil. Analisaram 1232 anúncios e obtiveram uma correlação positiva, estatisticamente significativa, entre as alterações não antecipadas dos resultados e a

---

<sup>69</sup> No mercado chinês estes anúncios ocorrem simultaneamente, segundo os autores.

rendibilidade anormal das acções à volta da data do anúncio. Constataram também que o efeito do anúncio da alteração dos resultados na cotação das acções é forte, em especial, quando o sentido da alteração dos dividendos não antecipados é o mesmo que o dos resultados e que se os sentidos das alterações são opostos, o sinal veiculado pela alteração dos resultados não antecipados é fraco.

Elfakhani (1998) considerou que os gestores possuem informação privilegiada acerca do investimento, decisões de financiamento e problemas de agência e que a transmissão dessa informação ao mercado é efectuada em duas fases: primeiro, é divulgada a informação contabilística e, em seguida, é anunciada a alteração da política de dividendos. O autor analisou o efeito da alteração da política de dividendos na cotação das acções da empresa, à volta da data do anúncio, com base nos seguintes factores: (i) expectativa criada face à informação anteriormente divulgada; (ii) sentido da alteração de dividendos; (iii) papel do sinal transmitido pela alteração dos dividendos – confirmatório, clarificador ou obscuro. O autor recorreu a uma amostra de 676 alterações significativas de dividendos em empresas norte americanas, entre 1976 e 1985, e concluiu que a alteração na política de dividendos possui efeitos na cotação das acções, sendo que a reacção do mercado é mais evidente em termos de acréscimos que no caso contrário.

### 4.3 Política de dividendos e resultados futuros

Uma outra corrente da investigação tem-se centrado na possibilidade das alterações na política de dividendos reflectirem o desempenho financeiro da empresa. Procura-se saber se alterações nos dividendos são precedidas ou, pelo contrário, indicativas de alterações passadas ou futuras nos resultados obtidos pela empresa e seus *cash-flows*.

Healey e Palepu (1988) estudaram a relação entre alterações, tais como inícios e omissões, e os resultados futuros da empresa, concluindo que as empresas que iniciaram a distribuição de dividendos registaram um acréscimo dos resultados nos períodos anteriores e posteriores, enquanto que as que omitiram os dividendos em determinados exercícios económicos registaram uma variação negativa nesses mesmos períodos<sup>70</sup>.

De Angelo *et al.* (1992) compararam as alterações de dividendos entre dois grupos de empresas: um com 167 empresas que registaram prejuízos no passado e outro com 440 empresas lucrativas, no período compreendido entre 1980-85. Os resultados obtidos revelaram o seguinte:

- 1) os prejuízos são uma condição necessária mas não suficiente para as empresas procederem a cortes nos dividendos (50,9% das empresas com prejuízos reduziram os dividendos contra apenas 1% das empresas que apresentavam sempre lucros);

---

<sup>70</sup> Ao contrário de estudos como os de Watts (1972), Penman (1983) e Dumontier (1985), citados por Augusto (2003, p. 343), que mostram que as alterações dos dividendos veiculam muito pouca informação acerca dos resultados futuros da empresa.

- 2) empresas com resultados operacionais relativos mais negativos tendem a mais frequentemente efectuar cortes na distribuição de dividendos;
- 3) a probabilidade da redução de dividendos é tanto maior quanto mais forem os exercícios com prejuízos;
- 4) a redução dos dividendos é menor quando tem origem extraordinária;

Os autores concluíram, ainda, que a política de dividendos tem um conteúdo informativo específico, ou seja, o conhecimento da redução nos dividendos proporciona informação acerca dos resultados presentes e da sua retenção e, assim, melhora a capacidade de previsão dos resultados futuros.

De Angelo *et al.* (1996) analisaram a relação entre as alterações ocorridas nos dividendos e os resultados futuros de uma amostra de 145 empresas cujos resultados registaram uma variação negativa após nove ou mais anos de crescimento consecutivo. Esta é uma fase em que, supostamente, as empresas se encontram em transição entre fases do ciclo de vida, sendo importante estudar se as alterações dos dividendos constituem um veículo privilegiado pelos gestores para transmitirem aos investidores informação e as suas expectativas de oportunidades de investimento, tendo em conta o risco e os resultados esperados no futuro<sup>71</sup>.

Os autores encontraram uma reacção média positiva (negativa), muito pequena, na cotação das acções após o anúncio do acréscimo (decrécimo) não antecipado dos

---

<sup>71</sup> Grullon *et al.* (2002) defendem que as alterações da política de dividendos da empresa transmitem informação ao mercado acerca da transição entre fases do ciclo de vida. Segundo os autores, uma alteração na política de dividendos da empresa que implique um acréscimo dos resultados distribuídos é indicativa de que a empresa se encontra entre a fase de crescimento elevado e a fase de crescimento moderado, ou fase de maturidade, caracterizada por pequenas oportunidades de investimento, baixo risco, investimento reduzido e declínio das taxas de rendibilidade (*maturity hypothesis*).

dividendos mas não provaram que as decisões relativas aos dividendos servem como indicador relativamente a resultados futuros. Os autores concluíram que a distribuição de dividendos não constitui uma forma de sinalização credível porque é sujeita a enviesamentos por parte dos gestores (em especial em situações de fracas oportunidades de crescimento) e porque o compromisso que o acréscimo da distribuição de dividendos representa para os gestores, ao restringir a sua predisposição para a adopção de tal comportamento, enfraquece a credibilidade do sinal transmitido ao mercado pelo aumento dos dividendos.

Contrariando, também, a hipótese do conteúdo informativo do acréscimo de dividendos relativamente ao aumento dos resultados futuros, Penman e Sougiannis (1997) obtiveram evidência de que o acréscimo de dividendos no presente implica um decréscimo dos resultados no futuro. Os autores explicam tal conclusão com o facto do acréscimo de dividendos diminuir o valor actual dos resultados futuros (*displacement effect*) e de que o acréscimo de dividendos pode resultar das reduzidas e/ou fracas oportunidades de crescimento da empresa ou da não necessidade de manter uma margem financeira de segurança.

Fukuda (2000) chegou a uma conclusão similar ao estudar a relação entre as alterações dos dividendos e os resultados passados e futuros de uma amostra de empresas japonesas, com base em 348 alterações de dividendos (132 acréscimos, 54 inícios, 91 decréscimos e 71 omissões), no período entre 1990 e 1994. O autor concluiu que anteriormente a um acréscimo de dividendos dá-se o acréscimo dos resultados e, posteriormente, o declínio destes, e que as omissões e o decréscimo dos

dividendos são precedidos pelo decréscimo dos resultados e sucedidos pelo seu acréscimo.

Mozes e Rapaccioli (1998), com base numa amostra de 681 empresas norte americanas, entre 1980 e 1990, constataram que o decréscimo dos resultados no futuro encontra-se associado a elevados montantes de dividendos no presente, enquanto que o aumento dos resultados futuros está associado de aumentos de pequeno montante nos dividendos. Verificaram, ainda, que ao contrário do que acontece com o decréscimo dos dividendos de elevado montante, os de pequeno montante não transmitem ao mercado um sinal negativo relativamente aos resultados futuros da empresa. Assim, os autores concluíram que as alterações nos dividendos não permitem uma extrapolação linear, simples e positiva para os resultados futuros.

Tse (2002) verificou, no mesmo sentido, que não é claro que as alterações da política de dividendos funcionem como um mecanismo de sinalização linear, parecendo antes funcionar de forma assimétrica. Este estudo visou discutir a extensão com que os investidores podem prever os resultados futuros da empresa com base na política de dividendos actual, comparando a evolução da política de dividendos e a evolução dos resultados nos 3 anos seguintes, utilizando uma amostra de 1745 empresas, das quais 822 registaram acréscimo de resultados e 923 decréscimo, entre 1987 e 1999. Em geral, a sinalização é mais relevante quando os resultados decrescem do que quando crescem, o que levou o autor a concluir que os gestores se inclinam mais a usar os dividendos como sinal para resultados futuros em maus períodos do que nos bons.

Benartzi *et al.* (1997) estudaram a relação entre as alterações dos dividendos e os resultados futuros de uma amostra de 1025 empresas norte americanas, entre 1979 e 1991, e para além de observarem uma variação anormal das cotações das acções nos dois dias à volta da data do anúncio da alteração dos dividendos, verificaram que (i) as empresas que aumentam os dividendos, registaram um crescimento significativo dos resultados nesse ano e no anterior, não se verificando um crescimento inesperado dos resultados nos anos subsequentes; (ii) as empresas que efectuam cortes nos dividendos, registaram uma redução dos resultados nesse ano e no anterior, tendo registado um crescimento significativo dos resultados no ano seguinte. Os autores concluíram que, apesar da cotação das acções reagir favoravelmente / desfavoravelmente face ao acréscimo / decréscimo dos dividendos, as alterações dos dividendos não possuem conteúdo informativo acerca dos resultados futuros da empresa e que são melhor explicados por alterações nos resultados presentes e passados.

Bachmann e Thakor (2003) notaram que o efeito do grupo industrial, nas alterações previstas para os dividendos ao longo de um ciclo de vida e também que os dividendos são função, essencialmente, dos resultados passados.

Apesar dos trabalhos atrás mencionados, outros estudos têm concluído a favor da verificação da hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, ao analisarem a relação entre as alterações não antecipadas dos dividendos e os resultados futuros da empresa. Zeng (2003) ao comparar as teorias baseadas na fiscalidade, nos custos de agência e na sinalização, baseado na sua capacidade para explicar a política de dividendos e tendo por base 313 empresas canadianas no período entre 1984 e 1988,

concluiu pela verificação das hipóteses da sinalização e dos custos de agência. Em relação ao efeito fiscal, este não obtém suporte científico claro, apesar de não ser totalmente afastada a sua hipótese.

Lipson *et al.* (1998) analisaram uma amostra de 114 empresas norte americanas que dispersaram o seu capital e observaram que aquelas que, simultaneamente, iniciaram uma política de distribuição de dividendos apresentaram resultados superiores nos anos seguintes. Segundo os autores, os resultados obtidos são indicativos de que a distribuição de dividendos sinaliza ao mercado o desempenho futuro da empresa.

Neste sentido, Fama e French (1997), seguindo um caminho diferente, argumentam que as variáveis *proxys* dos resultados futuros assumem relevância na explicação dos *dividend payouts* correntes.

Nissim e Ziv (2001) analisaram a relação entre as alterações dos dividendos e a rendibilidade futura das empresas numa amostra de 100666 observações trimestrais de dividendos (sendo 811 decréscimos de dividendos, 13221 acréscimos e 86634 sem alterações) anunciadas por empresas não financeiras, no período entre o início do segundo trimestre de 1963 e o final de 1998. O modelo final testado mostrou que as alterações nos dividendos encontram-se positivamente relacionadas com as alterações dos resultados ocorridos nos dois anos subsequentes.

Fuller e Thakor (2002) analisaram o efeito de sinalização para os *cash-flows* futuros, considerando a *performance* de uma amostra de empresas com pagamentos regulares de dividendos, no período 1980-2000. As conclusões do trabalho são de que as

empresas com um desempenho médio são o grupo (considerando 3 grupos de empresas consoante o seu desempenho: bom, médio e mau) que apresenta maior heterogeneidade nos resultados passados, futuros, nos dividendos e nos *price announcement effects*, as que pagam maiores dividendos e as que apresentam reacções mais díspares às alterações nos dividendos.

Arnott e Asness (2001) analisaram a relação existente entre o *dividend payout* agregado das empresas constante do índice S&P 500 e o crescimento agregado real dos seus resultados, no período compreendido entre 1871 e 2001. Os resultados corroboraram a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos. Os autores obtiveram uma relação positiva, estatisticamente significativa, entre os dividendos e o crescimento dos resultados reais das empresas nos 5 a 10 anos subsequentes, considerando quer a globalidade do período em estudo, quer subperíodos. Estes resultados corroboram as teorias de sinalização pelos dividendos e contradizem outros estudos em que a retenção de resultados e um baixo *dividend payout*, contribui para o reinvestimento e portanto para o crescimento futuro dos resultados.

#### **4.4 Outros estudos empíricos**

Não pretendendo aqui apresentar uma revisão exaustiva dos trabalhos publicados, há que referir que existem ainda outras linhas de investigação que se têm centrado no conteúdo informativo dos dividendos, a saber: (i) através do estudo do padrão do volume de transacções à volta da data do anúncio da alteração dos dividendos; (ii)

utilizando a revisão das previsões dos analistas financeiros; (iii) através da análise da alteração do risco dos títulos, perceptível pelos investidores, face ao anúncio da alteração dos dividendos; (iv) usando as transacções entre investidores à volta da data do anúncio da alteração dos dividendos.

No primeiro dos casos apontados, o volume anormal de transacções frequentemente observado à volta da data em que as empresas anunciam a distribuição de dividendos é normalmente atribuído ao fenómeno das clientelas fiscais, conforme observado no capítulo 5. No entanto trabalhos como o de Richardson *et al.* (1986), Gajewski (1999) e Lobo e Tung (1997), citados por Augusto (2003) atribuem este facto à informação que os anúncios sobre dividendos veiculam aos investidores.

Ofer e Siegel (1987) e Caroll (1995) estudaram a revisão das previsões dos analistas a um anúncio de distribuição não antecipada de dividendos. O estudo mostra evidência empírica de que os analistas financeiros revêem as previsões relativas aos resultados futuros da empresa em conformidade com a informação que lhes é transmitida pelas alterações inesperadas dos dividendos. Em especial, essa revisão das previsões está relacionada positivamente com a dimensão das alterações inesperadas dos dividendos. No entanto, Lang e Lintzenberger (1989) contestaram tal evidência ao não encontrarem qualquer relação entre tais factos e, mais tarde, Denis e Sarin (1994) e Gombola e Liu (1999) corroboraram tais conclusões.

Yoon e Starks (1995) estudaram potenciais explicações para os efeitos das alterações nos dividendos á volta da data dos seus anúncios. Concluem que aumentos nos dividendos estão associados a subsequentes e significativos aumentos de capital, nos 3

anos seguintes às alterações nos dividendos e que estes anúncios estão relacionados com alterações nas análises sobre os resultados correntes.

Diversos autores têm analisado a relação entre as alterações dos dividendos e do risco sistemático da empresa, tendo como objectivo perceber qual a informação que é transmitida ao mercado por tais alterações. Autores como Venkatesh (1989) e Dyl e Weigand (1998), citados por Augusto (2003), sustentaram que o risco percebido pelos investidores diminui com a distribuição de resultados. Grullon *et al.* (2002) centraram a sua análise nas alterações significativas (acréscimos e decréscimos) dos dividendos regulares de uma amostra de empresas cotadas norte americanas, no período entre 1967 e 1993 e mostram que um decréscimo do risco, quando associado ao acréscimo dos seus dividendos, é consequência quer da redução do risco sistemático das acções, quer do melhoramento dos rácios de endividamento. Assim, ao mostrarem que a reacção positiva na cotação das acções face ao acréscimo dos dividendos se encontra fortemente associada ao decréscimo do risco, sugerem que mudanças na política de dividendos da empresa são interpretadas pelo mercado como indicativas de alterações do seu risco nos períodos seguintes.

Alguns estudos têm integrado a possibilidade dos gestores comprarem e venderem títulos das empresas que representam à volta da data do anúncio da alteração dos dividendos ou do início de pagamento de dividendos, nos modelos de sinalização por dividendos. Born (1988) observou que a resposta do mercado face ao sinal que lhe é transmitido pelo início da distribuição de dividendos se encontra relacionada positivamente com as restrições existentes à alteração da posição dos gestores no

capital da empresa devido à possibilidade de comportamentos oportunistas por parte destes.

John e Mishra (1990) e John e Lang (1991) concluíram que a extensão com que operações como as transacções de títulos da empresa por parte de gestores podem ser efectuadas, e o seu conhecimento por parte dos investidores, constituem um dos sinais que pode ser utilizado para transmitir ao mercado suplementos de informação. Os autores concluem que a compra ou venda de títulos por parte dos gestores, ao acompanharem o anúncio de operações como os dividendos, têm efeitos diferentes no mercado, positivos ou negativos em sintonia com estes.

Alguns estudos, nomeadamente norte-americanos, têm demonstrado, nos últimos anos, uma tendência generalizada para o decréscimo do pagamento dos dividendos. DeAngelo *et al.* (2000) notaram que os dividendos especiais estão a desaparecer sendo, muitas das vezes, incorporados nos dividendos comuns. Os autores mostraram que os dividendos são um mecanismo importante de sinalização mas apenas quando emitem mensagens claras para os investidores. Quando os dividendos especiais são apenas um substituto dos dividendos comuns não existe vantagem e tendem a desaparecer (como o modelo de Lintner (1956) previa que as empresas tenderiam a acabar com os dividendos especiais após se tornarem frequentes em diversos anos sucessivos). Apesar disto, DeAngelo *et al.* (2000) não puseram em causa o valor da sinalização financeira e indicaram apenas que um dos tipos de sinalização pelos dividendos se tornou obsoleta.

Fama e French (1999) questionaram também a teoria da sinalização uma vez que o comportamento das empresas, nas últimas décadas, faz acreditar que o interesse da sinalização pelos dividendos deixou de existir.

DeAngelo *et al.* (2002) também concluíram que os dividendos têm decrescido, vindo a concentrar-se num reduzido número de empresas. Estas conclusões são fundamentalmente para o mercado americano e apontam para um número cada vez mais elevado de empresas a declararem prejuízos.

Aivazian *et al.* (2003) referiram-se às hipóteses de substituição e de complementaridade dos dividendos. Hipótese de substituição no sentido em que os dividendos substituem a comunicação directa com os *outsiders* (investidores ou credores), pressupondo que há diferenças significativas entre os países com diferentes estruturas institucionais e diferentes mercados financeiros. Usam também a hipótese, que apelidam de complementaridade, e onde os dividendos são um mecanismo de controlo dos problemas de agência e de informação.

Este estudo baseia-se no argumento de Porta *et al.* (1997) que considerava os dividendos como um mecanismo para o aumento da reputação em mercados emergentes e com pouca transparência e falta de protecção legal. Ou seja, os dividendos são, nestes casos, necessários para atrair capital. Assim, utilizaram dados entre 1980 e 1990 de uma amostra de empresas de países diversos como a Coreia do Sul, Índia, Malásia, Tailândia, Zimbabué, Jordânia, Paquistão e Turquia (considerados mercados emergentes) e 100 empresas dos EUA. Concluíram:

- É mais difícil prever alterações nos dividendos das empresas dos mercados emergentes, do que em empresas norte-americanas;
- Os dividendos correntes, nos países considerados emergentes, são menos sensíveis aos dividendos passados do que na amostra dos EUA;
- Suportam a hipótese da substituição sobre a complementaridade, ou seja, as estruturas institucionais nestes países em desenvolvimento tornam a política de dividendos num mecanismo menos viável para sinalização dos resultados futuros e para reduzir os custos de agência do que nas empresas americanas, que operam em mercados de capitais mais desenvolvidos.

Bhattacharya (2003), considerando o papel da política de dividendos na teoria da informação assimétrica, concluiu pela relação inversa da proposta inicialmente, ou seja, para um determinado nível de *cash-flow*, o gestor com menor produtividade tende a pagar maior nível de dividendos do que o gestor com maior produtividade<sup>72</sup>. Assim, o autor defende que os dividendos (condicionados pelos valores disponíveis) são indicação de menores retornos e de menor valor da empresa, ao contrário do esperado pela teoria da sinalização, isto é, em que maiores dividendos significam aumento dos resultados e do valor da empresa.

---

<sup>72</sup> O título é bem sugestivo desta relação encontrada: *Good managers work more and pay less dividends*.

## **CAPÍTULO 5 – OUTRAS TEORIAS SOBRE A POLÍTICA DE DIVIDENDOS**

---

O estudo do impacto da fiscalidade na política de dividendos provocou grande número de publicações, quer teóricas, quer empíricas, especialmente durante a década de 70, após os estudos de MM (1961). Segundo a teoria tradicional, a retenção de lucros para financiar projectos vantajosos para a empresa seria também vantajosa para os sócios, uma vez que investimentos com valor actual líquido positivo originariam acréscimos do valor das acções. Assim, os sócios prescindiam dos lucros no presente em troca de um montante futuro, superior ao desses dividendos. Mas importa ter em conta o efeito da fiscalidade, quer sobre as empresas, quer sobre os investidores individuais.

Em termos teóricos, existem fundamentalmente duas correntes: a que defende que a discriminação fiscal favorece as mais valias das acções e penaliza a distribuição de resultados e, portanto, desencoraja os dividendos; e outra que conclui pela ausência de uma relação significativa entre a fiscalidade e a política de dividendos das empresas. Apesar disto, em termos empíricos, os estudos têm apontado maioritariamente para o facto da tributação influenciar a política de dividendos. Estes trabalhos concentraram-se nas décadas de 70 e 80 e tiveram como referência o mercado norte-americano.

A diferença entre a tributação dos dividendos e das mais valias das acções tem sido o problema central nos estudos empíricos sobre a questão. Esta diferença motivará a preferência dos sócios e accionistas por ganhos de capital ou por dividendos, tendo em conta o seu nível de tributação pessoal.

Alguns dos estudos usaram dados relativos a períodos em que se verificaram reformas fiscais, nomeadamente a norte-americana e a portuguesa, de 1986, ou alterações como a da taxa de impostos sobre os dividendos nos Estados Unidos da América (EUA) em 1993, para medir o impacto dessas reformas e dos níveis de tributação nas políticas de distribuição de resultados.

Este capítulo apresenta, assim, os principais estudos teóricos e empíricos sobre o efeito fiscal na política de dividendos e faz também uma breve abordagem ao efeito dos custos de transacção, devidos em operações de compra, venda e emissão de acções, sobre a distribuição dos resultados das empresas.

## **5.1 - A política de dividendos e a fiscalidade**

Durante a década de 1970, a controvérsia acerca do pagamento de dividendos mudou o seu foco principal de investigação para o efeito dos impostos sobre o preço das acções, aparecendo no debate um novo grupo anti-dividendos, como é denominado por Hess (1992). As correntes de opinião, na altura, eram de 2 tipos: a favor da relevância da política de dividendos e, portanto, em defesa da retenção de resultados ou a favor da irrelevância da política de dividendos. A argumentação anti-dividendos respeita, maioritariamente, à questão do efeito dos impostos sobre os dividendos distribuídos e sobre os ganhos de capital e seus efeitos nos preços das acções.

Teoricamente, os detentores de títulos de endividamento de determinada empresa são tributados a taxas médias superiores às dos accionistas, dada a importância para estes últimos dos ganhos de capital não realizados. Assim, apesar do endividamento trazer vantagens fiscais para a empresa, apresenta desvantagens fiscais líquidas para os investidores; e estas desvantagens variam consoante as taxas marginais de imposto. Os investidores possuem preferências distintas por títulos de crédito ou de propriedade em função dos seus escalões de impostos.

Mas mesmo que as taxas de imposto sobre os dividendos e sobre ganhos de capital fossem iguais, estes últimos só são tributados aquando da sua realização, empurrando esse pagamento para um futuro que pode ser longínquo e incerto, ou seja, o

pagamento do imposto só ocorre quando o ganho de capital é realizado efectivamente no mercado. Isto leva a que os accionistas devam preferir sempre a retenção de resultados<sup>73</sup> que proporcionem ganhos de capital esperados idênticos.

Os autores parecem consensuais ao admitir que a fiscalidade influencia positivamente a decisão de aumentar o grau de endividamento, tendo em conta, no entanto, a desvantagem do acréscimo nos custos esperados de insolvência e de agência, ponderada com outras formas possíveis de obter economias fiscais e com os efeitos dos fenómenos de assimetria de informação.

Segundo Pacheco (1999), os autores actuais parecem crer que os impostos desempenham apenas um papel marginal na determinação da política de dividendos, dada a reduzida expressão desta temática na produção científica, o que seria a expressão de uma similar falta de interesse por parte dos gestores.

### **5.1.1 Debate teórico**

Na maioria dos sistemas fiscais as mais valias possuem, para os investidores, um tratamento fiscal favorável relativamente aos dividendos, tanto porque, em geral, são tributados a uma taxa de imposto inferior<sup>74</sup>, como porque a sua tributação, ao estar dependente da realização, possibilita um diferimento no pagamento do imposto, o que reduz a taxa efectiva de tributação.

---

<sup>73</sup> Ou eventuais operações de recompra de acções pela própria empresa.

<sup>74</sup> Muitos sistemas fiscais têm vindo, no entanto, a esbater este diferencial de taxas, como é o exemplo do mercado norte-americano.

Farrar e Selwyn (1967), considerando um sistema fiscal em que os dividendos são penalizados, mostraram que as empresas deviam evitar os dividendos com vista a minimizarem a carga fiscal dos accionistas e a maximizarem o seu valor, ou seja, o valor de cotação das acções de empresas que optaram pela distribuição de resultados fiscalmente penalizadores. Segundo estes autores, as empresas não devem distribuir dividendos se o seu objectivo for maximizar o rendimento líquido de impostos dos seus accionistas, devendo antes optar pela compra ou distribuição gratuita de acções para satisfazer as necessidades de liquidez daqueles.

Estes autores assumem que a maximização do rendimento após impostos dos accionistas é como o objectivo principal destes e demonstram que existe vantagem fiscal para os accionistas nos ganhos de capital, em vez de dividendos, enquanto a sua taxa de imposto for inferior à dos dividendos.

No modelo teórico apresentado por Farrar e Selwyn (1967), o valor total da empresa pode ser dado pela seguinte equação:

$$(5.1) \quad V_0 = \frac{R_1 x (1 - t_c)}{k} + t_c x D + b x R_1 x (1 - t_c) x T x \left( \frac{r - CMPC}{CMPC x (1 + CMPC)} \right)$$

Em que:

$V_0$  = Valor total da empresa no momento 0;

$R_1$  = Resultados da empresa no momento 1;

$t_c$  = Taxa de imposto sobre o rendimento das empresas;

$K$  = Taxa de custo dos capitais próprios sem endividamento;

$D$  = Valor de mercado do endividamento;

$b$  =

$r$  = Taxa de juro do endividamento (igual, em princípio, para as empresas e para os particulares);

CMPC = Custo médio ponderado do capital;

$T$  = nº de anos em que  $r > \text{CMPC}$ .

Nesta equação, os dois primeiros termos reflectem o valor da empresa endividada sem crescimento e o terceiro reflecte o valor actual das oportunidades de crescimento de uma empresa endividada. Neste modelo, o valor da empresa não depende dos dividendos. A ideia evidenciada pelos autores é de que uma distribuição aos accionistas deve sempre ser feita através da recompra de acções, permitindo-lhes assim evitar o pagamento de impostos sobre os dividendos a taxas superiores às aplicadas aos ganhos de capital<sup>75</sup>.

Para Miller e Scholes (1978) não há certeza de que os investidores sejam penalizados fiscalmente se a empresa pagar dividendos ou que tenham, por isso, uma preferência por mais valias, caso possam encontrar outras possibilidades para eliminar o diferencial de tributação entre os dois tipos de rendimentos. Assim, os investidores

---

<sup>75</sup> Assim, o endividamento deve ser utilizado pelos accionistas ou empresas que possam obter economias fiscais com os encargos financeiros decorrentes do endividamento, sendo esta a base para o chamado efeito de clientela fiscal.

podem transformar os dividendos em ganhos de capital com impostos diferidos<sup>76</sup> a uma taxa idêntica ou adquirindo acções no mercado, ou seja, sem alterar o seu grau de risco evitar a tributação dos dividendos ou transformá-los em ganhos de capital com tributação diferida. Este princípio segue a tese da irrelevância dos efeitos fiscais na política de dividendos.

No entanto, trabalhos como Peterson *et al.* (1985) defendem que os custos deste tipo de estratégia são elevados e que, na realidade, os investidores não tendem a segui-la. Chaplinsky e Seyhun (1990) mostraram que o mecanismo proposto é marginal no comportamento dos investidores. DeAngelo (1991) defende que a preferência dos investidores pelo consumo corrente em detrimento do consumo futuro implica a distribuição de dividendos que financiem esse consumo corrente, apesar da penalização fiscal. É por isso que as empresas não diferem a remuneração dos investidores.

Chowdry e Nanda (1994) sustentam que o argumento usado pelos defensores da não distribuição de dividendos com base na penalização fiscal, defendendo a possibilidade da compra de acções próprias para facultar rendimentos aos sócios sob a forma de ganhos de capital, não considera os custos significativos destas operações, facto que lhes retira alguma da sua atractividade. Assim, apesar da desvantagem fiscal, as empresas tendem a não eliminar os dividendos devido aos custos associados a outras alternativas de distribuição de rendimentos aos sócios.

---

<sup>76</sup> Recorrendo a um empréstimo com um montante de juros idêntico ao dos dividendos e colocando essa importância numa aplicação sem risco, por exemplo.

Muitas dos estudos baseiam-se no enquadramento fiscal das diferentes categorias de investidores e na situação particular de cada accionista. O argumento de que alguns destes não são penalizados fiscalmente pelo recebimento de dividendos tem sido o argumento principal dos trabalhos que defendem a existência de uma arbitragem fiscal à volta da data do pagamento de dividendos e o fenómeno das “clientelas fiscais<sup>77</sup>”. Outros trabalhos analisam a relação da política de dividendos das empresas e a taxa de rendibilidade exigida pelos investidores às suas acções e ajustada face ao risco, antes de impostos, concluem que as acções das empresas que privilegiam a distribuição de dividendos possuem uma cotação inferior às das acções das empresas que optam pela retenção de resultados.

Os trabalhos de Harris e Kemsley (1999) e Collins e Kemsley (2000) fornecem suporte teórico para refutar a ideia da indesejabilidade de distribuição de dividendos. Os seus resultados sugerem que a distribuição de dividendos não penaliza fiscalmente os accionistas desde que se considere, em simultâneo, os impostos pessoais que incidem sobre os dividendos e sobre as mais valias das acções e os seus efeitos na avaliação implícita dos resultados gerados pela empresa e retidos. A avaliação das acções, ao considerar os impostos sobre dividendos, leva a que os accionistas incorram nestes impostos, quer a empresa retenha os resultados gerados quer os distribua. Se retém resultados os accionistas pagam esse imposto indirectamente ao venderem as acções por um preço descontado desses impostos.

---

<sup>77</sup> Repartição dos investidores induzida por motivos fiscais face à política de dividendos da empresa.

### 5.1.2 Testes empíricos

A hipótese de aversão aos dividendos por motivos fiscais foi sujeita a trabalhos empíricos de 3 tipos, segundo Augusto (2003):

- 1) testar em que medida a rendibilidade e o risco dos activos, depois de impostos pessoais, influenciam os investidores (relação entre taxa de rendibilidade ajustada face ao risco exigida às acções e o seu *dividend yield*);
- 2) estudar o comportamento da cotação das acções à volta da data em que passam a ser negociadas sem direito ao próximo dividendo (*ex-dividend period*);
- 3) analisar o efeito da política de dividendos sobre a cotação das acções aquando de alterações pontuais e significativas na tributação das diferentes categorias de rendimento e também o efeito destas alterações na política de dividendos.

No primeiro caso está por exemplo o modelo de Brennan (1970) que integrou no *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) os impostos sobre os rendimentos dos investidores, dividendos ou mais valias, estabelecendo que, em equilíbrio, a taxa de retorno esperada das acções é função linear do grau de risco sistemático e do seu *dividend yield* esperado. Em equilíbrio e para serem compensados da penalização fiscal dos dividendos, os investidores exigem uma taxa de retorno superior das acções com maior pagamento de dividendos. O estudo observou empiricamente o período compreendido entre Janeiro de 1936 e Março de 1966, para 25 carteiras de cotações mensais, sem concluir que a política de dividendos das empresas tivesse impacto sobre o valor das suas acções

Brennan (1970) também supôs que os investidores pretendem a maximização da sua utilidade esperada e, utilizando o *Capital asset Pricing Model* (CAPM), incluiu os dividendos como segundo factor explicativo da taxa de retorno do investimento em activos financeiros, deduzindo a seguinte equação:

$$(5.2) \quad r_{it} - rf_t = \delta_0 + \delta_1 x \beta_{it} + \delta_2 x (dy_{it} - rf_t) + \mu_{it}$$

Em que:

$\delta_0$  = Constante;

$\delta_1$  = Influência do risco sistemático sobre  $r_{it}$ ;

$\delta_2$  = Influência do *dividend yield* sobre  $r_{it}$ ;

$\beta_{it}$  = Coeficiente do risco sistemático do activo i no período t;

$dy_{it}$  = *Dividend yield* do activo i no período t;

$r_{it} - rf_t$  = Taxa do prémio de risco do activo i no período t;

$rf_t$  = Taxa de retorno sem risco no período t;

$\mu_{it}$  = Termo estocástico.

Os resultados do teste empírico deste modelo mostram que  $\delta_2$  é estatisticamente significativo e positivo, o que motiva a não distribuição de dividendos, isto é, as empresas não devem distribuir dividendos se o objectivo for minimizar a taxa de custo da capital e maximizar o seu valor.

Estudos posteriores têm utilizado versões modificadas deste modelo mas mostrando resultados contraditórios em relação aos efeitos da fiscalidade na política de dividendos das sociedades.

Black e Scholes (1974) utilizaram o CAPM para estudar o efeito do risco sobre a relação dos dividendos com o valor da empresa. Este trabalho concluiu pela irrelevância da política de dividendos, ou seja, pela validade das conclusões de MM (1961) mesmo num mercado com impostos e custos de transacção, demonstrando que as acções que pagam elevados dividendos e as acções que não pagam ou pagam reduzidos dividendos não proporcionam retornos sistematicamente diferentes. Black e Scholes (1974) examinaram a relação existente entre *dividend yields* e retornos de carteiras de acções. O seu estudo recebeu críticas pelo facto de se basear em carteiras de acções e não títulos individuais e também porque o *dividend yield* utilizado não permitia detectar o efeito da fiscalidade na taxa de rendibilidade exigida (apontada por Litzenberger e Ramaswamy, 1979). De facto, ao considerarem a soma dos dividendos distribuídos por cada título que compõem a carteira nos 12 meses anteriores, os autores não distinguiram os meses em que as acções são transaccionadas com direito ao próximo dividendo, daqueles em que tal não acontece<sup>7879</sup>.

Litzenberger e Ramaswamy (1979) utilizaram as diferenças entre o tratamento fiscal dos dividendos e dos ganhos de capital e testaram a hipótese que os investidores têm aversão aos dividendos, o que resulta em maiores taxas de retorno exigidas antes de

---

<sup>78</sup> Chamados normalmente na literatura pelas expressões *cum-dividend period* e *ex-dividend period*, respectivamente.

<sup>79</sup> A penalização fiscal a que os dividendos estão sujeitos tem efeitos na aversão dos investidores por estes, ou seja, deve existir uma correlação positiva entre o *dividend yield* e a taxa de retorno exigida aos títulos, mais elevada nos períodos *ex-dividend*.

impostos e em cotações mais reduzidas para as acções com dividendos mais elevados. Estes autores criticaram o estudo de Black e Scholes (1974) relativamente aos *dividend yields* utilizados no trabalho e calcularam *dividend yields* mensais, separando o mês em que a acção se torna *ex-dividend* para verem se as cotações das acções nesses meses incluem o efeito fiscal.

No seu estudo, utilizaram o modelo do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) com as alterações propostas por Brennan (1970) e informações mensais de uma amostra de empresas no período 1936-1977. Os resultados obtidos mostraram que o *dividend yield* das acções está positivamente relacionado, de forma estatisticamente significativa, com a sua taxa de rendibilidade esperada. Os valores obtidos permitiram concluir que para compensar a penalização fiscal dos dividendos, em relação aos ganhos de capital, os investidores exigem um acréscimo médio da taxa de rendibilidade esperada de 23% do *dividend yield*.

Miller e Scholes (1982) apresentaram críticas ao trabalho de Litzenberger e Ramaswamy (1979) especialmente associadas com o facto de algumas empresas estudadas terem procedido ao anúncio dos dividendos a distribuir e ao seu pagamento no mesmo mês, o que poderia levar a que as variações na cotação das acções e das taxas de rendibilidade esperadas tivessem sido motivadas mais pelo efeito de sinalização às alterações não esperadas na política de dividendos, do que a um eventual efeito fiscal.

Assim, procederam às correcções necessárias, retirando da amostra as observações em que os dividendos eram anunciados e pagos no mesmo mês. Os resultados obtidos

mostraram que o conteúdo informativo dos dividendos era o principal responsável pela relação entre dividendos e retorno dos activos interpretada como efeito fiscal, e a favor da irrelevância da política de dividendos.

Hess e Gibbons (1982), junto com Miller e Scholes (1982), puseram em evidência que a relação entre os retornos dos títulos e os *dividend yields* não pode ser explicada apenas pelos efeitos fiscais, sendo bem mais complexa. Esses autores sugeriram que o *dividend yield* pode ser um indicador da alteração do risco do título e, assim, dos retornos esperados, o que pode levar a enviesamentos nos estudos efectuados.

Summers (1982) coloca a hipótese da relação positiva observada entre as duas variáveis acima poder ser explicada por motivos de ordem fiscal mas, também, pelo diferente grau de risco sistemático dos diferentes títulos, sendo que os títulos das empresas que não distribuem dividendos apresentam maior risco sistemático do que as restantes. Christie (1990) sugere que a relação linear entre o retorno esperado e o *dividend yield* não existe apenas por efeitos fiscais e que outros efeitos, como a expectativa sobre os dividendos futuros, são também importantes.

A preferência dos investidores por dividendos ou por retenção dos resultados depende, para além de factores como a liquidez ou da percepção do risco relativo dos dividendos e dos resultados retidos, da situação fiscal específica do investidor. Segundo diversos autores, parece poderem coexistir numa mesma empresa 2 tipos de clientelas distintas, isto é, accionistas com preferência por dividendos (tendencialmente com baixos escalões de impostos ou isentos) e accionistas com preferência por ganhos de capital (accionistas com elevados escalões de impostos).

Relativamente à *ex-dividend-date*, ou o momento em que as acções passam a ser transaccionadas sem direito ao dividendo seguinte, ela é utilizada para testar a hipótese de aversão dos investidores aos dividendos por motivos fiscais. Quando se considera a existência de impostos sobre os rendimentos dos investidores, pode ser considerado vantajoso para aqueles onde os dividendos são mais fortemente tributados do que as mais valias, a venda das acções antes da *ex-dividend-date*, para depois as voltarem a adquirir.

As condições de equilíbrio para que as operações de arbitragem fiscal à volta dessa data não produzam efeitos para os investidores, foram especificadas por Elton e Gruber (1970). Para estes, se os dividendos são penalizados, relativamente às mais valias das acções, em termos de imposto sobre os rendimentos pessoais dos investidores, a queda na cotação das acções na *ex-dividend-date* deve ser menor que o seu dividendo devido à arbitragem fiscal dos investidores marginais por volta daquela data. Assim, Elton e Gruber (1970) consideram que a queda da cotação das acções nesta data, quando comparado com o seu dividendo, ao constituir uma forma de calcular a taxa de tributação média dos investidores marginais, possibilita o teste directo das “clientelas fiscais”.

Elton e Gruber (1970) procederam ao teste e quantificação do efeito clientela por motivos fiscais através do estudo das reduções médias das cotações quando as acções se tornam *ex-dividend*. A tese que estes autores defendiam e provaram assumia que quanto maior o *dividend yield* menor a percentagem de remuneração dos accionistas por ganhos de capital, ou seja, os investidores que possuem acções com maiores

*dividend yield* devem ter impostos mais reduzidos relativamente aos investidores que possuem acções com menores *dividend yield*.

Com base numa amostra de acções que distribuíram dividendos no período de 1 ano, entre Abril de 1966 e Março de 1967, estes autores obtiveram resultados que revelaram uma relação inversa entre o *dividend yield* médio e a taxa marginal de imposto média implícita em cada sub-grupo da amostra<sup>80</sup>, tal como aconteceu ao considerarem o *payout* médio dos títulos e a taxa marginal de imposto média implícita em cada sub-grupo. Os autores concluíram que os investidores com elevadas taxas marginais de tributação preferem, em média, as acções com baixos *dividend yields* e os que possuem baixas taxas marginais de tributação ou são isentos preferem títulos com elevados *dividend yields*<sup>81</sup>.

Eades *et al.* (1984) reproduziram o estudo de Elton e Gruber, com base nas informações do comportamento das acções no período de Julho de 1962 a Dezembro de 1980. Com base nos resultados concluíram que o diferencial positivo na rendibilidade, no período à volta da data em que as acções se tornam *ex-dividend*, não é completamente explicado por motivos fiscais, não encontrando, no entanto, explicação alternativa. Os resultados indicavam que o retorno médio à volta da data era estatisticamente significativo e bastante superior no período de Julho de 1962 a Abril de 1975. Neste intervalo de tempo as comissões de transacção não eram

---

<sup>80</sup> A amostra foi dividida tendo em conta o *dividend yield* médio de cada sub-grupo considerado.

<sup>81</sup> Tal como a hipótese de repartição dos investidores face à política de dividendos das empresas induzida por efeitos fiscais, sugerida por MM (1961). No entanto, Elton e Gruber (1970) concluíram que as “clientelas fiscais” contribuem para reduzir a carga fiscal dos dividendos mas não a eliminam como sugeriam MM.

negociadas, ao contrário do período seguinte em que as comissões passaram a ser negociadas e, devido à competição entre operadores, os custos médios baixaram.

Estes autores estudaram ainda os retornos *ex-date* para acções preferenciais não convertíveis de uma amostra caracterizada por elevados *dividend yields*, com observações entre Janeiro de 1974 e Dezembro de 1981. Os resultados obtidos são consistentes com a existência de clientelas fiscais, apenas no caso de investidores que são empresas com impostos maiores sobre ganhos financeiros de curto prazo relativamente aos dividendos (por poderem excluir 80% dos dividendos à matéria colectável segundo a legislação dos EUA). O impacto da fiscalidade tende, no entanto, a esbater-se já que, segundo os autores, em alturas de forte intervenção no mercado por parte de empresas e investidores com baixos níveis de impostos ou isentos, os investidores individuais têm reduzida capacidade para influenciar as cotações.

Diversos estudos mais recentes que analisam a queda da cotação das acções à volta da data em que estas se tornam *ex-dividend*, procurando fundamentar o efeito das “clientelas fiscais”, têm apresentado conclusões contraditórias. Frank e Jagammathan (1998), por exemplo, analisaram o comportamento da cotação das acções por volta da *ex-dividend-date* no mercado de Hong Kong, onde os dividendos e as mais valias das acções não são tributados, e chegaram a conclusões divergentes da teoria dos efeitos fiscais. Segundo o modelo proposto por estes autores, é a interacção entre a oferta e a procura de títulos e a indiferença em relação à data de transacção que provoca a queda da cotação das acções por volta da *ex-dividend-date*.

Alguns trabalhos empíricos têm usado as datas em que ocorrem alterações significativas e pontuais na legislação fiscal relativa à tributação dos dividendos e das mais valias das acções para testarem a hipótese dos efeitos fiscais, quando estas duas categorias de rendimento são tratadas de maneira diferenciada. Estas alterações permitem isolar os efeitos com origem fiscal da política de dividendos na cotação das acções e permitem assim testar esses mesmos efeitos na própria política de dividendos.

Poterba e Summers (1977) e Barclay (1987) corroboraram as conclusões de Elton e Gruber. No entanto, Kalay (1982), entre outros, discordou com argumentos, como o de que o processo de arbitragem pode ser também conduzido por operadores de mercado que não possuam acções. Autores, como Huberman (1990), criticaram os estudos de Elton e Gruber e Kalay por não incluírem custos de transacção.

Poterba e Summers (1984) estudaram o impacto das alterações à legislação fiscal do Reino Unido sobre o comportamento dos investidores e a política de dividendos das empresas. Utilizando uma amostra de 16 empresas entre 1955 e 1981, e recorrendo a uma variante do modelo CAPM, estudaram o impacto das alterações fiscais ocorridas em 1965 e em 1973<sup>82</sup> sobre o coeficiente que expressa o efeito do *dividend yield* dos títulos na rendibilidade exigida. O estudo revelou que o *dividend yield* é estatisticamente significativo e sensível face às alterações do enquadramento fiscal dos dividendos, em consonância com a hipótese dos efeitos fiscais da política de dividendos das empresas sobre a cotação das suas acções.

---

<sup>82</sup> Respectivamente, introdução de tributação das mais valias das acções à taxa de 30% e integração da tributação do rendimento das sociedades e dos sócios.

Barclay (1987) comparou a queda da cotação média dos títulos à volta da *ex-dividend-date* com o seu dividendo médio antes e depois da introdução do Imposto Federal sobre o Rendimento, nos EUA. Assim, no primeiro período, a queda da cotação das acções era idêntica ao montante do dividendo médio enquanto que no segundo período a queda no valor da cotação era inferior (cerca de 84% do montante do dividendo médio). No período depois da entrada em vigor do imposto, foi encontrada uma relação significativa entre o *dividend yield* das diferentes acções e a queda na sua cotação perto da *ex-dividend-date*, relativamente ao montante do seu dividendo, ao contrário do período anterior à introdução do imposto. O autor concluiu então que a política de dividendos não é neutra em termos de valorização das acções, isto é, por razões de ordem fiscal, os investidores valorizam as mais valias de acções acima dos dividendos.

Huberman (1990) testou um modelo que analisava o impacto da data *ex-dividend* na evolução das cotações e concluiu que, numa perspectiva dinâmica e com vários períodos de tempo, os custos de transacção não têm qualquer influência na relação entre política de dividendos e o valor da empresa.

Alltizer e Hamill (1999) testaram o efeito das alterações relativas à reforma fiscal ocorrida em 1986 nos EUA no valor das acções com elevados e baixos *dividend yields*<sup>83</sup>, controlando o efeito causado pela dimensão e pelo risco da empresa. Os resultados obtidos, com uma amostra de 281 empresas norte-americanas cotadas, divididas em grandes empresas e pequenas empresas (141 e 140, respectivamente)

---

<sup>83</sup> O rácio utilizado foi: Dividendos distribuídos por acção / Resultado gerado por acção em 1985.

confirmaram que essa reforma fiscal teve como resposta do mercado uma melhoria do desempenho das acções das grandes empresas com elevado *dividend yield*, relativamente às acções das empresas com baixo *dividend yield* e similares em dimensão. Mas a mesma conclusão não foi verificada para as pequenas empresas.

Também Casey *et al.* (1999) testaram o efeito desta reforma na política de dividendos das empresas norte-americanas, com base numa amostra de 164 empresas de 20 sectores industriais, com resultados distribuídos entre 1982 e 1992, dividido, por sua vez, em 2 sub-períodos: 1982-1986 e 1988-1992. Os resultados obtidos mostraram não existir uma reacção da política de dividendos das empresas estudadas às alterações da legislação fiscal. Ao contrário de Alltizer e Hamill (1999) não conseguiram concluir que a dimensão das empresas condicionasse a sua reacção face às alterações fiscais.

Ayers *et al.* (2002) estudaram efeito da política de dividendos sobre a cotação das acções à volta da data em que se deu a alteração da taxa máxima de tributação dos dividendos (alteração de 31% para 39,6% para investidores individuais prevista na *Revenue Reconciliation Act* de 1993, EUA) numa amostra de 1.312 empresas norte-americanas. Os autores apresentaram um modelo de regressão da rendibilidade acumulada das acções, à volta da data de alteração, sobre o seu *dividend yield*, as acções detidas por investidores institucionais, a interacção entre estas duas variáveis e um conjunto de variáveis de controlo, como o risco, a rendibilidade, o endividamento, a dimensão e a indústria.

Este estudo mostrou que quanto maior é o *dividend yield*, mais negativa é a reacção da cotação das acções em virtude do aumento da tributação dos dividendos e que a presença de investidores institucionais diminui esta reacção. Os autores concluíram que a política de dividendos e a situação fiscal a que os investidores marginais estão sujeitos influenciam a amplitude da reacção do valor das acções à tributação dos dividendos.

Martins e Gama (2002) analisaram a influência dos efeitos fiscais na política de dividendos das empresas portuguesas no período 1989-1995, em que se registaram alterações no tratamento fiscal dos dividendos relativamente a certas categorias de sócios. A forma de tributação das mais valias das acções não sofreu alteração, o que serviu os propósitos do estudo, como os próprios autores salientam<sup>84</sup>.

Este trabalho testou, entre outras, a hipótese de que as alterações ocorridas entre 1989 e 1995 no enquadramento fiscal dos dividendos distribuídos, ao favorecerem os titulares dos rendimentos, teriam causado um acréscimo dos lucros distribuídos (*payout*) das sociedades. Os resultados permitiram a conclusão de que o aumento da taxa de distribuição de resultados ao longo do período em estudo, quer no total das empresas da amostra, quer nas divisões da amostra consideradas - sociedades por

---

<sup>84</sup> O Código do Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares (CIRS) estipulava que os dividendos de acções distribuídos a pessoas singulares eram qualificados como rendimentos de capitais, permitindo que a tributação dos dividendos fosse feita pela aplicação de uma taxa liberatória (no caso, 25%) ou o titular do rendimento podia optar pelo englobamento e sujeitá-lo às taxas gerais e progressivas do IRS (taxas que variavam entre 15% e 40%), o que fazia com que a opção dependesse do escalão de imposto dos investidores. Mais ainda, o CIRS permitia, que ao utilizar o englobamento, utilizar um crédito de imposto equivalente a 20% do IRC correspondente a esse rendimento, tendo-se alterado substancialmente a % de crédito de imposto, entre 1989 e 1995, período em estudo por Martins e Gama (2002). Estas foram de 20% em 1989 a 60% em 1995, feitas de forma gradual. No entanto, ao contrário dos accionistas, os sócios das sociedades por quotas não podiam optar pela taxa liberatória, eram obrigados a englobar tais rendimentos. Relativamente aos dividendos recebidos por sociedades, o Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas (CIRC) optou por eliminar a dupla tributação.

quotas e sociedades anónimas – é indicativo do efeito fiscal na política de dividendos das empresas não financeiras portuguesas. Os resultados parecem mesmo indicar um impacto positivo do desagravamento da carga fiscal dos dividendos no *payout* destinado a certas categorias de sócios mais favorecidos com o aumento do crédito do imposto, como eram, por exemplo, as sociedades por quotas dado que não podiam beneficiar da taxa liberatória.

Brav *et al.* (2004), tentando conhecer os factores que determinam as políticas de dividendos nas empresas, entrevistaram os gestores financeiros de uma amostra de 407 empresas e concluem que o efeito fiscal desempenha um papel secundário nas decisões sobre dividendos da empresa. Os autores encontram também fraca evidência do efeito de sinalização, da hipótese da clientela e da teoria da agência e, em especial, descrevem as políticas de dividendos como “conservadoras”, uma vez que as empresas se mostram relutantes em relação a alterações nos montantes dos dividendos.

## **5.2 A política de dividendos e os custos de transacção**

Estudos como o da irrelevância da política de dividendos de MM (1961), considerando os mercados perfeitos, pressupõem a ausência de custos de emissão e de transacção das acções. Assim, o pagamento de dividendos é equivalente a comprar ou vender acções (para o investidor) e a emitir ou a recomprar acções (para as empresas). Na realidade, os investidores pagam custos de transacção em operações de compra ou

venda de acções no mercado, o que leva a que estes tenham de ter em conta a liquidez esperada. A distribuição de dividendos pode afectar o montante de custos de transacção a pagar pelos investidores, não sendo conhecido, à partida, o sentido da política de dividendos que minimiza esses custos.

Eades *et al.* (1984) defendem que os custos de transacção variam em sentido inverso com a dimensão da empresa, já que vendas de quantidades elevadas de acções tornam menores os custos. Assim, o pagamento regular de dividendos pode contribuir para que os investidores não se envolvam com tanta frequência na venda de acções. Outros trabalhos defendem uma relação directa entre a distribuição de dividendos e a redução dos custos de transacção, com base no facto de que os dividendos são uma forma de obter liquidez com reduzidos custos associados<sup>85</sup>.

O estudo de Eades *et al.* (1984) mostrou que, apesar da queda acentuada nos custos de transacção, a partir de Maio de 1975 nos EUA, com a eliminação das comissões fixas, os dividendos ou *payouts* das empresas norte-americanas não sofreram variações significativas. Huberman (1990), por exemplo, foi um dos estudos a considerar que os custos de transacção têm um impacto negligenciável na política de dividendos, ao notar que esses custos não têm qualquer influência na relação entre política de dividendos e valor da empresa.

---

<sup>85</sup> Pacheco (1999) refere que, no entanto, são os mercados financeiros com elevada liquidez, como o norte-americano ou o britânico, por exemplo, que apresentam maiores taxas de distribuição de resultados do que outros mercados menos líquidos e que a redução no tempo dos custos de transacção no mercado norte-americano não correspondeu a reduções nos dividendos.

Meggison (1997) também concluiu que as alterações dos custos de transacção não têm influência significativa na evolução no tempo das políticas de dividendos, mostrando que no mercado norte-americano não houve, nas últimas décadas, diferenças significativas na distribuição de resultados, apesar da tendência, no mesmo período, para a redução dos custos de transacção e de emissão.

Holder *et al.* (1998) encontraram uma relação negativa, estatisticamente significativa, entre as duas variáveis, verificando que o *dividend payout* é inferior em empresas com risco elevado. Este resultado suporta o modelo teórico que considera que empresas com maior risco enfrentam maiores custos de transacção. O crescimento das vendas (também utilizado como medida dos custos de transacção) tem uma relação negativa e significativa com os dividendos. Estes resultados confirmam a ideia que um maior nível de dividendos aumenta os custos de transacção de uma empresa, quando esta necessita de utilizar outras fontes de financiamento.

Dong *et al.* (2003), com base numa amostra de 555 investidores holandeses, concluíram que estes têm uma preferência marcada por dividendos – *cash dividends*, ou mesmo *stock dividends*. Esta preferência por dividendos é explicada, parcialmente, segundo os autores, pelos custos de transacção dos dividendos serem inferiores aos custos de transacção da venda de acções<sup>86</sup>.

---

<sup>86</sup> Como sublinham os autores, este estudo concluiu ainda pela confirmação das teorias de sinalização, como os trabalhos de Bhattacharya (1979) e Miller e Rock (1985), mas as suas conclusões são, no entanto, inconsistentes com os trabalhos de Gordon (1961) e os da teoria da agência, como Jensen (1986) e Eastbrook (1984).

Maior distribuição de resultados implica maior probabilidade da empresa proceder à emissão de novas acções ou a um maior valor de emissão. Se no caso de maiores valores, os custos são marginais dado que o valor da emissão não aumenta os custos, no caso dos custos associados a novas emissões são importantes, nomeadamente em empresas em situação financeira desfavorável ou com reduzida capacidade de acesso ao mercado. Assim, parece nítida a ligação que pode ser feita entre a política de dividendos e a minimização dos custos de emissão de acções.

A existência de custos de emissão de acções é referida por alguns autores como um dos factores explicativos da preferência dos gestores por autofinanciamento. A preferência por resultados retidos pode variar de intensidade de caso para caso, mas o sinal da preferência é sempre o mesmo (como defende a *pecking order theory*<sup>87</sup> em relação à estrutura de capital das empresas).

---

<sup>87</sup> Segundo esta teoria existe uma hierarquia de preferências por fontes de financiamento, sendo que o autofinanciamento ocupa nela o primeiro lugar.

# CAPÍTULO 6 – O CICLO DE VIDA DAS EMPRESAS

---

Acredita-se que as empresas tendem a crescer e a desenvolverem-se seguindo um padrão previsível caracterizado por fases ou estádios de desenvolvimento. Segundo alguns autores, como Miller e Friesen, 1984, essas fases podem ou não ser sequenciais, e aquilo a que genericamente se chama ciclo de vida das organizações pode ou não existir. Diversos modelos de ciclo de vida têm sido propostos por vários autores numa tentativa de ajudar a compreender o fenómeno de crescimento e desenvolvimento das empresas e suas consequências a nível interno ao longo das diferentes fases. Cada uma destas fases tem características próprias em termos organizacionais e funcionais e também em termos financeiros.

Desde o início do século XX que alguns autores aplicam o conceito de ciclo de vida dos seres vivos às empresas, traçando um certo paralelismo entre eles<sup>88</sup>. No entanto, parece ser a partir dos anos 60 que a utilização do conceito de ciclo de vida começa a ser utilizado com maior frequência, na tentativa de ajudar a entender o funcionamento

---

<sup>88</sup> Como por exemplo: Gardner, John W. (1965), How to prevent organizational dry rot, *Harper's Magazine*, October, p. 20 e Marshall, Alfred (1920), *Principles of Economics*, 1<sup>st</sup> ed., London, citados por Rebelo (2003).

das empresas<sup>89</sup> ou de criar um modelo que permita tomar decisões de forma mais rápida e eficaz. Não existe unanimidade quanto ao número e às características das diversas fases nem quanto ao seu ritmo e sequência. No entanto, a partir da literatura revista, é possível traçar um padrão comum às diversas teorias de desenvolvimento organizacional.

O ciclo de vida empresarial tem sido utilizado também para explicar as preferências financeiras das empresas. As oportunidades de investimento, os fluxos de caixa disponíveis, os resultados obtidos, o financiamento utilizado e os dividendos são variáveis financeiras que, entre outras, têm sido associadas às fases do ciclo de vida e às características destas.

Este capítulo começa por apresentar e caracterizar os conceitos associados ao ciclo de vida das empresas, especificamente no que concerne a definições, fases e modelos apresentados pela literatura e revendo os mais utilizados em estudos empíricos. A seguir, procede-se à caracterização de um padrão comum do ciclo de vida construído a partir dos modelos, conceitos e definições apresentadas anteriormente. Depois tratam-se os aspectos financeiros associados às fases do ciclo de vida e à forma como estes influenciam as decisões da empresa. Diversos autores referem características próprias de cada fase da vida das empresas em termos de investimento, financiamento e política de dividendos. Por fim, apresentam-se alguns estudos que associam a política e o nível dos dividendos distribuídos à teoria do ciclo de vida empresarial.

---

<sup>89</sup> Kazanjian, 1988 e Churchill e Lewis, 1983, por exemplo, segundo a autora.

## 6.1 – Conceito do ciclo de vida

Segundo Ferreira (1997; p.18) os estádios do ciclo de vida têm sido ... *definidos como uma sequência de acontecimentos que descrevem as mudanças ao longo do tempo (Dodge et al., 1994); uma progressão hierárquica que não é facilmente reversível (Greiner, 1972); e um conjunto de um grande número de estruturas e actividades organizacionais (Quinn e Cameron, 1983).*

Apesar do ciclo de vida das empresas ser aceite como facto pelos autores que se dedicam a esta temática, não parece existir um conceito de ciclo de vida claramente definido e proposto por todos os que se têm debruçado sobre o tema. Adizes (1993) considera que para organizações “saudáveis” este apresenta uma distribuição normal ou outra semelhante em forma de sino. Autores como Van de Ven e Poole (1995), Quinn e Cameron (1983) ou Mueller (1986a) acreditam que as fases do ciclo empresarial são sequenciais por natureza, e que todas as empresas passam por essas fases ao longo da sua existência, ao contrário de autores como Miller e Friesen (1984)<sup>90</sup>. O estudo empírico apresentado por estes últimos indica que as empresas podem não passar por algumas fases ou podem recuar no ciclo, ou seja, estas fases não apresentam uma sequência definida. No entanto, parece subentender-se da literatura que o ciclo de vida corresponde à curva de desenvolvimento natural das empresas, passando por diversas fases, de forma sequencial ou não.

---

<sup>90</sup> E também Mintzberg (1984) e Churchill e Lewis (1983), segundo Rebelo (2003).

Segundo Hanks *et al.* (1993), a diversidade de modelos baseados no desenvolvimento organizacional não tem sido acompanhado da mesma atenção relativamente às variáveis que explicam as fases do ciclo de vida. Apesar de diversos autores apresentarem diferentes variáveis, organizacionais, comportamentais ou financeiras, por exemplo, que caracterizam cada uma das fases do ciclo empresarial, não existe consenso relativamente às que caracterizam cada uma das fases do ciclo. Também, não se encontram definições claras do que é uma fase, em consequência quer da ênfase de cada autor nas componentes únicas das características organizacionais (Quinn e Cameron, 1983), quer da falta de consenso relativamente à terminologia adoptada.

Adizes (1993), Miller e Friesen (1984) ou Quinn e Cameron (1983), utilizam a terminologia das fases do ciclo de vida; outros como Kazanjian (1988) e Scott e Bruce (1987) utilizam fases de crescimento; e outros como Van de Ven e Poole (1995) e Quinn e Cameron (1983) utilizam fases de desenvolvimento. Não existindo fundamentação para esta diferenciação, parece justificar-se uma utilização indiferenciada dos termos como o fizeram, por exemplo, Raposo e Ferreira (1998) e Hanks *et al.* (1993).

Os modelos do ciclo de vida da empresa baseiam-se em fenómenos organizacionais diferentes, como a principal actividade organizacional, o crescimento organizacional ou a crescente complexidade do meio envolvente e a eficácia organizacional, mas todos sugerem uma progressão similar ao longo do ciclo.

O número de fases do ciclo de vida não é consensual entre os investigadores, sendo que a maior parte destes propõe 4 ou 5 fases, indo das 3 fases (Smith *et al.*, 1985) até dez fases no modelo proposto por Adizes (1993). A construção das fases do ciclo de vida é um fenómeno multidimensional: cada modelo requer várias dimensões ou variáveis para descrever as diversas fases. Apesar da variedade, existe alguma analogia no que respeita à natureza das dimensões contextuais e estruturais desses modelos. No primeiro caso, as variáveis ou dimensões mais vulgares são a idade da empresa, a dimensão, o crescimento ou as tarefas-chave. Relativamente às dimensões estruturais, as mais vulgarmente utilizadas são a estrutura organizacional, a formalização, a centralização, o controlo e a gestão.

Miller e Friesen (1984) diferenciam as fases do ciclo de vida utilizando a evolução ao longo do tempo de quatro variáveis: estratégia, estrutura, estilo de tomada de decisão e meio envolvente. Assim, concluem pela existência de um ciclo de vida das empresas com 5 fases em que a 4ª fase, anteriormente ao declínio, seria a de “Renascimento” da empresa, prevendo assim a hipótese desta não entrar em fase terminal após uma maturidade mais ou menos longa mas antes poder reorganizar-se e crescer novamente (modelo apresentado sumariamente no quadro 6.1).

O quadro que a seguir se apresenta (6.1) mostra uma comparação entre 7 modelos apresentados sobre o ciclo de vida das empresas, evidenciando a natureza de cada modelo, o tipo de estudo teórico ou empírico desenvolvido, as fases que incluem e as variáveis / dimensões utilizadas na concepção de tais modelos, sendo uma parte dos modelos referenciados por Hanks *et al.* (1993) e os de maior evidência na literatura sobre esta matéria.

Quadro 6.1 - Resumo das principais características de alguns modelos sobre o ciclo de vida organizacional

Modelos / Natureza	Tipo	Fases	Dimensões contextuais	Dimensões estruturais
<b>Adizes (1993)</b> Principal actividade organizacional	Teórico	1. Namoro 2. Infância 3. Arranque 4. Adolescência 5. Plenitude 6. Estabilidade 7. Aristocracia 8. Burocracia incipiente 9. Burocracia 10. Morte	- Idade - Dimensão - Problemas normais - Transição	- Estrutura organizacional - Formalização de políticas e procedimentos - Características de liderança - Profundidade de gestão - Diversidade - Complexidade
<b>Kazanjian (1988)</b> Problemas dominantes	Empírico	1. Concepção e desenvolvimento 2. Comercialização 3. Crescimento 4. Estabilidade	- Idade - Dimensão - Taxa de crescimento - Problemas dominantes de gestão	- Estrutura organizacional - Formalização - Centralização - Composição da gestão de topo
<b>Scott e Bruce (1987)</b> Crises conduzem a uma nova fase	Teórico	1. Arranque 2. Sobrevivência 3. Crescimento 4. Expansão 5. Maturidade	- Idade - Dimensão - Taxa de crescimento - Estádio da indústria - Questões como: <i>cash-flow</i> , investimento principal, alvo do mercado/produto	- Estilo/ papel da gestão de topo - Estrutura organizacional - Formalização dos sistemas de controlo interno
<b>Smith et al. (1985)</b> Regularidade no desenvolvimento organizacional	Empírico	1. Iniciação 2. Elevado Crescimento 3. Maturidade	- Idade - Dimensão Vendas - Dimensão empregados - Taxa de crescimento das vendas e do nº empregados - Prioridades da gestão	- Estrutura organizacional - Sistema de recompensas - Formalização - Centralização

Fonte: Adaptado de Hanks *et al.* (1993)

Quadro 6.1 - Resumo das principais características de alguns modelos sobre o ciclo de vida organizacional (continuação)

<b>Modelos / Natureza</b>	<b>Tipo</b>	<b>Fases</b>	<b>Dimensões contextuais</b>	<b>Dimensões estruturais</b>
<b>Miller e Friesen (1984)</b> Crescimento organizacional e a crescente complexidade do meio envolvente	Empírico	1. Nascimento 2. Crescimento 3. Maturidade 4. Renascimento 5. Declínio	- Idade - Nº de empregados - Dimensão relativa aos concorrentes - Propriedade da empresa - Taxa de crescimento das vendas - Influência dos gestores, accionistas e clientes - Dinamismo, hostilidade e heterogeneidade do meio envolvente - Variáveis estratégicas de: inovação do produto, diversificação, expansão geográfica e orientação de marketing	- Estrutura organizacional - Gestão participativa - Sistemas de informação - Controlo do desempenho, planeamento da acção - Prospecção do meio envolvente - Controlo interno - Comunicações internas - Centralização - Delegação das decisões de rotina - Tecnocracia - Disponibilidade de recursos - Diferenciação e estilo de tomada de decisão
<b>Churchill e Lewis (1983)</b> Dimensão, diversidade e complexidade	Empírico	1. Existência 2. Sobrevivência 3. Sucesso-libertação 3. Sucesso-crescimento 4. Descolagem 5. Maturidade de recursos	- Idade - Dimensão - Taxa de crescimento - Estratégias dominantes	- Estilo de gestão - Estrutura organizacional - Dimensão dos sistemas formais - Relação entre o empresário e o negócio
<b>Quinn e Cameron (1982)</b> Eficácia organizacional	Empírico	1. Empresarial 2. Colectividade 3. Formalização e controlo 4. Elaboração de estrutura	- Idade - Dimensão - Critérios de eficácia organizacional	- Estrutura organizacional - Formalização - Centralização - Liderança - Cultura

Fonte: Adaptado de Hanks *et al.* (1993)

Segundo Greiner (1972), citado por Ferreira (1997), são cinco as dimensões necessárias para o estudo de um modelo de desenvolvimento de uma organização: (1) idade da organização, pois as práticas organizacionais não se mantêm constantes ao longo do tempo; (2) tamanho da organização, já que à medida que a organização cresce estabelecem-se normas e procedimentos de trabalho, implementa-se uma regulamentação burocrática, desenvolve-se uma estrutura vertical, por exemplo; (3) etapas de evolução, correspondentes a períodos de tempo de crescimento prolongado; (4) etapas de revolução, que correspondem a períodos de turbulência que originam distúrbios na vida das empresas. É nessas alturas de crise que as empresas tendem a cessar a actividade, embora isso possa acontecer em qualquer altura; e (5) taxa de crescimento da indústria, uma vez que, segundo o autor, a rapidez com que as organizações vivem períodos de evolução e de revolução está dependente do ambiente de mercado e da indústria<sup>91</sup>.

## **6. 2 - Fases do ciclo de vida**

Os modelos apresentados sugerem diferentes possíveis padrões para o ciclo de vida das empresas. No entanto, a partir das características do desenvolvimento empresarial, vários autores têm utilizado um modelo em 5 fases<sup>92</sup>: nascimento, expansão, maturidade, diversificação e declínio, denominado de “Modelo Sumário”, que facilita a comparação entre modelos pois permite identificar fases comuns ou aquelas em que cada fase desta nova representação do ciclo de vida pode conter uma ou mais, ou

---

<sup>91</sup> Assim, as empresas em indústrias de crescimento rápido tendem a passar pelas várias fases do ciclo de vida organizacional mais rapidamente que as empresas em indústrias de crescimento mais lento.

<sup>92</sup> Utilizado por exemplo por Ferreira (1997), Hanks *et al.* (1993) e Quinn e Cameron (1983).

mesmo nenhuma, das fases dos outros modelos, anteriormente, apresentados. Este modelo é apresentado em seguida no quadro 6.2.

Quadro 6.2 – Modelo sumário das fases do ciclo de vida

<b>Fases</b> <b>Modelo</b>	<b>Fase de nascimento</b>	<b>Fase de expansão</b>	<b>Fase de maturidade</b>	<b>Fase de diversificação</b>	<b>Fase de declínio</b>
Adizes (1993)	1.Namoro 2.Infância	3.Arranque 4.Adolescência	5.Plenitude 6.Estabilidade		7.Aristocracia 8.Burocracia incipiente 9.Burocracia 10.Morte
Kazanjian (1988)	1.Concepção e desenvolvimento 2.Comercialização	3.Crescimento	4.Estabilidade		
Scott e Bruce (1987)	1.Arranque 2.Sobrevivência	3.Crescimento 4.Expansão	5.Maturidade		
Smitl et al. (1985)	1.Iniciação	2.Elevado Crescimento	3.Maturidade		
Miller e Friesen (1984)	1.Nascimento	2.Crescimento	3.Maturidade	4.Renascimento	5.Declínio
Churchill e Lewis (1983)	1.Existência 2.Sobrevivência 3.Sucesso-libertação	3.Sucesso-crescimento 4.Descolagem	5.Maturidade de recursos		
Quinn e Cameron (1983)	1.Empresarial	2.Colectividade	3.Formalização e controlo	4.Elaboração de estrutura	

Fonte: Adaptado de Hanks *et al.* (1993)

Os modelos apresentados para o ciclo de vida empresarial propõem, normalmente, uma ou mais fases para o nascimento, o crescimento e a maturidade, mas poucos tratam a diversificação e incluem o declínio ou morte. Este último facto parece dever-

se à dificuldade de previsão do impacto do declínio na estrutura e sistemas da organização (Hanks *et al.*, 1993) ou à possibilidade de qualquer empresa poder entrar em declínio em qualquer fase do ciclo de vida (Adizes, 1993 e Miller e Friesen, 1984).

Para Miller e Friesen (1984) existe uma configuração específica de cada fase do ciclo de vida das empresas. Quando se classifica um determinado período da história organizacional de acordo com a fase em que se encontra e utilizando diversos atributos, muitos outros aspectos da organização e do seu meio envolvente tornam-se previsíveis. Isto, porque há uma certa complementaridade entre a situação, a estratégia, a estrutura, a tomada de decisões, entre outros, dentro de cada fase da vida organizacional. Para os mesmos autores, enquanto que as fases têm uma certa coerência interna e apresentam-se muito diferentes umas das outras, a sua sequência no tempo não é definida deterministicamente, ou seja, à fase de maturidade pode seguir-se o declínio, o renascimento, ou mesmo, o crescimento, por exemplo.

As fases podem então ser definidas através de um padrão-comum utilizando as variáveis identificadas pelos autores nos seus modelos. Como é então proposto, as organizações desenvolvem-se através de 5 fases, sendo que à medida que se desenvolvem são supostas aumentarem em tamanho. O crescimento é, supostamente, rápido nas fases de Nascimento, Expansão e, também, Diversificação e baixo ou nulo nas fases de Maturidade e Declínio. A forma e a estrutura vão desde simples a funcional e a divisional. A organização torna-se crescentemente formal e especializada e a tomada de decisões menos centralizada à medida que a empresa cresce.

A fase de nascimento, que pode integrar outras fases tiradas dos modelos propostos pelos diversos autores conforme o quadro nº 6.2, inicia-se no momento em que surge a ideia do negócio e termina quando a mesma é posta em prática. Nesta fase, a organização é altamente centralizada no empresário ou num pequeno número de sócios, apresenta poucos níveis hierárquicos, tem uma estrutura muito informal, possui poucas normas e procedimentos e escassos sistemas de controlo.

Segundo Quinn e Cameron (1983), esta fase da vida da organização é, também, caracterizada pela inovação, criatividade e ordenação de recursos. A passagem para outra fase está associada à flexibilidade, crescimento, aquisição de recursos e ao impacto do ambiente externo, como clientes e fornecedores.

Na fase de expansão o objectivo é vender mais e inclui a fase de comercialização proposta em alguns modelos. Esta fase caracteriza-se por um grande aumento do volume de vendas. Segundo Adizes (1993), a empresa encontra-se organizada em torno de pessoas e não de tarefas, o empresário começa a delegar funções mas centraliza as decisões. Nesta fase, existe um esforço de descentralização mas começam a surgir sistemas de controlo.

Esta fase é também associada a uma estrutura e comunicação informal, cooperação entre os membros e liderança personalizada (Quinn e Cameron (1983), Karanjian (1988) e Miller Friesen (1984), por exemplo). Segundo Adizes (1993), nesta fase começa ainda a existir uma certa fidelização da clientela ao produto ou serviço e alguma estabilização na escolha dos fornecedores.

As empresas que se encontram na fase de maturidade do seu ciclo de vida caracterizam-se pela estabilidade organizacional e eficiência na produção e têm regras e procedimentos conservadores (Quinn e Cameron, 1983). Alguns autores, como Miller e Friesen (1984) apontam para a estabilidade das vendas nesta fase, enquanto que outros apontam para um crescimento lento, positivo ou negativo, consistente com o mercado (Kazanjian, 1988 e Scott e Bruce, 1987). Estes autores defendem ainda que, nesta fase, a empresa aposta numa segunda geração do seu produto ou serviço, tentando reestruturar-se, com vista a conseguir uma nova fase de crescimento.

Na maturidade, as empresas mostram-se fortes mas têm pouca flexibilidade, criatividade, inovação e incentivos à mudança. Segundo Adizes (1993), a função financeira ganha mais peso na estrutura das empresas, em detrimento da produção, marketing ou inovação.

Os autores que referem uma fase de diversificação nos seus modelos do ciclo de vida das empresas, caracterizam-na como tendo por principal preocupação analisar a envolvente externa de forma a poder renovar-se e expandir os seus produtos ou serviços. Para tal, procuram uma maior descentralização da estrutura organizacional, sendo necessário obter um equilíbrio entre a diferenciação e a integração da empresa. Nesta fase, as empresas tendem a deter sistemas de controlo e de planeamento mais sofisticados. Segundo Miller e Friesen (1984) esta fase (de diversificação ou de renascimento) pode acontecer antes ou após o declínio.

A fase de declínio coincide, normalmente, com mercados mais saturados e quando a empresa não possui capacidade de inovação para conseguir responder às novas

necessidades dos clientes. Nesta fase, segundo Adizes (1993) e Miller e Friesen (1984), a empresa encontra-se virada para o interior, com uma estrutura muito formal e burocrática e com sistemas de informação inadequados às suas necessidades.

Hanks *et al.* (1994), no seu modelo teórico de crescimento das empresas, notaram que estas podem passar por ciclos de estagnação ou declínio, intercalados em estádios de crescimento. Miller e Friesen (1984), no seu estudo sobre o ciclo de vida, concluíram que as empresas podem saltar algumas fases ou voltar atrás, embora se movam geralmente do crescimento para o declínio.

A não inclusão da fase de declínio por grande parte dos modelos apresentados pode ser atribuída a duas características inerentes a esse mesmo declínio: (1) o impacto de um declínio na estrutura e nos sistemas de organização é menos previsível que as alterações provenientes do crescimento empresarial (Hanks *et al.*, 1993); (2) o início do declínio da organização pode ocorrer em qualquer fase do seu ciclo de vida (Miller e Friesen, 1984).

Churchill e Lewis (1983), segundo Rebelo (2003), referem o facto de a empresa se poder manter indefinidamente na fase a que chamaram Sucesso-Libertação, caracterizada por uma verdadeira saúde económica, um tamanho significativo e penetração de mercado que assegure o sucesso económico. Este caso poderá representar empresas cujos empresários escolheram mantê-las pequenas ou cujo crescimento é limitado por estarem a operar num pequeno nicho de mercado (Raposo e Ferreira, 1998).

O quadro 6.3 mostra um resumo dos modelos por fase e variável / dimensão, tal como proposto por Hanks *et al.* (1993) (e utilizado também por Ferreira (1997)) é:

Quadro 6.3 – Características das fases do ciclo de vida: padrões comuns

<b>Fases</b> <b>Variáveis</b>	<b>Fase de nascimento</b>	<b>Fase de expansão</b>	<b>Fase de maturidade</b>	<b>Fase de diversificação</b>	<b>Fase de declínio</b>
Idade	Jovem	...	...	Velha	Qualquer idade
Dimensão	Pequena	...	Grande	Maior	Em declínio
Taxa de crescimento	Inconsistente	Elevada e positiva	Crescimento lento	Elevada e positiva	Em declínio
Estrutura organizacional	Indiferenciada e simples	Funcional	Funcional	Divisional	Em geral funcional
Formalização	Muito informal, pessoal e flexível, com poucas políticas	Começam a aparecer sistemas formais, mas pouco firmes	Formal e burocrática, com grande aplicabilidade dos sistemas de planeamento e controlo	Formal e burocrática	Excesso de burocracia
Centralização	Elevada, centrada no fundador	Centralizada, delegação limitada	Moderadamente centralizada	Descentralizada	Moderadamente centralizada
Tarefas/ Funções	Identificação de nichos; obtenção de recursos; construção de protótipos; configuração da estrutura das tarefas/funções	Produção e distribuição; capacidade de expansão; configuração dos sistemas operativos	Rentabilizar os negócios; controlo de custos; estabelecer sistemas de gestão	Diversificação; expansão do mercado alvo	Revitalização; redefinição da missão e da estratégia

Fonte: Adaptado de Hanks *et al.* (1993)

Ferreira (1997) desenvolveu uma taxonomia das fases do ciclo de vida usando as variáveis propostas por Hanks *et al.* (1993) e aplicando-as às empresas portuguesas. Com uma amostra de trezentas pequenas e médias empresa portuguesas situadas na Beira Interior e pertencentes à indústria transformadora, o autor concluiu que as fases do ciclo de vida podem ser definidas e operacionalizadas como configurações únicas de contexto e estrutura das organizações. Esta taxonomia sugere uma sequência de 4 estádios de crescimento, reflectindo uma sequência de fases do ciclo de vida: (1) crescimento no tamanho e idade; (2) crescente complexidade na forma da estrutura e diferenciação vertical; (3) crescente formalização e especialização; e (4) decrescente centralização das empresas. As fases tradicionais correspondentes seriam: nascimento, expansão, maturidade e diversificação e, também, outra fase que parece reflectir estagnação ou declínio, e representando empresas que podem estar no início ou término do seu ciclo de vida.

Na fase de nascimento, o autor encontrou empresas relativamente jovens, pequenas, muito centralizadas, informais no que toca à tomada de decisões e aos sistemas de informação e elevada propensão para o risco<sup>93</sup>. Este é o grupo de empresas que apresenta menor nível de especialização e em que a preocupação central é o desenvolvimento do produto e o contacto com os clientes, seguido da definição de políticas, papéis e responsabilidades organizacionais e adequação aos objectivos de vendas.

---

<sup>93</sup> As empresas apresentam, em média, uma idade próxima dos 6 anos e um número de empregados de 16,33.

As empresas em fase de expansão apresentam uma base de organização funcional, em que a tomada de decisões é centralizada mas menos que na fase anterior, os sistemas um pouco mais formais (a maior das empresas considerou a tomada de decisões “50% empresarial, 50% profissional”)<sup>94</sup>. As empresas deste grupo apresentam alguma especialização em áreas como as vendas, a contabilidade, o cliente/produto, pessoal e compras. Tal como outros autores (Adizes, 1991, Scott e Bruce, 1987 ou Quinn e Cameron, 1983, entre outros) também o autor concluiu que o crescimento de uma empresa torna-a mais complexa, exigindo maior número de funções para poder sustentar eficientemente esse crescimento. A principal preocupação detectada é a atenção dada ao contacto com os clientes, seguida da consolidação dos recursos financeiros, do controlo de custos, da concorrência e da obtenção da quota de mercado e dos níveis de rendibilidade pretendidos.

Ainda segundo este estudo, as empresas na fase de maturidade apresentam, em média, idade e tamanho superiores ao das fases anteriores<sup>95</sup>, a estrutura organizacional funcional, menor centralização e formalização mais elevada. Estas empresas caracterizam-se, também, pela aversão ao risco, elevada especialização de funções, adequação dos recursos financeiros e gestão de topo composta por pessoas com experiência no sector, alargamento do alvo produto/mercado e crescimento lento. A maioria das empresas nesta fase continua a ter um tipo de tomada de decisão apelidada de “50% empresarial, 50% profissional”, mas cerca de 1/3 delas diz adoptar frequentemente a decisão “profissional”. São mencionadas outras áreas de especialização em relação a fases anteriores do ciclo de vida como a expedição e

---

<sup>94</sup> Estas apresentam, em média, os seguintes valores: 27,62 empregados e 12,46 anos de idade.

<sup>95</sup> Neste caso, os valores médios são: 16 anos de idade, 159,6 empregados, 15% de crescimento de vendas e 22% de crescimento do emprego.

recepção, a manutenção, o processamento de salários, o controlo de qualidade e as finanças. Os tipos de problemas relevantes para estas empresas são: o controlo de custos<sup>96</sup>, a consolidação dos recursos financeiros, o recrutamento de pessoal qualificado, o desenvolvimento de uma rede de vendedores, os canais de distribuição, os sistemas de informação para gestão, os concorrentes e a posição da empresa no mercado.

Na fase de diversificação, Ferreira (1997) encontrou empresas mais velhas mas dinâmicas<sup>97</sup>, com uma estrutura predominante de natureza divisional e onde o grau de centralização é o mais baixo e o nível de formalização o maior. As empresas desta fase mostram ter alguma inovação no produto, alguma propensão para o risco e alguma especialização de funções. As características evidentes são o alargamento do alvo do produto /mercado e a consolidação da estratégia, verificando-se maior pendor para a tomada de decisões do tipo profissional. Os problemas com importância para estas empresas são a consolidação dos recursos financeiros, a penetração em novos territórios geográficos, o controlo de custos, o alcance de metas em termos de quota de mercado e rentabilidade, o desenvolvimento de sistemas financeiros e de controlo interno e a liderança/ direcção

Identificada por Ferreira (1997) como fase de declínio ou estagnação, apesar de não coincidir totalmente com caracterizações anteriores, esta inclui empresas com

---

<sup>96</sup> O controlo de custos é o problema que apresenta maior importância, tal como definiram Scott e Bruce (1987).

<sup>97</sup> Estas empresas apresentam, em média, 44,86 anos, 30,6 empregados e 18% de taxa de crescimento das vendas.

tamanho semelhante ao das duas primeiras fases, mas mais velhas<sup>98</sup>, com taxa de crescimento negativo, vendas a decrescerem, estrutura formal e burocrática, poder centralizado, nível de inovação muito baixo e aversão ao risco. Estas empresas apresentam ainda características como a consolidação da estratégia produto/mercado, diminuição do crescimento, gestão de topo experiente, redução dos preços e escassez de recursos. Os problemas identificados são: o controlo de custos, a posição da empresa no mercado, a consolidação dos recursos financeiros, a definição de políticas, papéis e responsabilidades organizacionais e liderança/direcção.

### **6.3 Características financeiras do ciclo de vida**

Gup e Agrawal (1996) apontam o ciclo de vida das empresas como uma ferramenta realista e dinâmica no estudo das políticas financeiras seguidas pelas empresas. Segundo estes autores, o ciclo explica o comportamento financeiro das empresas, incluindo o crescimento, o risco e o retorno do capital. Autores como Pashley e Philippatos (1990) concluíram também pela existência de 4 fases do ciclo de vida das empresas e que diferem entre si em termos de características financeiras. Os autores referidos apontam a distribuição de dividendos como uma das variáveis, entre outras, que caracterizam as diferentes fases do ciclo de vida empresarial.

Alguns autores que estudam a política de dividendos (Grullon *et al.*, 2002, por exemplo) reconheceram a importância do ciclo de vida das organizações ao utilizarem o estágio de maturidade para descrever as suas teorias. Outros, como De Angelo *et al.*

---

<sup>98</sup> Em média, estas empresas têm 16,2 anos e 18,29 empregados.

(2004a), debruçaram-se sobre o ciclo de vida empresarial e concluíram que os dividendos seguem esse ciclo de vida e as fases que o caracterizam na empresa.

Black (1998) apresenta o ciclo de vida da empresa como uma extensão do ciclo de vida do produto, tal como é entendido em disciplinas como o *marketing* e a microeconomia, e utilizado em trabalhos das finanças empresariais como Rink e Swan (1979) e Muller (1986). Black (1998) utilizou o ciclo de vida das empresas como variável explicativa da análise do valor-relevância relativa das medidas de proveitos e *cash-flow*. Como estudos anteriores mostraram que diversas características financeiras diferem entre os diferentes estádios do ciclo de vida, o autor optou por estudar a importância das medidas contabilísticas nas diferentes fases do ciclo. As suas conclusões apresentam evidência do efeito do ciclo de vida nas medidas contabilísticas, para além dos resultados e do *cash-flow*.

Anthony e Ramesh (1992) analisaram, entre outras, variáveis como o ciclo de vida da empresa e a resposta do mercado a alterações de tipo financeiro nas empresas e concluíram que a resposta do mercado de capitais a um inesperado crescimento das vendas ou inesperado investimento de capital, é função da fase do ciclo de vida da empresa em questão.

A fase de nascimento de uma empresa caracteriza-se por um elevado grau de risco e incerteza (Rink *et al.*, 1999; Gup e Agrrawall, 1996). Esta fase começa com a ideia do negócio e termina quando essa é posta em prática. São os empreendedores que assumem todas as tarefas necessárias para pôr a ideia em prática, o que leva nesta fase à confusão entre empresa e accionista.

Nesta fase, os fluxos de caixa serão negativos já que se trata essencialmente de investir quer em activos, quer em fundo de maneo e as receitas são reduzidas devido à pequena penetração no mercado (Rink *et al.*, 1999; Scott e Bruce, 1987). Normalmente, não existe distribuição de dividendos (Gup e Agrrawall, 1996; Pashley e Philippatos, 1990). Os investigadores são unânimes em apontar o capital próprio como forma de colmatar as necessidades de fundos e também os fornecedores, o *leasing* e, eventualmente, o financiamento recorrendo à ajuda de familiares e de amigos.

A fase de expansão caracteriza-se por taxas de crescimento das vendas mais elevadas. Apesar de normalmente ocorrer uma diminuição dos preços e um aumento da concorrência, a rápida expansão da procura induz um acréscimo substancial nos resultados obtidos (Rink *et al.*, 1999; Gup e Agrrawall, 1996). Os fluxos de caixa passam a ser positivos em termos operacionais. Assim, as empresas utilizam-nos como principal fonte de financiamento. Além destes, recorrem a financiamento bancário e à entrada de novos sócios para fazer face a necessidades financeiras decorrentes do rápido crescimento empresarial (Scott e Bruce, 1987).

Nesta fase, a empresa continua com um risco elevado e começa a distribuir dividendos, de modo a fortalecer a sua posição no mercado (Pashley e Philippatos, 1990). Segundo Mueller (1986), os accionistas pretendem que a empresa aproveite todas as oportunidades de negócio aplicando os fundos libertos pelas amortizações e, em grande medida, os lucros da empresa. O crescimento parece ser o principal objectivo da empresa e dos accionistas, e não tanto a rendibilidade, segundo Kazanjian

(1988). Começa a existir uma certa separação entre a propriedade e a gestão da empresa, mesmo com problemas de agência devidos a investimentos efectuados.

O rápido crescimento da empresa aliado à estrutura informal que ainda subsiste, implicam fortes relações humanas entre os vários membros, que se sentem responsáveis pelo desenvolvimento da empresa (Quinn e Cameron, 1983).

A fase de maturidade é caracterizada pela estabilidade. A empresa já não se depara com elevadas taxas de crescimento, sendo este determinado pelo crescimento natural do mercado. As vendas podem crescer um pouco no início da maturidade, estagnando ou decrescendo posteriormente (Pashley e Philippatos, 1990). Esta estabilidade implica uma diminuição do risco da empresa. A principal orientação da empresa é agora para os resultados, que começam a diminuir devido à descida dos preços e à concorrência agressiva no mercado. O principal desafio passa a ser a manutenção da qualidade dos produtos, devido à pressão para reduzir custos (Rink *et al.*, 1999).

Na maturidade, devido à actividade operacional e ao fraco investimento necessário, as empresas apresentam maiores excedentes de fundos, o que possibilita distribuições elevadas de dividendos (Rink *et al.*, 1999; Scott e Bruce, 1987; Gup e Agrrawall, 1996). As principais fontes de financiamento, segundo Scott e Bruce (1987), são os resultados retidos e o passivo de longo prazo. Para Ferreira e Serrasqueiro (2002) os resultados retidos parecem assumir maior importância para o financiamento nesta fase.

Alguns autores, como Rink *et al.* (1999) e Mueller (1986), apontam para os problemas de agência desta fase, devido ao excesso de fluxos de caixa e aos objectivos diferentes dos gestores e dos proprietários. Segundo Quinn e Cameron (1983), esta fase é também caracterizada pela estabilidade organizacional, pela eficiência na produção e pela utilização de regras e procedimentos de orientação conservadora.

A fase de diversificação apresenta características financeiras semelhantes à da fase de expansão, pelo que a maioria dos autores refere as variáveis financeiras características do ciclo de vida apenas das restantes 4 fases.

A fase de declínio inicia-se quando o volume de vendas começa a descer significativamente como consequência da diminuição da procura (Rink *et al.*, 1999; Pashley e Philippatos, 1990). Segundo Adizes (1993), a empresa apresenta um abrandamento dos fluxos de caixa e torna-se um alvo de tentativas de controlo accionista. Rink *et al.* (1999) e Mueller (1986) referem que, para evitarem custos de agência, as empresas diminuem o endividamento e procedem à distribuição de dividendos.

Ferreira e Serrasqueiro (2002), com base num estudo que pretendeu criar uma taxonomia dos estádios do ciclo de vida para empresas portuguesas, concluíram que a retenção de lucros constitui a principal fonte de financiamento em todas as fases do ciclo de vida, sendo o recurso ao financiamento bancário a segunda fonte escolhida.

Na caracterização das variáveis financeiras ao longo do ciclo de vida das empresas, verifica-se que a teoria da agência é a que parece estar mais associada às explicações

apresentadas por diversos investigadores, mas também a teoria da informação assimétrica e dos sinais parece estar muito associada às alterações das variáveis financeiras ao longo do ciclo de vida empresarial. O quadro 6.4 mostra o resumo das características financeiras nas diversas fases do ciclo de vida das empresas.

Quadro 6.4 – Resumo das características financeiras nas diversas fases do ciclo de vida da empresa

<b>Fases</b> <b>Variáveis</b>	<b>Fase de nascimento</b>	<b>Fase de expansão</b>	<b>Fase de maturidade</b>	<b>Fase de declínio</b>
Fluxos de caixa	Negativo	Positivo baixo	Positivo / Aumenta	Positivo / Diminui
Endividamento	Baixo	Aumenta	Elevado	Diminui
Rendibilidade	Perdas	Lucros	Lucros (começam a diminuir)	Diminuição do lucro ou prejuízo
Investimento	Elevado	Moderado	Reduzido	Inexistente
Política de dividendos	Inexistente	Reduzida mas com tendência para aumentar	Aumenta distribuição	Elevada até iniciar prejuízos
Capitais Próprios	Investimento proprietários Lucros retidos	Investimento proprietários Lucros retidos Capital de risco Investimento informal	Investimento proprietários Lucros retidos Capital de risco Investimento informal Mercado de capital	
Capitais Alheios	Fornecedores Bancos		Fornecedores Bancos Obrigações Papel comercial	

Fonte: Adaptado de Gup e Agrawal (1996), Scott e Bruce (1987) e Walter (1989)

Diversos autores fazem referência a um ciclo de vida financeiro, em que, mais uma vez, a principal diferença diz respeito ao número de fases, mas coincidindo na ideia de que as empresas não passam pelas diversas fases da mesma maneira. Este ciclo de vida financeiro é também afectado pelo facto de os proprietários, na tentativa de manterem o controlo e a independência da empresa, evitarem recorrer a fontes de financiamento externas.

Nas fases de nascimento e declínio, onde a rentabilidade é inferior e a propriedade das empresas é menos dispersa, o nível de endividamento é inferior. Nas fases de expansão e maturidade, o nível de endividamento aumenta à medida que a rentabilidade aumenta e que ocorre a separação entre o controlo e a propriedade da empresa.

Ferreira e Serrasqueiro (2000), recorrendo a uma amostra de 600 pequenas e médias empresas portuguesas com dados de 1998, mostraram que as principais fontes de capital próprio das empresas são os lucros retidos<sup>99</sup> e os fundos pessoais investidos pelos proprietários<sup>100</sup>. As respostas ao inquérito efectuado às empresas da amostra mostram que a ausência de necessidade de capital e o receio dos proprietários de perderem a independência e o controlo da empresa são os factores mais importantes para não emitirem acções ou recorrerem a sociedades de capital de risco. As principais fontes de capital alheio a que as empresas recorrem são as bancárias e as dos

---

<sup>99</sup> Em empresas na fase de criação, os lucros retidos assumem menor importância, provavelmente, porque estas empresas não demonstram ainda um nível de rentabilidade que permita assumir o autofinanciamento necessário.

<sup>100</sup> Os resultados mostram, aliás, que as empresas quase não recorrem a fontes de capital próprio externas.

fornecedores. No entanto, as empresas que se encontram nas fases de expansão e de maturidade utilizam também o recurso ao *leasing* e ao *factoring*<sup>101</sup>.

#### **6.4 Os dividendos e a teoria do ciclo de vida**

Senchack Jr. e Lee (1980) desenvolveram um modelo que relaciona as decisões financeiras, ou seja, investimento, financiamento, política de dividendos e taxa de crescimento dos proveitos, com as 5 fases de um ciclo de vida das empresas. Destas 5 fases, duas são consideradas de transição e três de crescimento. Assim: 1) Fase de elevado crescimento, onde o capital próprio é acumulado à taxa máxima e não são pagos dividendos; 2) Fase de crescimento moderado, sem pagamento de dividendos e em que o financiamento é feito através de endividamento e de resultados retidos; 3) Crescimento negativo, e com este a liquidação da empresa. Sendo assim, apenas na 4ª fase deste ciclo, considerada como de crescimento praticamente nulo e de transição entre as fases de crescimento moderado e de crescimento negativo, há lugar à distribuição de resultados. Outra das conclusões deste trabalho é o facto do ciclo de vida poder começar e/ou acabar em qualquer dos 5 estádios.

Porta *et al.* (1997) concluíram também pela importância da fase do ciclo de vida nas oportunidades de investimento e nas decisões sobre investimento e sobre dividendos.

Este estudo tem como objectivo central conhecer a importância dos regimes legais na

---

<sup>101</sup> O estudo concluiu ainda que: as empresas adoptam diferentes formas jurídicas ao longo da vida; independentemente da fase de vida em que se encontram, os dirigentes principais das empresas são os detentores do capital próprio; e as empresas nas fases de expansão e maturidade dão maior importância ao objectivo de crescimento da empresa, o que não implica um maior recurso a fontes de capital próprio externas.

protecção das minorias accionistas na distribuição de dividendos. Os autores mostram que as oportunidades de crescimento (consoante a fase do ciclo de vida) motivam uma maior retenção de resultados ou permitem a distribuição de elevados dividendos (para empresas maduras com poucas ou sem boas oportunidades de investimento)<sup>102</sup>.

A resultados e conclusões idênticas chegou Gul (1999), no seu estudo sobre a relação entre oportunidades de investimento, a estrutura de capital e a política de dividendos das empresas<sup>103</sup>. Usando 5308 observações de empresas japonesas entre 1988 e 1992, encontrou uma relação negativa significativa entre as oportunidades de investimento e o nível de dividendos pagos pelas empresas.

O trabalho de Grullon *et al.* (2002) tem como principal objectivo relacionar as alterações da política de dividendos com as diversas fases do ciclo de vida da empresa, ou seja, baseia-se na ideia de que as empresas tendem a aumentar o seu *payout* à medida que se tornam mais maduras, devido à diminuição das boas oportunidades de investimento. Assim, os autores defendem que os aumentos nos dividendos devem estar associados a subsequentes declínios na rentabilidade e no risco.

Usando uma amostra de 7.642 observações de alterações nos dividendos, com 6.284 aumentos e 1.358 decréscimos, no período entre 1967 e 1993, concluíram que as

---

<sup>102</sup> Segundo os autores, Myers (1977) utilizou a variável oportunidade de crescimento para calcular o valor da empresa, ou seja, *value of the firm = value of assets in place + value of growth opportunities*.

<sup>103</sup> Segundo o autor, os pressupostos do estudos são baseados nos trabalhos de Smith e Watts (1992) e Gaver e Gaver (1993) que haviam já encontrado uma relação negativa significativa entre estas variáveis, ou seja, as empresas com boas oportunidades de crescimento têm baixos rácios P/CP' e mais baixos dividendos do que as empresas que não se encontram em fase de crescimento.

empresas que aumentam os dividendos vivem um significativo declínio no seu risco sistemático e as que diminuem o pagamento de dividendos têm um risco sistemático acrescidos<sup>104</sup>. Verificaram também que as empresas que aumentam os dividendos experimentam um declínio significativo no *return on investment* (ROI), facto que é consistente com o declínio do risco sistemático. A principal conclusão é que os acréscimos dos dividendos estão associados a subsequentes decréscimos no risco e na rentabilidade e que a reacção inicial do mercado aos aumentos nos dividendos está fortemente associada ao declínio do risco.

Os resultados deste trabalho sugerem, resumidamente, as seguintes conclusões:

- Contrariam o modelo de sinalização que prevê uma associação positiva entre as alterações nos dividendos e subsequentes alterações nos resultados empresariais;
- Apoiam o trabalho de Lintner (1956) quando diz que os gestores apenas aumentam os dividendos quando têm confiança absoluta em que não vão precisar de rever tal decisão num futuro próximo. Grullon *et al.* (2002) concluíram que as empresas que aumentam os dividendos conseguem manter essas subidas no futuro;
- Suportam a hipótese do *free cash-flow* de Jensen (1986) pois os resultados são consistentes com o facto de que as empresas aumentam os seus *payouts* como forma de antecipar o declínio das oportunidades de crescimento;
- Sugerem ainda que os aumentos dos dividendos contêm informação acerca das alterações no ciclo de vida das empresas, em especial na transição de uma fase de grande crescimento para uma fase de baixo crescimento ou maturidade. Assim que a

---

<sup>104</sup> Segundo Grullon *et al.* (2002), as alterações no risco sistemático traduzem-se no declínio do prémio de risco de 1% para empresas que aumentam os dividendos e no aumento no prémio de risco de 2% ao ano para empresas em fase de declínio dos dividendos.

empresa se torna mais madura, as oportunidades de investimento tornam-se mais reduzidas. Este facto manifesta-se na redução da taxa de reinvestimento, no declínio do ROI e nas alterações do risco, sendo o excesso de liquidez, que caracteriza esta fase de maturidade, encaminhado para os *payouts*. Esta hipótese foi apelidada pelos autores de “maturity hypothesis”.

De acordo com a “maturity hypothesis”, na fase de crescimento a empresa tem mais projectos com VAL positivo, maiores resultados económicos, maiores aumentos de capital, baixo *free cash-flow* e taxas elevadas de crescimento dos resultados. Depois, a empresa passa por uma fase de transição em que todas estas variáveis tendem a declinar. Ao entrar na fase de maturidade, o retorno dos investimentos torna-se, cada vez mais, semelhante ao custo do capital e o *free cash-flow* é elevado. Nesta fase de maturidade, as empresas têm menores opções de crescimento, o que significa o declínio nas oportunidades de investimento com elevados retornos, e assim, também, menores necessidades de recursos. Neste contexto, o aumento dos dividendos é informativo das oportunidades de investimento, do declínio do risco sistemático e de menores retornos do activo e dos investimentos.

No entanto, segundo Grullon *et al.* (2002) fazendo referência ao artigo de Jensen (1986), alguns gestores podem optar pelo sobreinvestimento, isto é, podem continuar a investir em projectos com menor retorno para aumentar o montante de recursos por eles controlado, apesar do declínio das boas oportunidades de investimento. Assim, um aumento nos dividendos pode não só ser informativo no que respeita a alterações nas variáveis empresariais mas também acerca da posição dos gestores face ao investimento. Assim, os autores concluem que a hipótese do *free cash-flow* é um

elemento fundamental da hipótese de maturidade que especifica que empresas estão em fase de gerar elevado *free cash-flow* e enfrentar conflitos de agência<sup>105</sup>.

Para Holt (2003), o foco da literatura financeira sobre a política de dividendos tem sido identificar a racionalidade e os determinantes desta política sem considerar directamente a sua relação com as decisões de investimento. O autor concluiu que o comportamento das empresas pode ser caracterizado em termos de um modelo de ciclo de vida: uma empresa nova e pequena tem como finalidade investir e, excepto se as condições de mercado em termos de crescimento e liquidez o permitirem, não tende a pagar dividendos. Este comportamento resulta da complementaridade entre irreversibilidade e constrangimentos financeiros. Estes [segundo Milne e Robertson (1996) citados por Holt (2003)] têm a ver com a impossibilidade de obter fundos externamente, devido à ameaça de liquidação da empresa se os fundos internos diminuïrem demasiado.

Os resultados do trabalho clarificam o papel do crescimento na evolução temporal de determinada política – mais investimento ou mais dividendos. Os resultados são consistentes com uma interpretação ligada ao ciclo de vida, em que empresas jovens e pequenas preferem as vantagens das oportunidades de crescimento com a percepção de maiores dividendos no futuro, enquanto que as empresas maduras, financeiramente seguras, pagam dividendos. O estudo explica o comportamento das empresas como uma combinação entre investimento, *payout* e indiferença.

---

<sup>105</sup> Grullon e Michaely (2004) concluem, também, que quando as oportunidades de investimento estão a diminuir, um aumento no pagamento de dividendos encerra informação importante acerca da redução dos custos de agência e do *free cash-flow*. Um acréscimo nestes pagamentos veicula, também, informação acerca das alterações no risco e no custo do capital da empresa.

Apesar de Holt (2003) considerar que a política de dividendos pode ser consistente com o ciclo de vida da empresa, existem outros factores a ter presente: 1) o possível conteúdo informativo dos dividendos, ou seja, os dividendos desempenham ou não um papel de sinalização sobre o nível e a variabilidade esperada dos futuros resultados. Em especial, o início e os aumentos dos dividendos estão associados a boas notícias acerca do baixo risco da empresa; 2) a interdependência entre investimento e dividendos em condições de irreversibilidade e constrangimentos financeiros: enquanto que empresas jovens e pequenas, com boas oportunidades de crescimento e elevado custo marginal do capital, retêm fundos para crescer, as empresas grandes, seguras e maduras, com baixos custo marginal do capital e baixo valor marginal dos fundos internos, escolhem pagar dividendos.

Alonso *et al.* (2002) consideram as oportunidades de investimento como a variável principal na explicação do nível da dívida e dos dividendos das empresas. Os autores relacionam as decisões sobre financiamento e dividendos com duas teorias importantes, também ligadas com a fase do ciclo de vida da empresa: a) a da agência e b) da sinalização (assimetrias de informação e sua resolução).

Com base numa amostra de 101 empresas espanholas não financeiras e com dados obtidos entre 1991 e 1995, os autores encontram evidência empírica para as suas hipóteses, entre outras, que: 1) a dívida e os dividendos afectam negativamente o valor da empresa quando esta tem oportunidades de crescimento; 2) a dívida e os dividendos afectam positivamente o valor da empresa quando esta não tem oportunidades de investimento; 3) o duplo papel dos investidores serem, ao mesmo

tempo, gestores da empresa é um determinante significativo na criação de valor; 4) a concentração de accionistas tem um efeito significativo no valor da empresa, excepto quando os projectos de investimento requerem uma estrutura de propriedade e de controlo especializadas.

Os resultados confirmam a influência dos dividendos e da estrutura de propriedade no valor da empresa e a hipótese do papel disciplinador dos dividendos, compatível com a influência da dívida, já que ambos têm um impacto importante no valor da empresa. A ideia subjacente é a de que a dívida e os dividendos são mecanismos complementares ao serviço dos gestores.

Segundo DeAngelo *et al.* (2004a), os dividendos tendem a ser pagos por empresas maduras e bem estabelecidas, reflectindo um ciclo de vida financeiro em que as empresas jovens dispõem de abundantes oportunidades de investimento, recursos limitados e a consequente retenção de resultados enquanto que as empresas em fase de maturidade são as que pagam dividendos porque são mais rentáveis e enfrentam menores oportunidades atractivas de investimento. Assim, a relação entre retenção e distribuição de resultados evolui ao longo do tempo conforme os resultados acumulados aumentam e as oportunidades de investimento decrescem, fazendo com que o pagamento de dividendos se torne mais desejado e vantajoso numa fase de maturidade das empresas.

DeAngelo *et al.* (2004a) testaram a teoria do ciclo de vida, analisando a relação entre o pagamento de dividendos e a estrutura de capital da empresa (próprio e alheio), utilizando a parcela do total dos resultados gerados pela empresa no total dos capitais

próprios ou no activo como *proxy* para o estágio do ciclo de vida da empresa. Assim, quanto maior a parte dos resultados retidos nos capitais da empresa, maior tende a ser a maturidade desta. Por sua vez, a maturidade apresenta-se como a capacidade de autofinanciamento e a possibilidade de pagamento de dividendos. Utilizando dados de uma amostra de empresas industriais, entre 1973 e 2002, encontraram evidência empírica de que as empresas com maior nível de dividendos são as que apresentam maiores rácios de RR (resultados retidos) / CP' (Capital Próprio) ou RR / Activo e consideraram que o *mix* de capitais da empresa é determinante para a decisão de pagar dividendos.

Este estudo considerou, ainda, consistente estatisticamente significativa a relação entre o pagamento de dividendos e o tamanho, rendibilidade e crescimento (como Fama e French, 2001). Genericamente, Fama e French (2001) concluíram que as empresas com elevada rendibilidade e pequenas taxas de crescimento tendem a pagar dividendos, ao contrário das que apresentam menores taxas de rendibilidade mas maiores taxas de crescimento, as quais tendem a reter os resultados obtidos. Tal como outros estudos efectuados nos últimos anos, este trabalho notou também um declínio geral no pagamento de dividendos em relação a períodos menos recentes.

Denis e Osobov (2006), com base nas conclusões de Fama e French (2001) e DeAngelo e DeAngelo (2006) e deAngelo *et al.* (2004a), tentam explicar as alterações (ou decréscimos) no pagamento de dividendos com base em dados de vários países com mercados financeiros desenvolvidos – EUA, Canadá, Reino Unido, Alemanha, França e Japão – examinando as características das empresas pagadoras e não

pagadoras de dividendos e testando as explicações associadas ao ciclo de vida empresarial.

As conclusões são, em geral, e entre outras: (i) que existem determinantes comuns ao longo dos diferentes países, ou seja, os factores como o tamanho da empresa, as oportunidades de crescimento e a rendibilidade, são muito importantes na explicação da política de dividendos das empresas; (ii) que nestes seis países, o pagamento de dividendos está fortemente relacionado com o rácio entre resultados retidos e total do capital próprio, ou seja, as empresas que pagam dividendos são geralmente as que apresentam maiores resultados retidos; (iii) que as empresas têm vindo a adquirir ao longo dos anos as características de empresas não pagadoras de dividendos, isto é, empresas mais pequenas, menos rentáveis e com menores resultados retidos; (iv) que o fenómeno do desaparecimento progressivo de dividendos está associado, não só a empresas norte-americanas, mas a diversos outros países (mais relacionado com o atraso no início dos pagamentos do que no abandono dos dividendos por parte das empresas pagadoras); (v) que apesar dos dividendos declinarem em média, existe uma parcela de empresas com tamanho e rendibilidade cada vez maior, a pagarem cada vez mais dividendos. A concentração de dividendos numa parcela de empresas, e a relação positiva encontrada entre a percentagem de resultados retidos no total do capital próprio da empresa e a disposição para pagar dividendos, são consistentes com a hipótese da teoria do ciclo de vida apresentada pelos autores e em que a distribuição do *free cash-flow* é o determinante mais importante.

Gup e Agrawal (1996), considerando a teoria do ciclo de vida uma moldura realista e dinâmica das políticas de gestão financeira das empresas, haviam já relacionado as

fases do ciclo de vida com estas variáveis: dividendos, necessidades de liquidez e risco. O quadro 6.5 apresenta as principais conclusões do estudo por fases do ciclo de vida.

Quadro 6.5 – Dividendos, liquidez e risco ao longo do ciclo de vida

Fases	Nascimento	Expansão	Maturidade	Declínio
Política de dividendos	Não há dividendos	Reduzido nível de dividendos	Dividendos aumentam	Dividendos elevados
Liquidez	Necessidade liquidez elevada	Necessidade de liquidez moderada	Empresa gera liquidez	Empresa gera liquidez (até às perdas ocorrerem)
Risco	Alto	Alto	Médio	Baixo

Fonte: Adaptado de Gup e Agrawal (1996)

No seu trabalho, Gup e Agrawal (1996) utilizaram uma amostra de 981 empresas, após a exclusão de algumas empresas por dados incompletos, e as suas taxas de crescimento das vendas ao longo de um período de 5 anos. Os resultados sugerem que as empresas com elevadas taxas de crescimento das vendas apresentam elevados retornos dos investimentos, elevados valores dos betas e baixos dividendos. As empresas com baixas taxas de crescimento das vendas têm menores retornos e menores betas e os dividendos aumentam à medida que a empresa se torna mais madura.

A classificação da fase do ciclo de vida em que cada empresa da amostra se encontra foi efectuada a partir da taxa de crescimento das vendas de 5 anos consecutivos. Foram os seguintes os valores considerados para as taxas de crescimento das vendas em função das 5 fases do ciclo de vida empresarial (quadro 6.6):

Quadro 6.6 – Taxa de crescimento das vendas por fase do ciclo de vida

<b>Grupo (Vendas)</b>	<b>Fase do ciclo</b>	<b>Crescimento das vendas (5 anos)</b>
1	Nascimento	$\geq 50\%$
2	Expansão Acelerada	20 a 49.99%
3	Expansão Moderada	10 a 19.99%
4	Maturidade	1 a 9.99%
5	Declínio	$< 1\%$

Fonte: Gup e Agrawal (1996)

Os resultados obtidos neste estudo foram, resumidamente, os que se apresentam no quadro 6.7:

Quadro 6.7 – Resultados obtidos por Gup e Agrawal (1996)

<b>Grupo (taxa de crescimento das Vendas)</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Crescimento das vendas médio (5 anos)	103.48%	41.51%	15.45%	5.24%	-5.18%
Número de empresas	13	120	281	441	126
<i>Dividend payout</i> médio	0.72%	10.69%	22.01%	25.66%	24.90%

Fonte: Adaptado de Gup e Agrawal (1996)

## **CAPÍTULO 7 – ESTUDOS SOBRE EMPRESAS EUROPEIAS**

---

Alguns autores têm nos últimos anos aplicado aos países da Europa, nomeadamente aos países da União Europeia (UE) dos 15 membros, os estudos sobre política de dividendos e os testes empíricos sobre as diversas teorias explicativas que, até aqui, incidiam quase sempre sobre empresas americanas e, nalguns poucos casos, sobre empresas inglesas. Pretende-se com este capítulo revisitar as principais conclusões de alguns destes estudos, de forma a enquadrar melhor esta tese, que versa, também, sobre empresas de vários países europeus.

Bancel *et al.* (2005) estudaram uma amostra de 16 países europeus (15 membros da UE mais a Suíça) tentando conhecer os determinantes da política de dividendos nesses países, do ponto de vista dos gestores. Concluíram que os factores que influenciam a visão dos gestores sobre a política de dividendos são muito semelhantes aos dos estudos americanos, mas que os europeus parecem valorizar mais os dividendos e que a qualidade do sistema legal dos países não parece ter muita influência nos pagamentos de dividendos.

Relativamente aos sistemas legais, os autores utilizaram a seguinte classificação: Países de Legislação Francesa (Civil ou Napoleónica) – Bélgica, Espanha, França, Grécia, Holanda, Itália, e Portugal; Países de Legislação germânica – Alemanha, Áustria e Suíça; Países de Legislação Escandinava – Dinamarca, Finlândia, Noruega e Suécia; Países de Legislação Comum – Grã-Bretanha e Irlanda.

As conclusões de Bancel *et al.* (2005) sobre os determinantes dos dividendos foram que os gestores consideram a estabilidade e o nível dos resultados futuros como um factor importante nas decisões sobre dividendos, muitos dos gestores têm como objectivo um *payout* constante no longo prazo, sendo importante manter a consistência com os dividendos históricos da empresa, tentativa de não reduzir os dividendos, influência de oportunidades de investimento e relação da empresa com os investidores institucionais. Por outro lado, o sistema fiscal não parece ter importância para a política de dividendos.

Ainda neste estudo, e no que se refere às diferenças entre os países, os autores concluem que os gestores escandinavos têm especial atenção ao desejo de pagar uma determinada percentagem de resultados sob a forma de dividendos, enquanto que os gestores dos restantes países dão maior importância às alterações sustentáveis na política de dividendos. Das restantes variáveis em estudo, a concentração dos investidores explica o *dividend payout*, suportando as conclusões da teoria da agência.

Porta *et al.* (1997) utilizaram 4000 empresas de 33 países para estudar a política de dividendos e a teoria da agência em países com diferente legislação, em especial, no que respeita à protecção dos interesses dos sócios minoritários. As empresas dos

países de lei comum, onde a protecção do investidor é tida como melhor, têm maiores *dividend payout* do que países com a lei civil. Também nos primeiros, as empresas com elevado crescimento apresentam menores dividendos do que as empresas com baixo crescimento. Segundo os autores, as conclusões suportam a versão da teoria da agência segundo a qual investidores em países com boa protecção legal conseguem maiores dividendos, especialmente quando há poucas ou fracas oportunidades de reinvestimento. No entanto, os autores não conseguiram obter evidência conclusiva sobre o efeito da política fiscal nem sobre o efeito sinalização.

Porta *et al.* (1997) distinguem 4 sistemas institucionais na Europa: 3 sistemas que derivam da tradição da lei civil e que são o francês, o germânico e o escandinavo e outro que vem da tradição da lei comum e que tem a ver, essencialmente, com o sistema britânico. Os países que se inserem no primeiro grupo usam os bancos mais frequentemente, enquanto que os segundos usam mais frequentemente os mercados de capitais (Esteban e Pérez, 2001).

Eije e Megginson (2006) usaram uma amostra de mais de 3400 empresas industriais dos 15 membros da UE, anteriormente a 2004, no período compreendido entre 1989 e 2003. Segundo as suas conclusões, a política de dividendos das empresas europeias é determinada por razões muito semelhantes às publicadas para as americanas. Assim, o número de empresas europeias que pagam dividendos também tem declinado sendo que o montante de resultados distribuídos e a percentagem destes relativamente aos resultados obtidos aumentou<sup>106</sup>. As características das empresas estão relacionadas

---

<sup>106</sup> Fama e French (2001), por exemplo, estudaram o fenómeno do decréscimo dos dividendos nos últimos anos nos Estados Unidos da América e verificaram um decréscimo de 66,5% de empresas que

com este comportamento. Os dividendos e os resultados parecem concentrar-se num número mais reduzido de empresas. Variáveis como a dimensão e o crescimento do activo têm impacto positivo e negativo, respectivamente, no pagamento de dividendos das empresas europeias. No entanto, relativamente à rendibilidade não foi possível concluir da mesma forma. Outro factor importante para o pagamento de dividendos é o tratamento fiscal destes em cada um dos países.

Testando a convergência dos 15 países relativamente às políticas de dividendos, Eije e Megginson (2006) não observaram qualquer efeito de convergência nestas. Segundo os mesmos autores, a tendência para o declinar dos dividendos fez-se sentir especialmente na Alemanha que passou de um total de 92% de empresas a pagarem dividendos em 1991 para 44% em 2003. A propensão para pagar dividendos é maior em países de “common law”, como a Grã-Bretanha do que naqueles de “civil law”. Os países da zona euro pagam dividendos significativamente menores do que as empresas inglesas, suecas e dinamarquesas, levando os autores a concluir que o facto de se ser membro da UE não é factor distintivo suficiente.

Dennis e Osobov (2006) analisaram as decisões sobre dividendos em vários países<sup>107</sup>, incluindo a Grã-Bretanha e a Alemanha, entre outros, durante o período de 1981 a 2002. Os resultados mostraram uma tendência decrescente dos dividendos em todos os países sendo, no entanto, a magnitude deste decréscimo e a percentagem de empresas que pagam dividendos diferente entre os países estudados. Empresas de maior

---

pagavam dividendos em 1978 para 20,8% de empresas em 1999 (excluindo serviços financeiros e públicos). Concluíram também que os três principais factores que influenciam a decisão de pagar dividendos nas empresas são a rendibilidade, o crescimento e a dimensão da empresa. Autores como DeAngelo *et al.* (2004a) encontraram, por sua vez, um acréscimo substancial na concentração em termos de rendibilidade e pagamento de dividendos em termo de poucas empresas.

<sup>107</sup> Usando a metodologia do estudo de Fama e French (2001) em termos das empresas americanas.

dimensão e com maiores níveis de rentabilidade tendem a pagar mais dividendos mas em relação às oportunidades de crescimento, o seu efeito depende da legislação do país de origem. Assim, a relação entre tais oportunidades e o pagamento de dividendos é negativa na Grã - Bretanha mas na Alemanha o seu efeito é misto.

Ao compararem empresas dos EUA, do Canadá, da Grã-Bretanha, da Alemanha, de França e do Japão, estes autores concluíram que não existem diferenças significativas entre os países mas que nestes seis, as empresas mais rentáveis, maiores e com maior rácio de RL / CP' pagam maiores dividendos. Já as oportunidades de crescimento têm uma influência mista no comportamento dos dividendos. Também em relação ao declínio nas empresas que pagam dividendos, com excepção do Japão, os números não diferem muito de país para país.

Os resultados obtidos mostram uma concentração dos dividendos em empresas grandes e mais rentáveis, o que leva os autores a concluírem pela consistência da distribuição de dividendos com a Teoria do ciclo de vida das empresas e com a importância do *free cash-flow* como determinante da política de dividendos.

Também Vieira e Raposo (2007a) corroboraram essa tendência para decréscimo e concentração em empresas europeias. As autoras concluíram que as empresas inglesas pagam maiores dividendos devido, possivelmente, a serem um dos mais importantes mercados de capitais europeus. As autoras concluem também, por comparação com estudos sobre outras regiões, que a Europa apresenta nos últimos anos as percentagens mais elevadas de dividendos. Vieira e Raposo (2007a) encontram um efeito significativo do país nas diferentes políticas de dividendos estudadas.

Em relação à hipótese de sinalização através dos dividendos, Vieira e Raposo (2007b) não encontraram relação significativa entre a reação do mercado e as alterações nos dividendos nas empresas portuguesas e francesas e apenas relação que suporte esta hipótese para os acréscimos de dividendos no mercado inglês. Em relação aos mercados português e francês, as autoras encontraram evidência de que as alterações nos dividendos não têm qualquer influência nos resultados futuros das empresas. Para o mercado inglês só foi encontrada evidência de que apenas anúncios de decréscimos nos dividendos contêm informação acerca de resultados futuros mas apenas para o primeiro ano seguinte a essas alterações.

Renneboog e Trojanowski (2005) concluíram que as empresas inglesas não seguiram, durante a década dos anos 90, a tendência americana de decréscimo na distribuição de resultados. Empresas com maior concentração de accionistas tendiam a optar pelos dividendos em vez de formas alternativas como a recompra de acções. Concluíram também que a diferença de tratamento fiscal entre os dividendos e os ganhos de capital afectam a atractividade dos dividendos e dessas alternativas relativamente aos grandes accionistas.

Trojanowski (2004) já estudara uma amostra de 985 empresas inglesas<sup>108</sup>, não financeiras, durante os anos da década de 1990, e concluíra que a política de dividendos das empresas do Reino Unido (RU) está relacionada significativamente com a estrutura de propriedade dessas empresas. Apesar da recompra de acções, por exemplo, estar cada vez mais presente, a distribuição de resultados continua a ter um

---

<sup>108</sup> Os dados da amostra foram retirados da base de dados *Worldscope Disclosure*.

papel fundamental no *payout* total aos accionistas, contrariamente às empresas americanas. Este estudo mostra que as empresas analisadas ajustam a política de dividendos às alterações nos resultados de forma muito gradual e que esta política está significativamente relacionada com a propriedade das empresas. A presença de fortes accionistas (em particular, directores executivos, instituições financeiras ou outras empresas industriais) enfraquece a relação entre os resultados da empresa e a distribuição de resultados<sup>109</sup>.

Segundo os autores, as suas conclusões podem ter duas explicações: 1) a concentração da propriedade e elevados *payout* servem como mecanismos alternativos de sinalização ou 2) a presença de uma forte maioria accionista mitiga os problemas de agência entre gestores e investidores e, conseqüentemente, torna atractivas as fontes de financiamento internas.

Khan (2006) investiga como a estrutura de capital das empresas afecta a sua política de dividendos, analisando o impacto da concentração da propriedade nos dividendos, utilizando as observações de 330 empresas inglesas durante o período de 1985 a 1997. Conclui que existe uma relação significativa, mas não linear, entre os dividendos e a concentração da propriedade destas empresas, ou seja, existe uma relação positiva quando os proprietários são outras grandes empresas e uma relação negativa quando

---

<sup>109</sup> O autor refere o estudo de Zeckhauser e Pound (1990) que não encontraram diferenças significativas no *dividend payout ratio* das empresas inglesas que tinham uma forte maioria accionista das que não a tinham.

estes são investidores individuais<sup>110</sup>. Estas conclusões estão, basicamente, em consonância com a teoria da agência.

Goergen, Renneboog e Silva (2005) analisam as alterações nos dividendos numa amostra de 221 empresas alemãs de 1984 a 1994, período durante o qual a economia alemã sofreu um forte crescimento seguido de um período de recessão. Os autores analisaram como os resultados líquidos passados, presentes e futuros afectam a decisão de alterar os dividendos. Consistentemente com Lintner (1956), concluíram que os resultados obtidos são determinantes na decisão de alterar o nível de dividendos mas também que o mercado alemão é bastante volátil.

No entanto, depois de uma omissão ou de um corte nos dividendos, a maioria das empresas alemãs tende rapidamente a voltar ao nível inicial de dividendos (em média, em 2 anos), contrariando as conclusões de Lintner (1956) e Modigliani e Miller (1961). Segundo os autores, o facto de que as empresas alemãs frequentemente omitirem ou cortarem nos dividendos e, rapidamente, tornarem a voltar aos dividendos iniciais, ao contrário do que DeAngelo *et al.* (1992) encontraram para as empresas americanas<sup>111</sup>, mostraria que os dividendos teriam neste país um papel de sinalização muito menor que nos EUA ou no Reino Unido<sup>112113</sup>.

---

<sup>110</sup> Também Short *et al.* (2002) encontraram uma relação positiva entre dividendos e empresas com propriedade institucional de uma amostra de 211 empresas no período 1988-1992.

<sup>111</sup> Estes autores concluíram que as empresas americanas só alterariam os dividendos se acreditassem que estas alterações seriam permanentes.

<sup>112</sup> Este trabalho concluiu também que as empresas controladas por instituições financeiras têm maior probabilidade de omitirem dividendos quando sofrem uma perda, sugerindo que o controlo bancário mitiga a informação assimétrica e os custos de agência. No entanto, o controlo por parte de outro tipo de investidores não influencia a decisão sobre dividendos

<sup>113</sup> Os autores referem, ainda, o facto dos *dividend yields* das empresas do Reino Unido serem bastante mais elevados que nos outros países do G-7 e que os directores ingleses se queixam da pouca flexibilidade que têm em matéria de dividendos.

Gugler e Yurtoglu (2001) encontraram evidência empírica de que os dividendos sinalizam os conflitos entre a maioria accionista e os pequenos investidores individuais, ou seja, os anúncios de alterações nos dividendos contêm nova informação acerca deste conflito. Este trabalho analisa 736 anúncios de alterações da política de dividendos na Alemanha no período de 1992 a 1998.

Segundo os autores, a Europa continental mostra geralmente uma estrutura de propriedade empresarial mais concentrada do que nos países anglo-saxónicos e em que a legislação comercial tem um papel inferior. Assim, os accionistas têm maior controlo sobre a gestão e o conflito entre estes e os gestores não é predominante, sendo o conflito principal entre maiorias e minorias accionistas, como acontece, por exemplo, com as empresas alemãs<sup>114</sup>.

Maury e Pajuste (2002) testam a teoria da agência em 133 empresas finlandesas e concluem que a propriedade e o controlo institucional afectam significativamente o *dividend payout* das empresas finlandesas: 1) o *dividend payout* é mais baixo nas empresas com maior potencial de problemas de agência entre “corporate insiders” e “outside investors”; 2) a concentração do poder está significativamente e negativamente relacionada com o *payout*<sup>115</sup>; 3) o tipo de controlo accionista afecta directamente o nível dos dividendos.

---

<sup>114</sup> Os autores, na senda das suas conclusões, apelam a uma melhor protecção dos direitos das minorias accionistas e aumento da transparência no decurso da Reforma Europeia do Mercado de Capitais.

<sup>115</sup> E, também, que mais baixos níveis de *payout* estão associados a maior concentração do controlo empresarial, o que sugere que existem benefícios particulares do controlo que não são partilhados com as minorias accionistas.

Mancinelli e Ozkan (2006) estudaram o impacto da estrutura accionista no *dividend payout* de 139 empresas italianas e concluem também de acordo com a teoria da agência. Estas empresas apresentam menores dividendos à medida que os direitos de voto da grande maioria accionista aumentam. Os resultados sugerem também que os acordos entre os maiores accionistas explicam o baixo poder de controlo das minorias accionistas.

Segundo Paris (2001), o sistema fiscal italiano até ao início dos anos 90 era claramente favorável à distribuição de dividendos, penalizando a retenção de resultados e criando sérios problemas de crescimento e de expansão às pequenas e médias empresas. Este trabalho analisa o impacto das alterações no sistema fiscal italiano na década de 1990, mostrando que essas encorajaram a retenção dos resultados das empresas<sup>116</sup>. Estas alterações implicaram menor dependência das empresas relativamente ao financiamento bancário e mais oportunidades de crescimento interno. Este fenómeno teve também consequências na redução do custo global do capital das empresas e levou a um crescimento significativo do mercado de capitais italiano.

Daunfeldt (2002) estuda o impacto do sistema fiscal na política de dividendos das empresas suecas entre 1988 e 1995. A escolha deste período tem a ver com o facto de ter havido uma grande reforma fiscal no país em 1991. No entanto, o autor não encontra relação significativa entre as políticas de dividendos e as alterações fiscais suecas durante este período, nem consegue suporte para a hipótese da clientela fiscal.

---

<sup>116</sup> Apesar de, segundo Paris (2001), alguns accionistas, sujeitos a taxas de imposto singular inferiores à média, continuarem a preferir a distribuição de resultados ou a aquisição de acções próprias à retenção dos resultados obtidos pela empresa.

Benito e Young (2001) não encontram relação significativa entre o comportamento de diversas variáveis financeiras, incluindo os dividendos, e as alterações impostas pela reforma fiscal inglesa de 1997, concluindo que as empresas tendem a fazer ajustamentos nos dividendos de forma muito lenta.

Marinakis (2006), seguindo trabalhos como os de Healy e Palepu (1988) e Benartzi *et al.* (1997), utilizou as alterações na política de dividendos de uma amostra de empresas gregas, entre 1994 e 2004, para investigar a hipótese de os dividendos serem considerados um sinal da persistência dos resultados passados e presentes e confirmou que as alterações nos dividendos têm como consequência a revisão das expectativas dos investidores acerca das alterações nos resultados das empresas.

Lasfer (2007) e Lasfer e Zenonos (2003) testam também a hipótese fiscal, examinando o sistema fiscal, as reformas fiscais e o comportamento do preço das acções à volta da data “ex-dividend”, em 4 países da Europa: França, Alemanha, Itália e Reino Unido. Consistentemente com essa hipótese, os resultados indicam que nos países onde o diferencial entre dividendos e ganhos de capital é grande (pequeno), os retornos “ex-day” são grandes (pequenos) e as alterações no sistema fiscal que afectam os impostos sobre os dividendos e sobre os ganhos de capital alteram significativamente os retornos “ex-day”.

Alonso *et al.* (2002) relacionaram as decisões financeiras como o endividamento e o pagamento de dividendos com as oportunidades de crescimento ou de investimento e com o conseqüente valor da empresa, trabalhando com uma amostra de 101 empresas

não financeiras espanholas, durante o período 1991-95. Os seus resultados comprovam a relevância das decisões sobre estrutura de capital e dividendos na criação de valor para a empresa, dependendo o sinal dessa relação da presença ou ausência de oportunidades de investimento. Os autores encontraram também relação entre a estrutura de propriedade da empresa e o seu valor de mercado.

No conjunto, os resultados obtidos deste lado do Atlântico são importantes para se compreender os determinantes da política de dividendos, em especial por estenderem a investigação a países europeus, uma vez que esta se tem centrado especialmente em empresas norte-americanas (apesar do mercado inglês também merecer cada vez mais a atenção desses trabalhos).

## **PARTE II – HIPÓTESES E ESTUDO**

### **EMPÍRICO**

Esta segunda parte da tese apresenta o modelo proposto, onde se pretende testar a relação entre a política de dividendos e o ciclo de vida das empresas, e as respectivas hipóteses. Depois, desenvolve um estudo empírico com base nas variáveis explicativas da política de dividendos em países europeus como a Alemanha, a Dinamarca, a Finlândia, a Itália, a Suécia e o Reino Unido.

Da parte II do trabalho fazem portanto parte o capítulo 8, relativo à metodologia de investigação (pressupostos, hipóteses, amostra, variáveis independente e dependentes utilizadas e método de tratamento dos dados), o capítulo 9, referente à caracterização da amostra com base nas estatísticas descritivas (tendência central, dispersão, achatamento, assimetria e associação) e também o capítulo 10, que apresenta os resultados obtidos, a sua discussão à luz das hipóteses formuladas e onde são explanadas as conclusões da tese.

## **CAPÍTULO 8 – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO**

---

A tese visa, essencialmente, testar em que medida o nível de dividendos distribuídos está relacionado com o ciclo de vida das empresas, entendido como o padrão de crescimento das vendas. Para esse fim, é criado um modelo que permite relacionar a fase da vida organizacional e algumas variáveis financeiras, sugeridas pelas teorias financeiras explicativas dos dividendos, com a política de distribuição de resultados.

Na primeira parte deste trabalho apresentou-se o quadro conceptual teórico existente, com base na revisão da literatura sobre a política de dividendos e o ciclo de vida empresarial. Foram abordadas algumas das teorias financeiras que têm tentado explicar a política de dividendos das empresas e as variáveis financeiras que são indicadas como determinantes dessa política. Esse enquadramento serve de pano de fundo para definir os objectivos e a metodologia apresentados no presente capítulo.

Proceder-se-á primeiro à formulação dos pressupostos e das hipóteses de investigação e depois à descrição dos aspectos metodológicos do seu teste empírico. As hipóteses de investigação dizem respeito aos determinantes a testar: a fase do ciclo de vida de cada empresa da amostra e algumas variáveis financeiras com maior relevo na

literatura revista na primeira parte do trabalho: a rendibilidade, o crescimento dos resultados, o risco empresarial, a dimensão, as oportunidades de investimento, o crescimento das vendas, os resultados no ano seguinte, o *dividend payout* do ano anterior, a estrutura de propriedade e a estrutura de capital.

Numa segunda parte deste capítulo faz-se a apresentação das amostras seleccionadas e dos dados recolhidos. Os dados financeiros trabalhados foram recolhidos de uma base de dados internacional e pretendia-se que estes englobassem o maior número de empresas (e de países) dos 15 países da União Europeia anteriormente ao último alargamento da comunidade. No entanto, alguns dados mostraram-se incompletos e a amostra reduzida a 6 países.

Seguidamente, procede-se à definição operacional das variáveis, ou seja, da forma quantitativa de medir os atributos a testar. Assim, com recurso a estudos anteriores, às vantagens e desvantagens apontadas em relação a cada medida utilizada, e tendo em conta os dados disponíveis, apresentam-se as variáveis usadas. Para algumas destas variáveis procede-se à definição de variáveis *dummy*, dada a impossibilidade de as apresentar em termos quantitativos. Utilizam-se também variáveis que visam medir efeitos cruzados entre variáveis quantitativas (financeiras) e binárias (fase do ciclo de vida em que cada empresa se encontra).

Por último, é descrito o tratamento dos dados: a taxa de crescimento das vendas ao longo de 6 anos para proceder à caracterização da fase do ciclo de vida de cada uma e a explicitação do modelo de regressão linear múltipla para testar as hipóteses de investigação.

## 8.1. Pressupostos de investigação

A tese baseia-se em dois pressupostos que condicionam fortemente os resultados. Estes foram adoptados tanto por limitações no acesso a dados internos das empresas, como pelo desejo de manter o estudo, tanto quanto possível, comparável com outros já publicados ou, pelo menos, dentro da mesma metodologia.

As limitações no acesso a dados internos levaram a adoptar o padrão de crescimento das vendas como único indicador da fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra; o desejo de utilizar variáveis e metodologias comparáveis levou, por sua vez, primeiro a escolher o *dividend payout* como indicador da política de dividendos e depois a pôr de parte o uso de instrumentos de modelação pouco usuais em Finanças (como é o caso dos modelos lineares “gerais” para análise da variância e covariância) em proveito das habituais regressões lineares múltiplas.

A decisão de distribuir dividendos reflecte, não apenas a racionalidade do gestor e a forma como ele concebe os seus interesses e os das outras partes, mas também factores como o costume ou a sua ausência, pressões exercidas desde fora e a fase da vida em que a empresa se encontra, esta última entendida num sentido mais lato do que o estritamente financeiro. Assim, a distribuição de dividendos só será um sinal caso o receptor o descodifique de uma dada maneira e isto, em certos casos, pode depender do costume; e só irá contribuir para alinhar os interesses de accionistas e de gestores caso os primeiros se revejam nessa forma de remuneração do capital. Quanto

ao ciclo de vida, não há dúvida de que as empresas nascem, em geral, pequenas, conhecem períodos de forte crescimento e seria estranho que, nessa fase, distribuíssem dividendos. Aquilo que parece difícil de determinar é se uma fase de crescimento acelerado ou de estabilização, tal como é observada desde fora através do padrão de crescimento das vendas, tem ou não correspondência com as grandes fases do ciclo de vida das empresas. Estas fases terão talvez mais a ver com o comportamento das organizações e com a sua estratégia: as formas organizativas adoptadas pela empresa, a capacidade de adaptação e inovação, o grau de burocratização das decisões, a facilidade ou dificuldade de acesso a certos recursos e outras (Karanjian, 1988 ou Adizes, 1993, por exemplo, conforme capítulo 6).

Assim, as fases de um ciclo de vida empresarial estariam talvez fora do alcance das variáveis financeiras tradicionais e, como consequência, uma simples persistência no crescimento das vendas seria insuficiente para reflecti-las. Uma empresa madura pode experimentar seis ou mais anos de bom crescimento e uma empresa na sua fase inicial pode enfrentar uma estagnação; pode até durar seis ou sete anos e depois falir.

De qualquer forma, deve registar-se que uma persistência no crescimento das vendas é sem dúvida uma variável importante quando se pretende explicar a política de dividendos, mesmo se porventura tem pouco a ver com o ciclo de vida; e que muitos são os estudos já publicados que se ficam por esta solução.

No que respeita ao segundo pressuposto, o de que o *dividend payout* é suficiente para reflectir a política de dividendos de uma empresa, ele é igualmente discutível. O problema não reside no numerador deste rácio, os dividendos, mas no denominador, o

resultado. Em primeiro lugar, o *payout* pode ser inofensivo e até útil para quem não precisa de construir modelos estatísticos mas é de difícil utilização como variável desses modelos, devido a poder assumir valores tanto negativos como positivos, ter uma acumulação de casos idênticos (as empresas que não pagam dividendos) e poder variar por duas razões diferentes: uma descida do valor do *payout* pode indicar tanto um decréscimo no nível de resultados distribuídos como um aumento do resultado anual. Quando, por exemplo, se pretende verificar a hipótese de persistência do nível de dividendos distribuídos ao longo de vários anos, não se pode recorrer ao *payout* já que este só mede a persistência da proporção de resultados distribuídos, não tendo em conta os seus montantes. Embora os analistas se fixem na proporção, vários autores acreditam que aquilo que os gestores tentam manter estável é o nível dos dividendos.

Apesar da tese optar pelo uso do *payout* e de regressões lineares múltiplas que representam a metodologia habitual nestes estudos, foi decidido que a tese seria inovativa ao adoptar o seguinte “trade off”: aumentar a qualidade e o poder explicativo dos modelos à custa da perda de alguma generalidade. Utilizar-se-á o *payout* mas privilegiando o domínio onde esta variável pode ser usada validamente, as regressões lineares múltiplas, e onde a diferença entre níveis e proporções é menor. Esse domínio é o intervalo onde o *payout* é superior a zero mas igual ou inferior à unidade.

A tese orienta-se portanto no sentido de demonstrar que a política de dividendos pode ser explicada até níveis muito consideráveis; e sendo assim, passa a ficar em aberto a possibilidade de outras ferramentas e outras variáveis que não o *payout* poderem atingir o mesmo ou maior poder explicativo mas já com total generalidade.

Aquilo que fica fora do alcance da tese é o estudo da persistência do nível de dividendos, para o qual as regiões de *payout* negativo ou superior à unidade são as mais interessantes, e a possibilidade de contrastar as características das empresas que pagam dividendos com as das que não os pagam. Deve notar-se porém que o número de casos existentes na amostra com o *payout* fora do intervalo adoptado é demasiado reduzido para permitir chegar a conclusões, tanto num caso como no outro. Portanto, pouco se perde com a adopção deste segundo pressupostos.

## **8.2. Hipóteses de investigação**

Segundo Gil (1994), as hipóteses são supostas respostas ao problema a ser investigado, aceites ou não somente depois de devidamente testadas. O papel principal das hipóteses na pesquisa é o de sugerir explicações passíveis de verificação empírica<sup>117</sup>.

Esta tese é sobre a política de dividendos das empresas e tem como objectivo testar se o ciclo de vida das organizações e a fase em que estas se encontram contribuem para explicar a sua política de distribuição de resultados. Pretende-se também testar outras explicações que são apontadas por diversos estudos, fundamentalmente no que respeita às teorias abordadas no enquadramento teórico deste trabalho.

---

<sup>117</sup> Para Bryman e Cramer (1993) as hipóteses de trabalho têm a vantagem de forçar os investigadores a pensar de forma sistemática sobre o que pretendem estudar e a estruturar os seus planos de investigação de acordo com isso.

Apresentam-se a seguir as hipóteses a testar divididas em dois tipos, a saber, as chamadas hipóteses associadas à teoria do ciclo de vida das empresas e as hipóteses financeiras. No primeiro caso, pretende-se testar o comportamento dos dividendos ao longo das diferentes fases do ciclo de vida organizacional, tal como reflectido no padrão de crescimento das vendas. Com as hipóteses financeiras, pretende-se testar o efeito explicativo de diversos determinantes financeiros da política de dividendos, apontados pelas várias teorias financeiras, em especial a da agência e a da informação assimétrica e sinalização<sup>118</sup>. Todas as hipóteses são apresentadas na sua forma habitual ou positiva.

### **8.2.1 Hipóteses relacionadas com o ciclo de vida**

Tal como foi apresentado no capítulo 6, são diversos os estudos que têm usado o ciclo de vida das empresas, e as diferentes fases que o compõem, para explicar variáveis financeiras como os dividendos. Assim, as hipóteses relacionadas com o ciclo de vida prevêem um determinado comportamento para a política de dividendos, consoante a fase em que a empresa se encontra.

Os trabalhos de carácter financeiro tendem a apresentar 4 fases para o ciclo de vida. No entanto, após uma primeira análise dos dados, e visto que a amostra em estudo contempla uma proporção elevada de empresas nos estádios de crescimento (mais ou

---

<sup>118</sup> Estas teorias parecem motivar o maior número de estudos nos últimos anos e são as que mais têm sido associadas aos trabalhos que incorporam o ciclo de vida das organizações nas explicações relativas à distribuição de resultados.

menos acelerados) optou-se por tomar como exemplo Gup e Agrrawal (1996) e utilizar as 5 fases seguintes: nascimento, expansão acelerada expansão moderada, maturidade e declínio. Segundo o que seria de esperar, na fase de nascimento não há lugar a dividendos, até porque a empresa pode não apresentar resultados positivos. Nas fases de crescimento ou expansão, a empresa paga poucos dividendos, embora estes tendam a aumentar quando o crescimento acelerado passa a crescimento moderado. Na fase de maturidade a empresa paga dividendos até estes diminuírem por via dos prejuízos acumulados, durante a fase de declínio.

Grullon *et al.* (2002) utilizam a *maturity hypothesis* e apontam as fases da vida das empresas como motivadoras do nível dos resultados distribuídos. Assim, é a fase de maturidade que está associada a mais elevados dividendos, estando a fase de crescimento marcada por nenhuns ou reduzidos níveis de dividendos. Este facto deve-se, segundo os autores, à aplicação de possíveis lucros obtidos nas oportunidades de investimento que caracterizam esta etapa da vida das organizações.

O estudo de DeAngelo *et al.* (2004a) conclui também que os dividendos tendem a ser pagos por empresas maduras e bem estabelecidas, reflectindo a relação entre retenção e distribuição de resultados que evolui ao longo do tempo conforme os resultados acumulados aumentam e as oportunidades de investimento decrescem. Estas fazem com que o pagamento de dividendos se torne mais desejado e vantajoso numa fase de maturidade das empresas.

Apesar de autores como Gup e Agrrawal (1996), por exemplo, considerarem que a fase de declínio da empresa pode, inicialmente, corresponder ao nível mais elevado de

dividendos, até que os resultados se tornem negativos e incapazes de os suportar, as hipóteses espelham a maior parte da literatura revista que considera a fase de maturidade como o período da vida em que as empresas distribuem maior volume de resultados. Neste contexto, as hipóteses relacionadas com o ciclo de vida das empresas que a tese irá testar são as seguintes:

Hipótese 1: A política de dividendos da empresa é influenciada pela fase do ciclo de vida em que esta se encontra, *ceteris paribus*.

Hipótese 2: As empresas em fase de crescimento acelerado possuem um nível de dividendos superior ao das empresas que se encontram na fase de nascimento, *ceteris paribus*.

Hipótese 3: As empresas em fase de crescimento moderado possuem um nível de dividendos superior ao das empresas que se encontram na fase de crescimento acelerado, *ceteris paribus*.

Hipótese 4: As empresas em fase de maturidade possuem um nível de dividendos superior ao das empresas que se encontram na fase de crescimento moderado, *ceteris paribus*.

Hipótese 5: As empresas em fase de declínio possuem um nível de dividendos inferior ao das empresas que se encontram na fase de maturidade, *ceteris paribus*.

### 8.2.2 Hipóteses da teoria financeira

Algumas variáveis como a rentabilidade, a dimensão ou o risco da empresa são atributos testados e potencialmente explicadores do nível de dividendos, apontados por teorias como a da agência e a da informação assimétrica e sinalização, concomitantemente. Isto é, diferentes motivos implicam essas variáveis no estudo da política de dividendos.

No quadro da teoria da agência, a relação positiva entre a rentabilidade e o nível dos resultados distribuídos justifica-se, fundamentalmente, pela existência de elevados montantes de *free cash-flow*, que favorecem os potenciais conflitos de interesses entre investidores e gestores. A distribuição desses fundos aos accionistas, sob a forma de dividendos, serve para acalmar as tensões conflituosas que possam existir, tal como foi referido no capítulo 3.

Em termos da informação assimétrica e sinalização, tema tratado no capítulo 4 desta tese, os diversos estudos apontam, essencialmente, para uma relação positiva entre a rentabilidade e os dividendos, uma vez que estes últimos servirão para sinalizar ao mercado excedentes de informação detida pelos *insiders* sobre os resultados passados, presentes e perspectivas futuras.

Assim, Denis e Osobov (2006), por exemplo, concluem que os dividendos tendem a ser pagos por empresas com maiores níveis de rentabilidade e de maior dimensão. DeAngelo *et al.* (2004a) testam a relação entre estas variáveis e o nível dos dividendos, tal como o fizeram Fama e French (2001), concluindo que a probabilidade

da empresa pagar dividendos está positivamente relacionada com a rentabilidade e a dimensão da mesma. Lie (2005) conclui que a evidência empírica sugere que a decisão de aumentar o nível dos dividendos transmite, em primeiro lugar, informação positiva acerca dos resultados correntes.

Crutchley e Hansen (1989) concluem que a dimensão da empresa tem relação positiva com o nível de dividendos distribuídos pela mesma, principalmente, devido aos custos de emissão de novas acções. Estes crescem inversamente com o tamanho da empresa.

Augusto (2003) encontrou efeitos directos e indirectos positivos entre a rentabilidade e a dimensão, por um lado, e a política de dividendos, por outro. Ao contrário, em relação ao risco, o citado estudo não encontra relação directa entre o atributo e os dividendos.

O risco da empresa, aqui definido como a variabilidade dos resultados, tem uma relação negativa com os dividendos, de acordo com Rozeff (1982). A variabilidade dos resultados da empresa está associada à probabilidade destes serem insuficientes para fazer face aos compromissos da empresa, nomeadamente, perante os credores. Assim, e dado que diversos estudos, desde logo o de Lintner (1956), referem que a convicção dos gestores acerca da manutenção dos níveis de dividendos no futuro é determinante para a sua tomada de decisão sobre acréscimos no presente, parece que a pouca consistência dos resultados empresariais não favorece as alterações à política de dividendos.

Grullon *et al.* (2002) concluem que as empresas com maiores dividendos são as que apresentam menores níveis de risco. Lie (2005) conclui que, consistentemente com Jagannathan *et al.* (2000), os acréscimos de dividendos estão relacionados com empresas com menor volatilidade de Resultados Operacionais (mais ainda, a volatilidade dos resultados decresce após o aumento dos dividendos).

São pois estas as hipóteses que estabelecem as relações esperadas entre a política de dividendos e as variáveis rendibilidade, dimensão e risco:

Hipótese 6: O nível dos dividendos distribuídos pela empresa está positivamente relacionado com a sua rendibilidade, *ceteris paribus*.

Hipótese 7: O nível dos dividendos distribuídos pela empresa está positivamente relacionado com a sua dimensão, *ceteris paribus*.

Hipótese 8: O nível dos dividendos distribuídos pela empresa está negativamente relacionado com a variabilidade dos seus resultados, *ceteris paribus*.

A teoria da agência trata dos conflitos de interesses entre sócios/accionistas e gestores/administradores e os dividendos podem ter um papel importante na sua resolução. Quando os gestores são ao mesmo tempo proprietários, os conflitos de interesses tendem a ser atenuados, pelo que Rozeff (1982) encontrou uma relação negativa entre a política de dividendos e a percentagem de acções detida pelos administradores. Devido à falta de dados sobre a participação dos gestores no capital social das empresas, não é possível testar essa hipótese.

No entanto, a dispersão do capital tem, também, mostrado relação significativa com a política de dividendos. Assim, Rozeff (1982) conclui que o pagamento de dividendos é uma função positiva do número de proprietários da empresa. Também Holder *et al.* (1998) ou Fuller e Thakor (2003) concluem pela relação significativa entre a dispersão de capital, ou o número de accionistas, e o montante dos dividendos da empresa. A tese testa a premissa, comum em estudos semelhantes, de que o número de accionistas é uma aproximação aceitável para a dispersão do capital. A seguir formula-se a hipótese relativa a este assunto:

Hipótese 9: O nível dos dividendos distribuídos pela empresa está positivamente relacionado com o número de detentores do seu capital social, *ceteris paribus*.

Os resultados futuros, nos 2, 3 ou mais anos seguintes, conforme os trabalhos, são a variável mais utilizada para estudar a sinalização através dos dividendos. No entanto, muitos dos trabalhos revistos, como Grullon *et al.* (2005)<sup>119</sup> e Benartzi *et al.* (1997), concluem que os resultados futuros não acompanham as alterações nos dividendos presentes, não tendo estes então o efeito sinalizador previsto. Grullon *et al.* (2002) concluem mesmo por uma queda na rentabilidade das empresas após alterações positivas nos dividendos, e vice-versa.

Alguns dos trabalhos efectuados no âmbito da teoria da sinalização apontam porém os resultados passados e presentes, não os futuros, como variável explicativa da política de dividendos, como por exemplo Bachmann e Thakor (2003) ou Benartzi *et al.*

---

<sup>119</sup> O título deste trabalho *Dividend changes do not signal changes in future profitability* revela a conclusão dos autores.

(1997). Este último encontra uma relação positiva entre a política de dividendos e os resultados presentes e dos 2 anos anteriores. Também Fukuda (2000), tratando uma amostra de empresas japonesas, encontra relação positiva entre as alterações nos dividendos das empresas e os resultados desse mesmo ano e do ano imediatamente anterior.

Assim, tendo em conta esta possível relação da política de dividendos com os resultados, as hipóteses seguintes são testadas nesta tese:

Hipótese 10: O nível dos dividendos distribuídos pela empresa está positivamente relacionado com o crescimento dos resultados da empresa no ano em causa, *ceteris paribus*.

Hipótese 11: O nível dos dividendos distribuídos pela empresa está positivamente relacionado com o crescimento dos resultados da empresa no ano seguinte, *ceteris paribus*.

As oportunidades de investimento (também chamadas oportunidades de crescimento) são outra das variáveis financeiras com muito eco nos trabalhos empíricos revistos. Gul (1999), baseando-se noutros estudos como Smith e Watts (1994) e Gaver e Gaver (1993), conclui por uma relação significativa e negativa entre as oportunidades de investimento das empresas e os seus dividendos. Lie (2005) conclui que as empresas aumentam os dividendos quando têm níveis elevados de liquidez, baixos níveis de endividamento, baixos aumentos de capital e pobres oportunidades de investimento.

Em termos gerais, as empresas que têm melhores oportunidades de investimento tendem a reter resultados e a investi-los nesses projectos, o que implica menores montantes de dividendos. Ao contrário, as empresas que enfrentam poucos ou nenhuns projectos de investimento com interesse ou valor para a organização estarão mais disponíveis para utilizar os seus recursos financeiros na distribuição de resultados aos sócios ou accionistas. Trabalhos como os de Alonso *et al.* (2002), Holt (2003) ou DeAngelo *et al.* (2004a), por exemplo, confirmam a relação negativa existente entre a política de dividendos e o investimento empresarial.

A hipótese que, nesta tese, relaciona as políticas de dividendos e de investimento é a que se segue:

Hipótese 12: O nível dos dividendos distribuídos pela empresa está negativamente relacionado com o investimento no ano em questão, *ceteris paribus*.

A estrutura de capital, ou mais precisamente o nível de endividamento, tem também sido referido pelas teorias da agência e da informação assimétrica e sinalização como factor associado ao nível de dividendos pagos pela empresa. No primeiro caso, está o estudo de Agrawal e Jayaraman (1994) que, ao estudarem a utilização do *cash-flow* disponível, tiveram em conta o endividamento da empresa e o seu impacto nos dividendos. Assim, concluíram que o endividamento tem uma relação negativa com o *payout ratio*. No segundo caso, estão os exemplos de Ambarish *et al.* (1987) e Brick *et al.* (1998), ao relacionarem o efeito sinalizador das duas variáveis em questão.

A hipótese de que o endividamento influencia a distribuição de resultados da empresa foi abordada, também, por diferentes autores, como Higgins (1972). Mc Cabe (1979) refere que o endividamento a longo prazo tem uma influência negativa nos dividendos. Esta relação deve ser consequência do aumento do risco e das maiores oportunidades de investimento que a empresa deve enfrentar quando recorre a maior financiamento externo.

Para DeAngelo e DeAngelo (2006), empresas maduras com uma política de dividendos forte têm no capital próprio e na dívida meios substitutos em termos da distribuição de resultados, mas a estrutura de capital interessa porque a escolha entre dívida e capital afecta também a flexibilidade financeira da empresa no futuro. Os autores concluem que a política financeira óptima para empresas maduras, com elevado nível de *free cash-flow*, está associada a baixo nível de endividamento e mais elevados pagamentos de dividendos.

Augusto (2003), estudando as relações que se estabelecem entre as políticas de dividendos, de financiamento e de investimento, concluiu que o endividamento da empresa afecta negativamente a política de dividendos da mesma.

Com base no exposto, a hipótese relativa ao nível de endividamento é a seguir formulada:

Hipótese 13: O nível dos dividendos distribuídos pela empresa está negativamente relacionado com o seu endividamento, *ceteris paribus*.

Alguns autores utilizam a taxa de crescimento das vendas como medida do crescimento da empresa e, assim, como variável explicativa da política de dividendos. Rozeff (1982) encontrou uma relação significativamente negativa entre os dividendos e a taxa de crescimento das vendas, justificada, em grande parte, pelo aumento do investimento em fases de expansão da actividade empresarial. Assim, a hipótese formulada na tese relativamente ao crescimento das vendas é:

Hipótese 14: O nível dos dividendos distribuídos pela empresa está negativamente relacionado com o crescimento das vendas da empresa no mesmo ano, *ceteris paribus*.

Segundo autores como Goergen, Renneboog e Silva (2005), a política de dividendos tende a seguir o nível dos resultados distribuídos nos últimos anos, nomeadamente, no ano imediatamente anterior, em especial em estudos efectuados nos países europeus como alguns também referenciados nesta tese. Assim, testar-se-á se o *dividend payout* será uma variável explicativa do *dividend payout* do ano seguinte:

Hipótese 15: O nível dos dividendos distribuídos pela empresa está positivamente relacionado com o mesmo nível no ano anterior, *ceteris paribus*.

### **8.3. A amostra e seus atributos**

A base de dados internacional *WorldScope Global Database*, que apresenta informação económica e financeira de empresas de todo o mundo e de diferentes sectores de actividade, é a fonte secundária dos dados empresariais utilizados na verificação empírica das hipóteses acima apresentadas. Esta base de dados é um dos produtos da *Thomson Financial Software Products*, que conta, entre os seus produtos, a *Compustat* e outras bases de dados. Neste caso, o acesso à *WorldScope* foi efectuado através do *Global Researcher* versão 6.01.

A informação internacional da *WorldScope Database* tem sido usada em diversos trabalhos empíricos na área financeira, como Porta *et al.* (1997) ou Denis e Osobov (2006). No primeiro caso, os autores pretendiam utilizar elementos da teoria da agência e, nomeadamente, os regimes de protecção legal dos accionistas, em particular dos pequenos investidores, para explicar as diferentes políticas de dividendos em diversos países. O recurso a esta base de dados permitiu a utilização dos dados económicos e financeiros de 4.103 empresas de 33 países, que se encontravam dentro das características pretendidas pelos autores.

A versão usada teve a última actualização a 18 de Janeiro de 1999, sendo a informação disponível na base de dados, no formato em causa, até ao ano de 1998. Esta apresenta a informação económica e financeira relativa ao período de 1990 a 1998 e algumas outras informações empresariais como a actividade, o número de

accionistas ou o nome e contacto dos auditores das mesmas, de 19.226 empresas de 50 países (embora alguma informação não esteja completa) apenas para empresas cotadas.

Numa primeira fase deste estudo, a amostra escolhida referia-se apenas ao mercado inglês por este ser um mercado de dimensão e experiência ajustadas ao estudo em causa. Das 2036 empresas deste mercado, constantes na base de dados, seleccionaram-se as que se encontram activas e que incluíam a informação relativamente ao número de accionistas, restando 335 empresas. Destas, algumas foram excluídas por não apresentarem informação económica e financeira em libras como as restantes, por não incluírem dados de pelo menos 6 anos seguidos das Vendas e Prestações de Serviços, dados fundamentais para encontrar a fase do ciclo de vida das empresas em estudo, ou por não disponibilizarem todos os elementos necessários. A amostra ficou assim em 264 empresas inglesas.

Numa fase posterior, estendeu-se a análise aos dados das empresas da União Europeia a 15 membros. Como nalguns países o número de observações era reduzido, optou-se pela criação de 5 amostras homogéneas. Seleccionou-se assim, para além do Reino Unido, os dados da Alemanha, da Dinamarca e da Finlândia em conjunto, da Itália e da Suécia. Com a associação da Dinamarca à Finlândia, tentou-se que as amostras tivessem um número de observações semelhante e poder trabalhar conjuntamente mercados financeiros semelhantes. Foram seguidos os mesmos passos anteriormente referidos para as empresas do Reino Unido na selecção das empresas a retirar de cada amostra, nomeadamente, aquelas que não apresentavam todas as informações

necessárias a este estudo. No fim, restaram 85 empresas alemãs, 124 dinamarquesas e finlandesas, 135 italianas e 111 suecas.

Os dados necessários ao cálculo da variável dependente e dos atributos a testar foram primeiro importados para folhas de cálculo, onde algumas das transformações foram efectuadas. O ano base do estudo é o de 1996 e as informações recolhidas dizem respeito, em geral, a 1995, 1996 e 1997, último ano com informações completas disponíveis para permitir o cálculo dos rácios financeiros que operacionalizam as mesmas variáveis. Em relação ao ciclo de vida das empresas, foi também recolhida informação relativamente às vendas entre 1991 e 1997. Após os cálculos apresentados no ponto seguinte, os dados foram exportados para o programa *Statistical Package for Social Science* (SPSS), com vista ao seu tratamento estatístico e ao teste das hipóteses enunciadas acima.

## 8.4 Definição operacional das variáveis

Para que uma proposição possa ser encarada como hipótese científica é necessário que seja passível de refutação empírica, sendo que as variáveis devem ser operacionalizadas, isto é, traduzidas em conceitos mensuráveis (Gil, 1994). Como a prova empírica exige medição, é preciso definir as variáveis teóricas em termos de variáveis empíricas (ou atributos), conforme Bryman e Cramer (1993).

A revisão da literatura mostra quer a utilização de diferentes indicadores por variável, quer a utilização de um determinado indicador (*proxy*) em mais de uma variável. Os conceitos utilizados são, muitas vezes, abstractos e não observáveis, o que torna difícil identificar claramente o indicador que melhor os identifica. É com base nos trabalhos revistos sobre as decisões financeiras das empresas, e particularmente sobre a política de dividendos, que se definem os indicadores relativos às variáveis em estudo.

A variável dependente e as variáveis explicativas relacionadas com as teorias financeiras são variáveis quantitativas, associadas a valores ou a rácios contabilístico-financeiros. As variáveis não métricas, representativas das 5 fases do ciclo de vida da empresa, são introduzidas nos modelos sob a forma de variáveis *dummy* ou binárias<sup>120</sup>. Incluem-se ainda variáveis que medem os efeitos cruzados entre as variáveis anteriores, isto é, 40 variáveis que representam o efeito de cada variável financeira sobre cada uma das fases do ciclo de vida.

---

<sup>120</sup> Estas variáveis variam entre dois valores, 0 e 1, que indicam a presença ou ausência de um atributo.

#### 8.4.1 Variáveis contabilístico-financeiras

As variáveis quantitativas ou métricas são a seguir apresentadas, com base nos valores contabilístico-financeiros que as compõem. A variável dependente, o nível de dividendos pagos pela empresa no ano de 1996, é dada pelo seguinte rácio:

##### A) Política de dividendos (*Dividend payout*)

$$Y = RD_{1996} / RL_{1996} \quad (\text{payout})$$

Sendo:

$RD_{1996}$  - Resultados distribuídos no ano de 1996;

$RL_{1996}$  - Resultados líquidos no mesmo ano;

Este indicador evidencia a parte dos resultados líquidos do exercício que foram distribuídos. No entanto, têm existido divergências em relação aos seus componentes. Enquanto que Noronha *et al.* (1996) e Martins e Gama (2002), por exemplo, usam os Resultados líquidos, outros autores, como Jensen *et al.* (1992) e Chen e Steiner (1999), por exemplo, usam os Resultados Operacionais. Isto deve-se ao facto de, nos casos em que as empresas distribuem dividendos apesar dos Resultados líquidos serem negativos (e o rácio ser também negativo) se poderem evitar problemas de descontinuidade na série de valores (Jensen *et al.*, 1992). No entanto, o *payout ratio* caracteriza-se por uma maior consistência, tendo em conta as finalidades dos

resultados líquidos, ou seja, a retenção ou a distribuição desses valores, optando-se aqui por utilizá-lo.

As restantes variáveis explicativas, associadas às hipóteses de estudo definidas no início deste capítulo, são:

### B) Rendibilidade

Os trabalhos empíricos mostram formas diversas de calcular a rendibilidade, utilizando diferentes valores dos resultados ou até dos activos. Tal como Grullon *et al.* (2002), utiliza-se aqui o rácio *return on assets*, ou rendibilidade do activo, porque não só parece ser o indicador mais utilizado, como é possível de calcular com os dados disponíveis.

$$X_1 = RO_{1996} / ATL_{1996} \quad (\text{rendib})$$

Sendo:

$RO_{1996}$  = Resultados Operacionais no ano de 1996;

$ATL_{1996}$  = Activo total líquido no ano de 1996;

### C) Dimensão

$$X_2 = \ln ATL_{1996} \quad (\text{dimens})$$

Este indicador é o mais apresentado pelos trabalhos que utilizam a variável dimensão como, por exemplo, Jensen *et al.* (1992), Noronha *et al.* (1996), Chen e Steiner (1999) ou Matias (2001). A transformação logarítmica da variável é utilizada para corrigir os efeitos de escala (Holder *et al.*, 1998) e para salvaguardar o facto de o efeito dimensão, se existir, afectar sobretudo as pequenas empresas (Titman e Wessels, 1988). Na verdade, esta transformação torna a variável em causa homogénea (normal), sendo indispensável em modelos de regressão.

#### D) Risco / Dispersão das vendas totais

$$X_3 = \hat{\sigma}(VT_{1996}) / \overline{VT} \quad (\text{risco})$$

Em que:

$\hat{\sigma}$  = Desvio padrão da variância do valor entre parêntesis;

VT = Vendas e Prestação de serviços no ano;

$\overline{VT}$  = Valor médio das Vendas e das Prestação nos 3 últimos anos;

Alguns autores utilizam a volatilidade dos resultados como indicador do risco do negócio (Crutchley e Hansen, 1989, por exemplo), o que se mostrou impossível neste caso devido aos valores encontrados serem muito pequenos. Assim, optou-se por utilizar a dispersão das vendas totais como indicador do risco, como fez Matias (2001), por exemplo.

E) Investidores

$$X_4 = \ln n^\circ \text{ investidores} \quad (\text{invest})$$

A utilização do nº de accionistas é uma das formas propostas para testar a concentração / dispersão do capital como variável explicativa da política de dividendos da empresa<sup>121</sup>.

F) Taxa de crescimento dos resultados

$$X_5 = \Delta RL_{1996} / |RL_{1995}| = (RL_{1996} - RL_{1995}) / |RL_{1995}| \quad (\text{crescime})$$

O rácio apresentado representa o crescimento dos Resultados líquidos em 1996. O valor absoluto no denominador deve-se ao facto de existirem resultados negativos que poderiam distorcer o valor do rácio.

G) Crescimento dos resultados no ano seguinte

$$X_6 = \Delta RL_{97} / |RL_{96}| = (RL_{97} - RL_{96}) / |RL_{96}| \quad (\text{resfutur})$$

---

<sup>121</sup> Não se conseguiu obter a participação dos gestores no capital social da empresa, medida importante para testar a teoria da agência e a política de dividendos.

Este rácio mede o crescimento dos resultados no ano de 1997, isto é, no ano seguinte. Utiliza-se também o valor absoluto em denominador pelo mesmo motivo do rácio anterior.

#### H) Oportunidades de investimento

$$X_7 = \Delta ATL_{1996} / ATL_{1995} = (ATL_{1996} - ATL_{1995}) / ATL_{1995} \quad (\text{invesm})$$

Este rácio refere-se ao investimento total (taxa de crescimento do Activo) efectuado no ano de 1996 e é utilizado em trabalhos como o de Denis e Osobov (2006), que consideram a variável oportunidades de investimento como determinante da política de dividendos da empresa.

#### I) Endividamento total

$$X_8 = PT_{1996} / ATL_{1996} \quad (\text{endivi})$$

Sendo:

PT = Passivo total no ano considerado;

Utiliza-se aqui o rácio de endividamento total, isto é, a percentagem das aplicações da empresa, correspondente ao total do Activo, financiada por capitais externos, ou Passivo. Devido à forma de apresentação da informação da base de dados, não se

conseguiu utilizar os valores diferenciados do capital alheio de curto e de médio/longo prazos.

#### J) Crescimento das vendas

$$X_9 = (VT_{1996} - VT_{1995}) / VT_{1995} \quad (\text{crescven})$$

Sendo:

VT - valor das Vendas e/ou Prestação de Serviços da empresa.

Apresenta-se aqui a taxa de crescimento das vendas. Na secção 8.4.4, à frente, apresentam-se algumas transformações das variáveis.

#### L) Dividend Payout 1995

$$X_{10} = RD_{1995} / RL_{1995} \quad (\text{dividend 95})$$

Sendo:

$RD_{1995}$  - Resultados distribuídos no ano de 1995;

$RL_{1995}$  - Resultados líquidos de 1995;

Esta variável corresponde ao nível de dividendos pagos pela empresa no ano anterior ao do estudo.

#### 8.4.2 Variáveis para medir efeitos discretos

As fases do ciclo de vida empresarial foram codificadas sob a forma de variáveis *dummy* ou binárias (dois valores). Apesar de se preverem 5 fases do ciclo de vida, só são precisas 4 variáveis *dummy*, cada uma com o seguinte significado:

$D_1$ , com os seguintes valores:

- 1- Empresa na fase de nascimento
- 0 – Empresa em qualquer outra fase

$D_2$ , com os seguintes valores:

- 1 – Empresa em fase de crescimento acelerado
- 0 – Empresa em qualquer outra fase

$D_3$ , com os seguintes valores:

- 1 – Empresa em fase de crescimento moderado
- 2 – Empresa em qualquer outra fase

$D_4$ , com os seguintes valores:

- 1 – Empresa na fase de maturidade
- 0 – Empresa em qualquer outra fase

Assim, as empresas que se encontrarem na fase de declínio apresentarão o valor zero em todas as variáveis *dummy*. Esta forma estatisticamente correcta de codificar as fases do ciclo de vida cria porém problemas de interpretação dos modelos.

O país a que cada empresa pertence é também codificado sob a forma de variáveis *dummy*, mas que cobrem explicitamente todas as situações possíveis. As variáveis binárias têm o seguinte significado:

$D_5$  - com os seguintes valores:

1 - Reino Unido (UK),                      0 – restantes países;

$D_6$  - com os seguintes valores:

1 – Alemanha,                                0 - restantes países;

$D_7$  - com os seguintes valores:

1 – Dinamarca e Finlândia (Din+Finl),

0 – restantes países;

$D_8$  - com os seguintes valores:

1 – Itália,                                      0 – restantes países;

$D_9$  - com os seguintes valores:

1 – Suécia,                                    0 – restantes países;

A multicolinearidade porventura gerada por esta forma de codificar será sempre pequena e é compensada pela possibilidade de interpretação directa dos modelos.

### **8.4.3 Variáveis para medir efeitos cruzados**

A influência das variáveis financeiras (quantitativas) nas diversas fases do ciclo de vida (variáveis *dummy*) parece evidente e tem sido abordada nos diversos trabalhos que incluem o ciclo de vida da empresa como factor justificativo da política de dividendos seguida. Os factores rentabilidade ou dimensão, por exemplo, podem ter importância diferente na política de dividendos da empresa consoante esta se encontre na fase de nascimento, de crescimento acelerado, de crescimento moderado, de maturidade ou de declínio.

Assim, como proposto por Pinto (1997), testam-se as diversas variáveis para efeitos cruzados resultantes da interacção entre 10 variáveis explicativas quantitativas e 4 variáveis explicativas binárias. As variáveis de efeitos cruzados são, então, obtidas através da multiplicação das variáveis financeiras ( $X_t$ ) pelas variáveis *dummy* ou fases do ciclo de vida ( $D_t$ ), isto é: ( $X_t \times D_t$ ). As novas variáveis terão o valor igual a  $X_t$  sempre que  $D_t=1$  (fase do ciclo de vida em que se encontram) e o valor igual a zero nas restantes situações.

As novas variáveis são apresentadas seguidamente no quadro 8.1.

Quadro 8.1 – Variáveis para efeitos cruzados

<b>NOME</b>	<b>FÓRMULA</b>	<b>NOME</b>	<b>FÓRMULA</b>
F1rendib	X1 x D1	F3rendib	X1 x D3
F1dimens	X2 x D1	F3dimens	X2 x D3
F1risco	X3 x D1	F3risco	X3 x D3
F1invest	X4 x D1	F3invest	X4 x D3
F1cresci	X5 x D1	F3cresci	X5 x D3
F1resfutur	X6 x D1	F3resfutur	X6 x D3
F1invesm	X7 x D1	F3invesm	X7 x D3
F1endivi	X8 x D1	F3endivi	X8 x D3
F1crescv	X9 x D1	F3crescv	X9 x D3
F1div95	X10 x D1	F3div95	X10 x D3
F2rendib	X1 x D2	F4rendib	X1 x D4
F2dimens	X2 x D2	F4dimens	X2 x D4
F2risco	X3 x D2	F4risco	X3 x D4
F2invest	X4 x D2	F4invest	X4 x D4
F2cresci	X5 x D2	F4cresci	X5 x D4
F2resfutur	X6 x D2	F4resfutur	X6 x D4
F2invesm	X7 x D2	F4invesm	X7 x D4
F2endivi	X8 x D2	F4endivi	X8 x D4
F2crescv	X9 x D2	F4crescv	X9 x D4
F2div95	X10 x D2	F4div95	X10 x D4

#### 8.4.4 Transformação das variáveis

A informação contabilística não pode ser descrita como resultando do mesmo mecanismo aleatório que leva às variáveis Normais ou Gaussianas. Nas variáveis contabilísticas, os efeitos responsáveis pela sua geração são acumulações e portanto sempre se reforçam ou adicionam uns aos outros. Nas variáveis Normais, pelo contrário, os efeitos tanto podem adicionar-se como subtrair-se. Os números resultantes de uma acumulação aleatória obedecem a uma lei multiplicativa de probabilidades: são o resultado da multiplicação de várias probabilidades, por oposição aos mecanismos que geram variáveis Normais, onde as probabilidades se adicionam. A verosimilhança dos números contabilísticos fica pois condicionada à ocorrência de uma cadeia de eventos (Trigueiros, 2005). Segundo ainda o mesmo autor, as características referidas acima tornam os dados contabilísticos de difícil utilização em modelos estatísticos, devido às distribuições tipicamente Lognormais (heterocedásticas, leptocúrticas e fortemente assimétricas) que apresentam<sup>122</sup>.

A influência do factor “dimensão” nos dados contabilísticos leva ao uso dos rácios financeiros, que permitem a comparação entre empresas, ao controlarem os diversos tamanhos associados a cada uma<sup>123</sup>. Mas, uma vez que as variáveis contabilístico-financeiras são lognormais<sup>124</sup>, então os rácios utilizados também são lognormais e por

---

<sup>122</sup> Conforme já anteriormente Trigueiros (1995) demonstra.

<sup>123</sup> Os exemplos são inúmeros: a Rendibilidade económica do activo (REA), a Rendibilidade dos capitais próprios (RCP') ou a Capacidade de endividamento a médio e longo prazos (CEMLP), entre outros.

<sup>124</sup> Segundo o autor, Vendas, Resultados, Activos e outros agregados contabilísticos são largamente lognormais.

isso com características que, como referido, tornam difícil a sua utilização em modelos estatísticos.

Segundo Trigueiros (2005), uma adequada transformação dos rácios deve ter em conta as características de cada um dos seus componentes e a forma como inter-actuam. Em primeiro lugar, transformações logarítmicas devem ser usadas para que as variáveis passem a ter um comportamento Normal. Em segundo lugar, é também preciso ter presente as identidades contabilísticas que porventura condicionem esses componentes. Assim, das propostas do mesmo autor, a tese utilizou as seguintes transformações:

Quadro 8.2 - Transformações das variáveis contabilístico-financeiras

Variável	Tipo de rácio	Transformação
<i>Dividend payout</i>	$R = X / (Y+X)$	$\text{Log} ( 1/R - 1)$
Taxa de crescimento do activo	$R = (Y-X) / X$	$\text{Log} (1 + R)$
Taxa de crescimento das vendas	$R = (Y-X) / X$	$\text{Log} (1 + R)$

Fonte: Trigueiros (2005), adaptado de McLeay e Trigueiros (2002)<sup>125</sup>

Existem outras limitações na utilização dos rácios, nomeadamente, o valor espúrio que resulta quando, por exemplo, tanto o numerador como o denominador podem assumir valores negativos. Os números tirados de certos relatórios financeiros devem também

<sup>125</sup> Tal como sugerido pelos autores, testou-se também a transformação do rácio Taxa de crescimento dos resultados ( $R = (Y-X) / X$  para  $\text{Log} (1+R)$ ) e o do nível de endividamento ( $R = X / (Y+X)$  transformado em  $\text{Log} (1/R - 1)$ ) não se notando, no entanto, melhoria no modelo com a utilização destas transformações. Este facto deve-se à existência de muitas observações com alterações nos resultados, positivas ou negativas, de amplitude superior a 200% e níveis de endividamento superiores a 100%.

ser corrigidos para o período de tempo do exercício económico. Na tese tentou-se assegurar que estas e outras ocorrências ficassem devidamente controladas.

## 8.5 Tratamento de dados da amostra

*“O termo Análise de Regressão define um conjunto vasto de técnicas estatísticas usadas para modelar relações entre variáveis e predizer o valor de uma ou mais variáveis dependentes (ou de resposta) a partir de um conjunto de variáveis independentes (ou predictoras)”* Maroco, 2003, pp.375.

O modelo de regressão linear múltipla (MRLM) é um caso particular de análise de regressão em que a relação entre as variáveis é linear, ou seja, neste caso um plano hipergeométrico (extensão de uma recta para múltiplas dimensões), uma vez que as variáveis independentes são diversas. Esta é a técnica mais utilizada neste tipo de trabalhos na área de estudos das Finanças Empresariais quando se tenta medir a relação entre variáveis. O MRLM utilizado neste trabalho pode ser assim definido:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \dots + e_i \quad (i = 1, \dots, n)$$

sendo:

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

$\beta$  - coeficientes da regressão a estimar;

$X_i$  - variáveis independentes (ou explicativas), financeiras, do ciclo de vida e de efeitos cruzados;

$e_i$  – erro ou variável aleatória;

No MRLM,  $Y$  é afectado pelos erros de medição enquanto que  $X_i$  não apresentam erros ou estes são desprezíveis, uma vez que a variável dependente é aleatória e as variáveis independentes fixas ou não estocásticas. Sendo assim, o método estatístico para a estimação dos valores  $\beta$  exige que: 1) os erros sejam aleatórios, independentes e com distribuição Normal de média zero e variância constante; 2) a variância de  $Y$  seja constante ao longo dos  $X$  (homocedasticidade); 3) as variáveis independentes não estejam correlacionadas (sejam ortogonais) ou que a correlação existente seja fraca<sup>126</sup>.

O método dos mínimos quadrados<sup>127</sup> é o utilizado para estimar os parâmetros<sup>128</sup> do modelo. Neste método as estimativas dos coeficientes de regressão são obtidas de modo a que os erros ou resíduos do modelo de regressão linear, calculados por  $e_i = y_i - \hat{y}_i$ , sejam mínimos, isto é, de forma que a distância entre  $y_i$  e  $\hat{y}_i$  seja a menor possível e onde  $\hat{y}_i$  são os valores esperados de acordo com o modelo.

$$\text{Soma do Quadrado dos Erros (SQE)} = \sum_{i=1}^n \varepsilon_i$$

---

<sup>126</sup> Isto é, o modelo de regressão linear implica que os valores  $Y_i$  possam ser determinados a partir de  $X_{ij}$  e afectados por  $e_i$  aleatórios, com distribuição  $N(0, \sigma)$

<sup>127</sup> Ou *OLS (Ordinary Least Squares)* como é mais conhecido.

<sup>128</sup> As propriedades dos estimadores dos mínimos quadrados são: 1) são funções lineares de  $y_i$ ; 2) são centrados ou não enviesados; 3) têm variância mínima; 4) são os estimadores de menor variância (ou *BLUES – best linear unbiased estimators*); 5) são estimadores de máxima verosimilhança para  $\beta$ .

Neste âmbito, testar-se-á o poder explicativo das variáveis apresentadas: 10 variáveis económico-financeiras, 4 variáveis binárias relativas às fases do ciclo de vida, 40 variáveis para medir efeitos cruzados entre as anteriores e 5 variáveis binárias relativas à nacionalidade das empresas da amostra. O modelo final incluirá apenas as variáveis independentes que se apresentem estatisticamente significativas e, portanto, explicativas do nível do *payout* da empresa. O modelo de regressão proposto é:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \dots + \beta_{54} X_{54} + e_i$$

sendo:

$Y_i$  - *Dividend payout*;

$\beta_i$  – coeficientes das variáveis independentes;

$X_1$  a  $X_{10}$  – variáveis independentes financeiras;

$X_{11}$ ,  $X_{12}$ ,  $X_{13}$  e  $X_{14}$  - variáveis independentes binárias relativas ao ciclo de vida;

$X_{15}$  a  $X_{54}$  - variáveis independentes de efeitos cruzados;

$e_i$  – erro da estimação;

Para caracterizar as empresas relativamente à fase do ciclo de vida em que se encontram, utilizou-se primeiramente o método das Médias móveis para alisamento das séries temporais relativas à taxa de crescimento anual das Vendas e Serviços, das diversas empresas da amostra, entre 1991 e 1997. No entanto, para obviar a alguma subjectividade da análise, optou-se, numa segunda fase, por recorrer à taxa de crescimento das vendas para os 6 anos, entre 1991 e 1997, e utilizar-se o critério da

taxa de crescimento das vendas por fases do ciclo de vida proposto por Gup e Agrrawal (1996), com as adaptações necessárias, encontrando-se os seguintes valores por fase do ciclo de vida:

Quadro 8.3 – Caracterização das fases do ciclo de vida

Grupo	Fase do ciclo	Crescimento médio anual das vendas
1	Nascimento	$\geq 10\%$
2	Expansão Acelerada	4 a 9.99%
3	Expansão Moderada	2 a 3.99%
4	Maturidade	0.2 a 1.99%
5	Declínio	$< 0.2\%$

Fonte: Adaptado de Gup e Agrrawal (1996)

Assim, quando, por exemplo, uma empresa apresentou durante 6 anos consecutivos uma taxa de crescimento médio superior a 10%, pressupõe-se que ela se encontra na fase de nascimento. Não é preciso realçar a fragilidade desta suposição: uma empresa pode ter um bom crescimento médio durante 6 anos consecutivos em qualquer fase do seu ciclo de vida. Neste aspecto, porém, a tese não é pior do que os outros estudos já publicados onde a prática é usar critérios semelhantes (e como no caso referido recorrendo a séries com 5 anos apenas). A este propósito, e embora respeitando a metodologia que é a corrente (e também a única possível), a tese procura manter uma posição crítica.

# CAPÍTULO 9 – DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

---

Cada amostra tem características próprias que devem ser evidenciadas através de estatísticas como tendência central, dispersão, achatamento e assimetria e as medidas de associação entre variáveis<sup>129</sup>. Este capítulo trata dessa descrição relativamente à amostra de empresas e seus dados utilizados neste estudo.

Como referido no capítulo anterior, a tese distingue três situações distintas: (i) empresas com o *payout* negativo ou zero porque pagaram dividendos apesar de apresentarem resultados negativos ou porque não distribuíram resultados; (ii) empresas com o *payout* entre 0 e 1, uma situação que se poderá apelidar de normal - estas empresas distribuíram dividendos mas com valores inferiores ou iguais ao montante dos resultados líquidos apurados no ano; e (iii) uma última situação em que o montante de dividendos distribuídos está acima dos resultados líquidos do exercício e é semelhante à primeira no facto dos gestores parecerem optar por manter o nível dos dividendos apesar de uma quebra nos resultados. Destas três situações, é na

---

<sup>129</sup> A tendência central caracteriza o valor esperado das variáveis enquanto que a dispersão estuda a variação das observações em redor da tendência central. A forma da distribuição das observações da amostra é descrita pelas medidas de assimetria e achatamento e a caracterização do grau e da direcção da co-variação entre variáveis reporta às medidas de associação.

relativa ao *payout* entre 0 e 1 (situação 2) que se encontra o maior número de empresas.

A análise empírica levada a cabo no presente estudo baseia-se no pressuposto de que estas situações devem ser examinadas separadamente. Assim, os modelos apresentados dizem respeito a cada uma das três situações. Com esta separação em 3 sub-amostras, a tese consegue um maior poder explicativo e qualidade dos modelos. De facto, ver-se-á mais adiante que esta característica do estudo, a divisão da amostra em 3 situações claramente distintas, é um dos factores que confere à tese o seu carácter único.

Neste capítulo procede-se também à caracterização das sub-amostras em estudo – 1) inglesas, 2) alemãs, 3) dinamarquesas e finlandesas, 4) italianas e 5) suecas - em termos de estatística descritiva, depois de aquelas terem sido divididas nas 3 situações identificadas atrás. Cada uma destas evidenciará as diversas estatísticas caracterizadoras de cada amostra de empresas.

Faz-se ainda a caracterização de cada uma das amostras em termos das fases do ciclo de vida das empresas e da associação entre as variáveis binárias, que evidenciam essas características, e a variável dependente. Em termos gerais, a fase de nascimento é aquela que apresenta maior número de empresas (cerca de 37% do total), seguida da de declínio (24%) e de crescimento acelerado (23%).

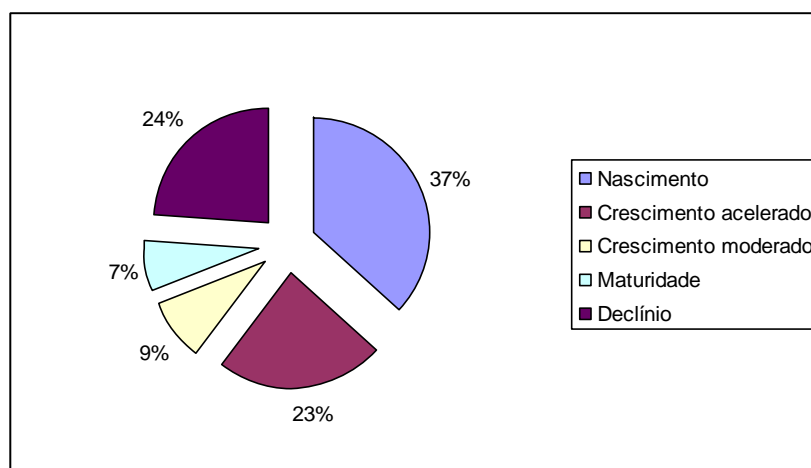
A amostra total relativa aos 6 países divide-se por situação e por fase do ciclo de vida como se apresenta no quadro 9.1 abaixo.

Quadro 9.1 – Empresas da amostra por situação e fase do ciclo de vida

<i>Tipo de situação</i> <i>Fase do ciclo</i>	<i>Payout</i> ≤ 0		<i>0</i> < <i>Payout</i> < <i>1</i>		<i>Payout</i> ≥ 1		<i>Total</i>	
	<i>Situação 1</i>		<i>Situação 2</i>		<i>Situação 3</i>			
Nascimento	36	24%	220	19%	10	19%	266	<b>37%</b>
Crescimento acelerado	22	15%	133	17%	9	17%	164	<b>23%</b>
Crescimento moderado	8	5%	50	17%	9	17%	67	<b>9%</b>
Maturidade	11	7%	31	16%	8	16%	50	<b>7%</b>
Declínio	73	49%	83	31%	16	31%	172	<b>24%</b>
<b>Total</b>	<b>150</b>	<b>100%</b>	<b>517</b>	<b>100%</b>	<b>52</b>	<b>100%</b>	<b>719</b>	<b>100%</b>

Sob a forma gráfica, a amostra é assim constituída:

Gráfico 9.1 – Fases do ciclo de vida na amostra



A sub-amostra inglesa com um total de 264 empresas é aquela com maior peso (36,7%) no total das 719 empresas estudadas e a fase 2 engloba 72% do total das empresas da amostra, conforme se pode observar nos gráficos 9.2 e 9.3:

Gráfico 9.2 – Situações na amostra

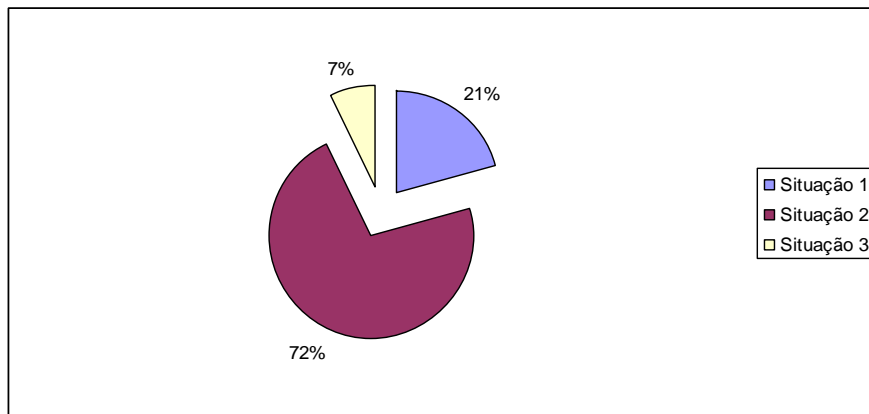
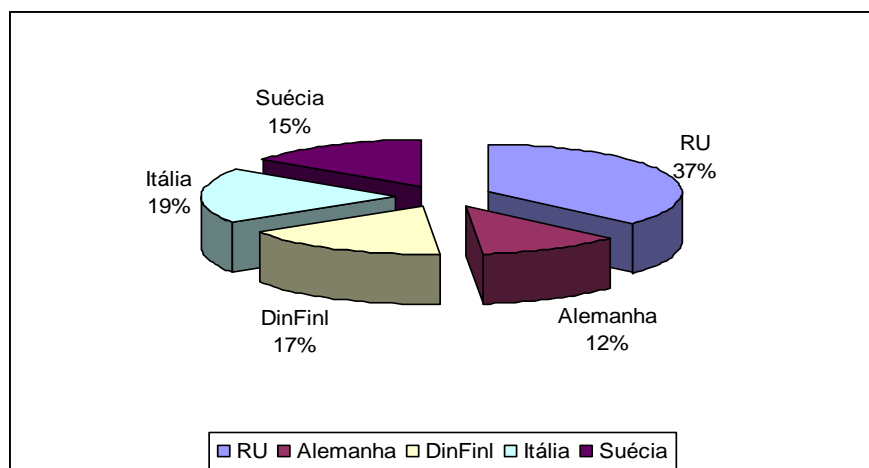


Gráfico 9.3 – Países na amostra



A perspectiva univariada que este capítulo veicula é interessante apesar de limitada. Os modelos multivariados explicativos do *payout* são apresentados no capítulo seguinte.

### 9.1 Amostra de empresas inglesas

A amostra de empresas inglesas tem 264 casos divididos pelos 3 tipos de situação do nível dos dividendos apresentados e da fase do ciclo de vida em que cada uma se encontra conforme o quadro seguinte:

Quadro 9.2 – Empresas inglesas por situação e por fase do ciclo de vida

<i>Tipo de situação</i>				
<i>Fase do ciclo</i>	<i>Situação 1</i>	<i>Situação 2</i>	<i>Situação 3</i>	<i>Total</i>
Nascimento	9	99	3	111
Crescimento acelerado	7	65	2	74
Crescimento moderado	2	21	5	28
Maturidade	2	11	3	16
Declínio	12	19	4	35
Total	32	215	17	264

sendo:

Situação 1 – Resultados negativos ou dividendos nulos ( $payout \leq 0$ )

Situação 2 – *Payout* entre 0 e 1

Situação 3 –  $Payout \geq 1$

### 9.1.1 Tendência central e dispersão

As estatísticas de tendência central e de dispersão utilizadas para caracterizar a amostra são a média amostral, a mediana e o desvio padrão. Estes valores são importantes para a caracterização da amostra e do comportamento destas empresas.

As empresas inglesas mostram as estatísticas a seguir apresentados nos quadros resumo (quadros 9.3, 9.4 e 9.5). Apenas as variáveis financeiras interessam uma vez que as referentes à fase do ciclo de vida são binárias e as restantes são variáveis para efeitos cruzados que assumem o valor zero quando a empresa não se encontra na fase do ciclo de vida referenciado ou o valor igual ao da variável financeira em questão quando a empresa se encontra nessa fase.

As empresas da situação 1 caracterizam-se, essencialmente, por apresentarem rendibilidade média negativa, assim como crescimento negativo dos resultados. Neste contexto, o *payout* é, em média, negativo, apesar de metade destas observações terem um *payout* nulo. No entanto, os dividendos do ano anterior correspondiam, em média, a 41,6% dos resultados obtidos. A variável que mede o crescimento dos resultados no ano seguinte (1997) é a que apresenta maior discrepância entre o valor médio e o mediano e, também, o maior desvio padrão.

O crescimento dos resultados no ano em estudo apresenta o 2º mais elevado desvio padrão das observações. De notar que estas empresas, que apresentam dividendos nulos ou dividendos positivos e resultados negativos, situam-se, na sua maior parte,

nas fases de nascimento ou de crescimento acelerado (46,9% das empresas da amostra) ou de declínio (37,5%), com uma taxa média de crescimento das vendas superior a 22%, devido a esta predominância de empresas em fase de nascimento e de crescimento acelerado.

Quadro 9.3 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que

o *payout* é  $\leq 0$  (n = 32)<sup>130</sup>

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
- <i>Dividend Payout</i>	-0,725	-0,041	1,268
- Rendibilidade	0,030	0,036	0,101
- Dimensão	5,273	5,135	0,953
- Risco	0,184	0,115	0,182
- Investidores	3,791	3,616	0,901
- Crescimento dos resultados	-1,046	-1,149	2,580
- Investimento	-0,007	-0,011	0,103
Taxa crescimento do Activo	0,013	-0,024	0,278
- Endividamento	0,557	0,608	0,278
- Crescimento das vendas	2,032	2,000	0,204
Taxa crescimento das vendas	22,203	0,034	77,924
- Resultados futuros	3,373	0,446	11,518
- <i>Dividend 95</i>	0,416	0,170	0,898

Nas empresas da situação 2 é também o crescimento dos resultados no ano seguinte o que apresenta maior dispersão, seguida do crescimento dos resultados no ano. Para além dos resultados distribuídos, praticamente todas as outras variáveis têm um valor médio superior ao dos valores da situação 1: a rendibilidade, a dimensão, o número de

<sup>130</sup> As variáveis Investimento e Crescimento das vendas foram transformadas conforme descrito no capítulo anterior. Assim, apresentam-se aqui os valores das variáveis transformadas e das taxas de crescimento dos valores base.

investidores, o crescimento dos resultados e o investimento em geral. As variáveis relativas ao risco associado à variabilidade das vendas, ao endividamento e ao crescimento dos resultados no ano imediatamente a seguir, têm valores médios inferiores. Os valores médio e mediano da percentagem de dividendos relativamente aos resultados líquidos do exercício são muito semelhantes nos anos de 1995 e 1996.

As empresas inglesas da situação 2 são as que apresentam valores médios mais elevados nas variáveis Investidores, Crescimento das vendas e Resultados futuros.

Quadro 9.4 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o *payout* é entre 0 e 1 (n = 215)

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
- <i>Dividend Payout</i>	0,495	0,456	0,220
- Rendibilidade	0,094	0,090	0,072
- Dimensão	5,790	5,734	0,859
- Risco	0,113	0,080	0,098
- Investidores	4,006	3,953	0,759
- Crescimento dos resultados	0,501	0,166	1,339
- Investimento	0,044	0,025	0,114
Taxa de crescimento do Activo	0,173	0,060	0,834
- Endividamento	0,484	0,503	0,280
- Crescimento das vendas	2,054	2,038	0,075
Taxa de crescimento das vendas	15,101	9,159	22,596
- Resultados futuros	1,153	0,100	14,474
- <i>Dividend 95</i>	0,487	0,440	0,667

Na situação 3 é também o crescimento dos resultados no ano seguinte, seguido do *payout* e do crescimento dos resultados, que apresenta maior desvio padrão. Estas empresas caracterizam-se por se dividirem quase igualmente pelas várias fases do ciclo de vida, por deterem uma dimensão média superior às anteriormente apresentadas e um nível risco, um montante médio de investimento e um crescimento médio dos resultados no ano subsequente, inferiores. Nesta, como na situação 1, o *payout* médio relativo a 1995 (0,655) é muito diferente do deste exercício (2,819).

Quadro 9.5 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que

o *payout* é  $\geq 1$  (n = 17)

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
- <i>Dividend Payout</i>	2,819	1,207	3,621
- Rendibilidade	0,083	0,086	0,049
- Dimensão	6,208	6,194	0,759
- Risco	0,068	0,056	0,048
- Investidores	4,390	4,370	0,425
- Crescimento dos resultados	0,219	-0,310	1,395
- Investimento	-0,031	-0,045	0,065
Taxa de crescimento do Activo	-0,058	-0,098	0,134
- Endividamento	0,557	0,585	0,246
- Crescimento das vendas	2,003	2,001	0,059
Taxa de crescimento das vendas	1,499	0,211	14,399
- Resultados futuros	0,063	-0,014	6,607
- <i>Dividend 95</i>	0,655	0,590	1,568

O comportamento dos dividendos por fases do ciclo de vida aponta para que, em termos médios, e no cômputo geral, a fase de nascimento apresente menores valores

enquanto que a fase de crescimento acelerado maiores valores de resultados distribuídos em relação ao valor dos resultados líquidos apurados. Estas duas são, também, as fases com menor e maior desvio padrão dos valores relativos ao *payout*, respectivamente.

A situação 2 é a sub-amostra que, de longe, apresenta maior número de observações (mas também com comportamento em termos de distribuição de resultados mais frequente). O valor médio do *payout* não difere muito nas diferentes fases do ciclo de vida, sendo que, no entanto, as fases de nascimento e crescimento acelerado apresentam valores mais baixos, deixando para as fases de menor crescimento, de estabilidade ou mesmo declínio, as maiores percentagens de resultados distribuídos relativamente aos resultados gerados no mesmo ano. Esses dados, para as diferentes situações, são resumidos no quadro seguinte.

Quadro 9.6 – *Payout* por fase do ciclo de vida

<i>Fase do ciclo de vida</i>	<i>Situação 1</i>		<i>Situação 2</i>		<i>Situação 3</i>	
	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>
Nascimento	-0,129	0,293	0,447	0,199	1,386	0,517
Crescimento acelerado	-1,505	1,825	0,528	0,229	4,523	4,981
Crescimento moderado	-0,777	1,098	0,550	0,209	4,034	5,95
Maturidade	-2,214	1,165	0,537	0,277	1,865	1,328
Declínio	-0,460	1,123	0,549	0,239	2,236	2,309

### 9.1.2 Assimetria, achatamento e associação

As medidas de assimetria e de achatamento caracterizam a forma da distribuição das observações da amostra quando comparada com a distribuição Normal ou Gaussiana. O enviesamento (*skewness*) que a distribuição apresenta relativamente à média caracteriza a sua assimetria enquanto que a medida de achatamento (*kurtose*) caracteriza a existência ou não de “picos” e “caudas” longas na distribuição, isto é, a sua forma ser mais ou menos achatada do que a da distribuição Normal.

No apêndice I apresentam-se estes valores por situação da amostra de empresas inglesas, sendo de notar que as variáveis têm, nalguns casos, valores bastante elevados. No caso da variável Investimento (ou crescimento do Activo) e Crescimento das vendas, e uma vez que estas foram transformadas, optou-se por apresentar os valores relativos à assimetria e à curtose das variáveis finais e também das taxas de crescimento do Activo total e das Vendas, respectivamente, tentando demonstrar alguma vantagem na utilização das transformações.

Para as empresas da situação 1, o *payout* apresenta assimetria e curtose elevados. Na situação 2, de empresas com um *payout* entre 0 e 1, conseguiu-se, com recurso às transformações apresentadas no capítulo anterior, valores mais baixos para a assimetria e o achatamento da distribuição do *payout*, continuando a variável Resultados futuros a apresentar maiores níveis de assimetria e de achatamento. Para as empresas da situação 3, em que o valor dos dividendos é igual ou superior ao dos

resultados apurados no exercício, os valores da assimetria e do achatamento da distribuição das variáveis são mais elevados para a variável Resultados Futuros e *payout*.

Para medir a associação entre variáveis utiliza-se o Coeficiente de correlação de Pearson, adequado para medir a associação linear entre duas variáveis contínuas e aproximadamente Gaussianas. Este coeficiente é uma medida de covariância estandardizada e assume valores absolutos inferiores ou iguais à unidade ( $\rho \leq |1|$ ).

Apresentam-se também no apêndice I as matrizes de correlações das variáveis financeiras relativamente aos 264 casos que compõem a amostra de empresas inglesas, distribuídas pelas 3 situações atrás identificadas. Os valores dos coeficientes de correlação mostram que existe pouca associação linear entre as variáveis métricas (financeiras).

Assim, no que se refere às empresas com *payout* nulo ou resultados líquidos negativos, e para um nível de significância de 0,01, a variável dependente apresenta uma associação do tipo linear apenas com a variável Dimensão. Em relação às empresas inglesas que apresentam o *payout* entre 0 e 1, esta variável apresenta correlação significativa com as variáveis independentes Rendibilidade, Risco, Taxa de crescimento dos resultados, Endividamento, Crescimento das vendas e *Dividend payout* 95. As variáveis independentes apresentam, também, alguma associação linear entre si. O *payout* das empresas que fazem parte da situação 3 apresenta associação linear, significativa ao nível de 0,05, com os Resultados futuros.

No caso de uma das variáveis não ser contínua pode utilizar-se outra medida de associação como o coeficiente de correlação *Eta* e *Eta squared*. Estes valores, relativamente às variáveis binárias que representam as diversas fases do ciclo de vida organizacional, apresentam-se no quadro-resumo seguinte (quadro nº9.7). O indicador *Eta squared* mede a proporção da variância total na variável dependente que pode ser calculada a partir do valor de uma variável independente. Assim, verifica-se que a fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra tem muito pouco poder explicativo da variância do *payout*, mostrando a fraca associação entre essas variáveis.

9.7 – Medidas de associação entre o *Payout* e as fases do ciclo de vida

<b>Tipo de situação</b>	<b><i>Eta</i></b>	<b><i>Eta squared</i></b>
Situação 1:		
Nascimento	0,298	0,089
Crescimento acelerado	0,331	0,109
Crescimento moderado	0,011	0,000
Maturidade	0,308	0,095
Declínio	0,308	0,095
Situação 2:		
Nascimento	0,202	0,041
Crescimento acelerado	0,097	0,009
Crescimento moderado	0,082	0,007
Maturidade	0,044	0,002
Declínio	0,077	0,006
Situação 3:		
Nascimento	0,189	0,036
Crescimento acelerado	0,177	0,031
Crescimento moderado	0,223	0,050
Maturidade	0,126	0,016
Declínio	0,092	0,008

A representação gráfica pode ser útil na análise dos dados da amostra. Utiliza-se o histograma de frequências por permitir visualizar a distribuição das observações de cada variável contínua, dependente ou independente. Apresenta-se seguidamente a representação gráfica da variável dependente antes e após a transformação, para as empresas que se inserem na situação 2, e da variável Dimensão para a mesma sub-amostra.

Gráfico 9.4 - Histograma da variável dependente antes da transformação para a situação 2 (*Payout* entre 0 e 1)

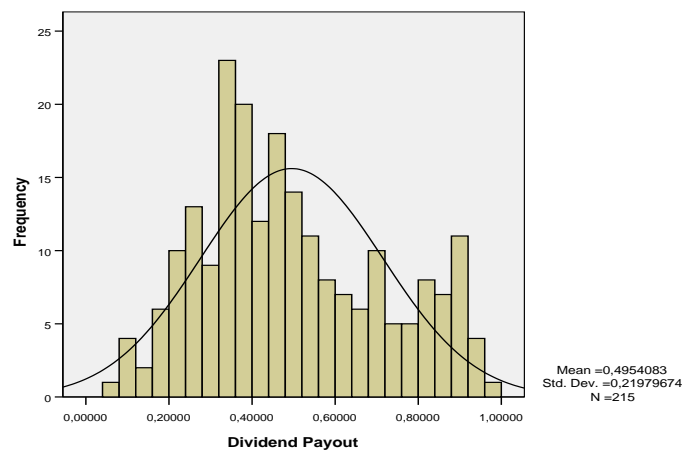
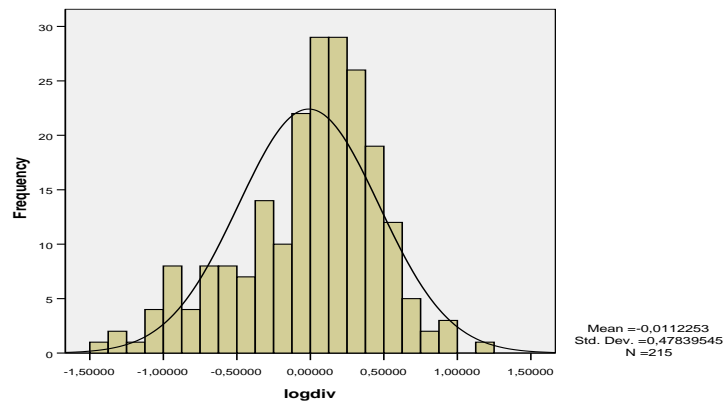
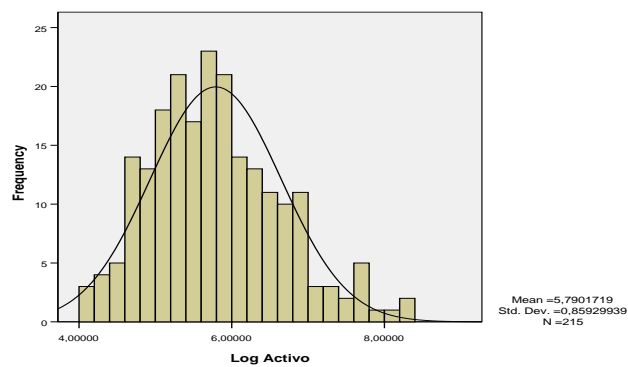


Gráfico 9.5 - Histograma da variável dependente transformada (situação 2 – *Payout* entre 0 e 1)



A aparente existência de “clusters”, que se devia ao efeito espúrio de uma identidade contabilística, desaparece quando este efeito é controlado.

Gráfico 9.6 - Histograma da variável Dimensão (situação 2)



O efeito dimensão torna-se apto para uma análise paramétrica através da simples transformação logarítmica.

## 9.2 Amostra de empresas alemãs

As 85 empresas alemãs estão assim divididas por fase da vida e situação relativamente ao nível de resultados distribuídos:

Quadro 9.8 – Empresas alemãs por situação e por fase do ciclo de vida

<i>Tipo de situação</i>				
<i>Fase do ciclo</i>	<i>Situação 1</i>	<i>Situação 2</i>	<i>Situação 3</i>	<i>Total</i>
Nascimento	7	17	0	24
Crescimento acelerado	2	20	1	23
Crescimento moderado	1	5	3	9
Maturidade	3	5	2	10
Declínio	8	7	4	19
Total	21	54	10	85

sendo:

Situação 1 – Resultados negativos ou dividendos nulos ( $payout \leq 0$ )

Situação 2 –  $Payout$  entre 0 e 1

Situação 3 –  $Payout \geq 1$

Tal como as empresas inglesas, também as empresas alemãs se encontram com mais frequência nas fases de nascimento e de crescimento acelerado, principalmente no que respeita à situação 2, que engloba o maior número de empresas e um comportamento mais perto do esperado em termos de dividendos. As empresas em fase de declínio, que correspondem a 22,4% do total, situam-se em maior número (42%) na situação 1, correspondente a um  $payout$  nulo ou a resultados líquidos negativos, sendo que as 4

empresas nesta fase que se encontram na situação 3 correspondem a 40% do total (empresas cujo *payout* é igual ou superior a 1).

### **9.2.1 Tendência central e dispersão**

Na situação 1 as empresas caracterizam-se por apresentar um *payout* médio negativo sendo, no entanto, o valor mediano e mais frequente o zero. O *payout* de 1995 também é negativo (e a mediana também zero), contrariamente ao valor médio da amostra de empresas inglesas. A rentabilidade é em termos médios negativa ou muito baixa justificando o nível de dividendos.

Estas empresas apresentam maior dimensão média do que as empresas inglesas da mesma situação. Os indicadores de risco e do número de investidores são aqui em média de menor valor do que nas situações 2 e 3, enquanto que o de endividamento é maior. O crescimento dos resultados futuro e presente continua a mostrar a maior dispersão dos valores mostrando, em especial, o último destes valores máximo e mínimo enormes em valor absoluto, justificando o valor do desvio padrão obtido.

Quadro 9.9 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que

o *payout* é  $\leq 0$  (n = 21)

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
- <i>Dividend Payout</i>	-0,036	0	0,114
- Rendibilidade	-0,034	0,020	0,046
- Dimensão	6,777	6,906	0,770
- Risco	0,069	0,050	0,070
- Investidores	1,992	0,699	1,997
- Crescimento dos resultados	2,892	0,704	11,800
- Investimento	0,013	0,013	0,053
Taxa de crescimento do Activo	0,038	0,0292	0,125
- Endividamento	0,811	0,806	0,123
- Crescimento das vendas	2,005	2,006	0,069
Taxa de crescimento das vendas	2,342	1,331	16,327
- Resultados futuros	-18,554	0,153	89,883
- <i>Dividend 95</i>	-0,210	0	2,031

Na situação 2, as empresas alemãs apresentam um nível de resultados distribuídos médio de 46,9% dos resultados líquidos obtidos no ano, sendo que, conforme o quadro 9.13, estas se situam fundamentalmente nas fases de vida de nascimento e crescimento acelerado (68,5% das empresas da situação 2). Estas empresas têm uma rendibilidade, embora positiva, com valores muito baixos, um nível de investimento médio mais elevado que nas restantes situações e um endividamento mais baixo que na situação 1 mas ainda na ordem dos 75,7%. O crescimento dos resultados no ano seguinte e no presente continuam a ser as variáveis com maior desvio-padrão mas, neste caso, já com valores mais pequenos e com a média e a mediana mais perto dos valores esperados, embora elevados. (88,6% e 58,6% respectivamente).

As empresas alemãs da situação 2 são as que apresentam a maior dimensão. Esta sub-amostra é também a que mais se aproxima dos valores médios das empresas inglesas, nomeadamente, apresentando um valor médio de resultados futuros igualmente elevado.

Quadro 9.10 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o *payout* é entre 0 e 1 (n = 54)

Variáveis	Média	Mediana	Desvio-padrão
- <i>Dividend Payout</i>	0,469	0,448	0,2089
- Rendibilidade	0,013	0,007	0,037
- Dimensão	7,069	7,079	0,942
- Risco	0,079	0,056	0,087
- Investidores	3,745	3,977	1,723
- Crescimento dos resultados	0,586	0,138	1,637
- Investimento	0,051	0,033	0,103
Taxa de crescimento do Activo	0,174	0,079	0,540
- Endividamento	0,757	0,777	0,209
- Crescimento das vendas	2,027	2,022	0,064
Taxa de crescimento das vendas	7,883	5,281	23,214
- Resultados futuros	0,886	0,141	4,912
- <i>Dividend 95</i>	0,554	0,460	0,512

As empresas da situação 3 são as que apresentam um *payout* superior a 100%, têm uma rendibilidade média, apesar de baixa, superior à das restantes empresas, um nível de risco superior, um endividamento médio mais baixo (ainda assim de 63,4% do total dos capitais investidos), um crescimento médio dos resultados no presente inferior às situações anteriores e um *payout* médio relativo ao ano de 1995 de 0,578. De salientar

que não existe nenhuma destas empresas na fase de nascimento e que 40% se encontra em fase de declínio.

Quadro 9.11 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o *payout* é  $\geq 1$  (n = 10)

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
- <i>Dividend Payout</i>	1,320	1,229	0,237
- Rendibilidade	0,014	0,006	0,061
- Dimensão	5,940	5,968	0,694
- Risco	0,088	0,072	0,065
- Investidores	2,112	2,841	1,731
- Crescimento dos resultados	0,159	-0,115	0,966
- Investimento	0,007	-0,003	0,040
Taxa de crescimento do Activo	0,019	-0,006	0,098
- Endividamento	0,634	0,644	0,223
- Crescimento das vendas	2,016	2,016	0,057
Taxa de crescimento das vendas	4,461	3,626	13,476
- Resultados futuros	0,827	0,883	2,362
- <i>Dividend 95</i>	0,578	0,705	1,315

O *payout* das empresas da situação 1 é nulo excepto para as que se encontram em declínio, que continuam a pagar dividendos apesar dos resultados líquidos serem negativos. Relativamente às empresas da situação 2 são também as empresas que se encontram na fase de declínio que apresentam maiores dividendos seguidas das empresas nas fases de nascimento e de crescimento acelerado. De notar que as empresas nas fases de crescimento moderado e de maturidade são as que têm maior

dispersão dos valores. As empresas em fase de declínio inseridas na situação 3 são, também, as que apresentam maior valor médio de dividendos.

Quadro 9.12 –*Payout* por fase do ciclo de vida

<i>Fase do ciclo de vida</i>	<i>Situação 1</i>		<i>Situação 2</i>		<i>Situação 3</i>	
	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>
Nascimento	0	0	0,456	0,215	n.a.	n.a.
Crescimento acelerado	0	0	0,472	0,174	1,274	n.a. <sup>o</sup>
Crescimento moderado	0	n.a. <sup>o</sup>	0,382	0,307	1,342	0,155
Maturidade	0	0	0,384	0,247	1,102	0,094
Declínio	-0,095	0,175	0,612	0,159	1,424	0,321

### 9.2.2 Assimetria, achatamento e associação

Os valores das estatísticas de assimetria e achatamento das empresas alemãs por cada uma das 3 situações referenciadas são apresentados nos quadros seguintes. Também aqui, a *skewness* e a *kurtosis* apresentam, por vezes, valores muito elevados, em especial a última destas, mostrando que as distribuições das variáveis tendem a ser leptocúrticas.

Os valores relativos às estatísticas de assimetria e curtose das empresas alemãs apresentam-se no apêndice II. Relativamente aos valores obtidos para a situação 1 (empresas com *payout* nulo ou com resultados líquidos negativos), pode observar-se

<sup>o</sup> Apenas uma empresa nesta situação.

que os valores da assimetria e da curtose muito elevados se situam em variáveis como os Resultados futuros, o Crescimento dos resultados e, também, no *Payout*, por esta ordem.

São também as variáveis Resultados futuros e Crescimento dos resultados que apresentam valores mais elevados de assimetria e curtose, relativamente às empresas que apresentam um nível de distribuição de resultados entre 0 e 1. No entanto, outras variáveis como o Investimento e o Crescimento das Vendas (mesmo após a transformação proposta) e o *dividend* 95 apresentam valores elevados ao contrário da variável dependente que apresenta, nesta situação, valores aceitáveis para a sua distribuição.

Relativamente à situação 3 (empresas que apresentam resultados distribuídos iguais ou superiores aos resultados líquidos do exercício) os valores da assimetria e do achatamento das distribuições das variáveis métricas apresentam valores menos elevados relativamente às duas sub-amostras anteriores.

As matrizes de correlação das variáveis contínuas (financeiras) em relação às observações relativas às empresas alemãs, por tipo de situação fazem parte também do apêndice II. Relativamente à situação 1, o *payout* mostra uma correlação significativa com as variáveis Dimensão, Investimento e Crescimento das vendas, enquanto que na situação 2, a variável dependente apresenta correlação significativa (ao nível de 0,05) com o crescimento dos resultados e ao nível de 0,01 com o *dividend* 95. Na situação 3, as correlações significativas (ao nível de 0,05) da variável dependente são com as variáveis Investimento, Crescimento das vendas e Resultados futuros.

Apresentam-se seguidamente (quadro 9.13) as medidas de associação entre a variável dependente e as variáveis binárias das fases do ciclo de vida empresarial. Estes últimos apresentam pouca associação com o *payout* sendo a fase de declínio que maior valor dos indicadores de associação apresenta.

9.13 – Medidas de associação entre o *Payout* e as fases do ciclo de vida

<b>Tipo de situação</b>	<b><i>Eta</i></b>	<b><i>Eta squared</i></b>
Situação 1:		
Nascimento	0,229	0,053
Crescimento acelerado	0,105	0,011
Crescimento moderado	0,072	0,005
Maturidade	0,132	0,018
Declínio	0,413	0,171
Situação 2:		
Nascimento	0,041	0,002
Crescimento acelerado	0,012	0
Crescimento moderado	0,134	0,018
Maturidade	0,131	0,017
Declínio	0,268	0,072
Situação 3:		
Nascimento	n.a.	n.a.
Crescimento acelerado	0,068	0,005
Crescimento moderado	0,064	0,004
Maturidade	0,483	0,234
Declínio	0,376	0,142

A amostra de empresas alemãs é bastante mais pequena que a de empresas inglesas contendo apenas 54 empresas na situação 2, por exemplo. No entanto, apresentam-se de seguida os histogramas das frequências da variável dependente antes e depois da transformação (situação 2).

Gráfico 9.7 – Histograma do *Payout* para as observações das empresas da situação 2, antes da transformação

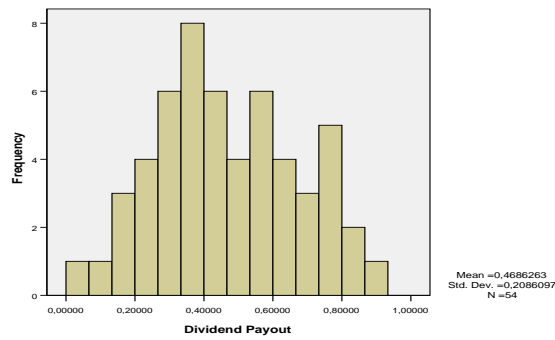
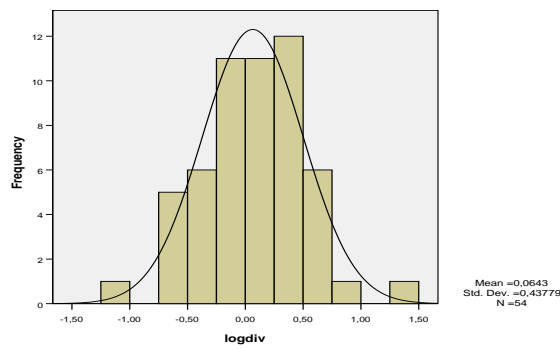


Gráfico 9.8 – Histograma relativo à variável dependente transformada (situação 2)



### 9.3 Amostra de empresas Dinamarquesas e Finlandesas

A amostra de empresas dinamarquesas e finlandesas totaliza 124 empresas, 45 e 79 de cada país respectivamente, divididas pelas cinco fases do ciclo de vida organizacional consideradas conforme se apresenta a seguir:

Quadro 9.14 – Empresas dinamarquesas e finlandesas por situação e por fase do ciclo de vida

<i>Tipo de situação</i>				
<i>Fase do ciclo</i>	<i>Situação 1</i>	<i>Situação 2</i>	<i>Situação 3</i>	<i>Total</i>
Nascimento	6	39	3	48
Crescimento acelerado	2	18	2	22
Crescimento moderado	0	9	1	10
Maturidade	3	4	0	7
Declínio	14	23	0	37
Total	25	93	6	124

sendo:

Situação 1 – Resultados negativos ou dividendos nulos ( $payout \leq 0$ )

Situação 2 –  $Payout$  entre 0 e 1

Situação 3 –  $Payout \geq 1$

As empresas situam-se, essencialmente, nas fases de nascimento e declínio, sendo que as empresas maduras são as que menor peso têm na amostra. Relativamente à situação 1 e à situação 3 concentram-se nas empresas do início e do fim do ciclo, no caso das primeiras, e do início do ciclo de vida organizacional, no segundo caso. A situação 2 engloba empresas em todas as fases, em termos proporcionais ao total da amostra obtida.

### 9.3.1 Tendência central e dispersão

Os valores das estatísticas de tendência central e de dispersão da amostra de empresas dinamarquesas e finlandesas apresentam-se nos quadros seguintes.

Quadro 9.15 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o *payout* é  $\leq 0$  (n = 25)

Variáveis	Média	Mediana	Desvio-padrão
- <i>Dividend Payout</i>	-0,185	0	0,873
- Rendibilidade	0,034	0,026	0,059
- Dimensão	5,006	5,047	0,743
- Risco	0,163	0,189	0,217
- Investidores	3,258	3,127	0,762
- Crescimento dos resultados	-6,055	-0,026	33,092
- Investimento	-0,037	0,618	0,103
Taxa de crescimento do Activo	-0,056	-0,058	0,244
- Endividamento transformado	-0,162	-0,303	0,626
Nível de endividamento	0,706	0,738	0,386
- Crescimento das vendas	1,981	2,009	0,145
Taxa de crescimento das vendas	0,177	2,120	29,297
- Resultados futuros	18,026	0,316	79,711
- <i>Dividend 95</i>	1,400	0	7,105

As empresas da situação 1, ou seja, as que têm dividendos nulos ou resultados negativos, situam-se em mais de 50% na fase de declínio. Como já foi referido para amostras de outros países, estas caracterizam-se por um valor médio do *payout*

negativo, muito baixa rendibilidade, risco mais elevado que as restantes situações, crescimento dos resultados, investimento e crescimento das vendas muito baixo ou mesmo negativo. O crescimento dos resultados no ano seguinte e no presente são, por essa ordem, e novamente, os que apresentam maior dispersão. O *payout* médio destas empresas em 1995 era de 1,4, um valor muito elevado devido à grande dispersão dos valores (a mediana situava-se, contudo, no valor zero, tal como o que acontece com o *payout* de 1996).

Quadro 9.16 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o *payout* é entre 0 e 1 (n = 93)

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
- <i>Dividend Payout</i>	0,287	0,257	0,151
- Rendibilidade	0,070	0,058	0,061
- Dimensão	5,592	5,605	0,809
- Risco	0,127	0,099	0,134
- Investidores	3,536	3,568	0,934
- Crescimento dos resultados	4,781	0,012	25,831
- Investimento	0,012	0,124	0,065
Taxa de crescimento do Activo	0,038	0,028	0,154
- Endividamento transformado	-0,157	-0,132	0,529
Nível de endividamento	0,566	0,567	0,227
- Crescimento das vendas	2,004	2,011	0,152
Taxa de crescimento das vendas	10,678	2,557	93,576
- Resultados futuros	0,271	0,071	0,849
- <i>Dividend 95</i>	0,705	0,220	2,881

Na situação 2, as empresas dinamarquesas e finlandesas apresentam valores geralmente mais baixos que os das amostras anteriores, sendo mesmo os valores mais

baixos de todas as amostras no caso do *payout*, do número de investidores, do investimento e do nível de endividamento das empresas. Os dividendos correspondem, em média, a 28,7% do valor dos resultados líquidos, contra 70,5% no ano anterior (valor médio mais elevado da variável *dividend 95* no total dos países), sendo a taxa de crescimento do Activo total, em média, de 3,8% e o nível de endividamento de 56,6%. A maior dispersão verifica-se na taxa de crescimento dos resultados no ano em estudo, o que justifica um valor médio e mediano tão díspar.

Quadro 9.17 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o *payout* é  $\geq 1$  (n = 6)

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
- <i>Dividend Payout</i>	2,568	1,922	0,873
- Rendibilidade	0,042	0,035	0,059
- Dimensão	5,635	5,751	0,743
- Risco	0,140	0,133	0,217
- Investidores	3,393	3,236	0,762
- Crescimento dos resultados	-0,729	0,045	33,092
- Investimento	0,051	-0,783	0,103
Taxa de crescimento do Activo	0,132	0,111	0,145
- Endividamento transformado	-0,257	-0,299	0,626
Nível de endividamento	0,636	0,666	0,109
- Crescimento das vendas	2,043	2,038	0,145
Taxa de crescimento das vendas	11,328	9,141	17,108
- Resultados futuros	6,225	2,168	79,711
- <i>Dividend 95</i>	0,372	0,300	0,283

Relativamente à situação 3, onde as empresas distribuem resultados superiores àqueles que foram obtidos no exercício a que respeitam, os dividendos, em média,

representam apenas 37,2% dos resultados no ano anterior. Os valores a salientar são: a taxa média de crescimento de resultados negativa e o valor médio do crescimento das vendas superior ao das situações anteriores.

O *payout* por fase do ciclo de vida confirma que, como esperado, as empresas com resultados negativos estão nas fases de nascimento ou de declínio<sup>131</sup>. É digno de nota que, mesmo assim, paguem dividendos. No caso das empresas numa fase de declínio, com pagamento de dividendos em anos de resultado negativo, pode dever-se ao interesse em manter o nível habitual de pagamento de dividendos. Em termos das empresas da situação 2, estas pagam maiores montantes de dividendos relativos, em média, nas fases de crescimento acelerado e de nascimento (seguidas de perto pela fase de maturidade) e menores na fase de declínio (quadro 9.18).

Quadro 9.18 –*Payout* por fase do ciclo de vida

<i>Fase do ciclo de vida</i>	<i>Situação 1</i>		<i>Situação 2</i>		<i>Situação 3</i>	
	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>
Nascimento	-0,729	1,789	0,317	0,156	2,748	2,984
Crescimento acelerado	0	0	0,322	0,190	1,922	1,033
Crescimento moderado	n.a.	n.a.	0,240	0,105	3,317	n.a.
Maturidade	0	0	0,275	0,053	n.a.	n.a.
Declínio	-0,018	0,058	0,228	0,117	n.a.	n.a.

### 9.3.2 Assimetria, achatamento e associação

<sup>131</sup> Não existe nenhuma empresa da situação 1 na fase de crescimento moderado e há apenas 1 em cada uma das fases de crescimento acelerado e maturidade.

Os valores das estatísticas de assimetria e achatamento das empresas dinamarquesas e finlandesas apresentam-se no apêndice III. Para as empresas da situação 1 os valores da assimetria e da curtose são especialmente elevados para as distribuições das variáveis *Payout*, Crescimento dos resultados, Resultados futuros e *dividend payout* 95. As empresas da situação 2 apresentam distribuições com valores da assimetria e da curtose já mais baixos, em especial o relativo à variável dependente, e com exceção para o Crescimento dos resultados e Resultados futuros. As distribuições na situação 3 apresentam os valores a seguir descritos, que apesar de estarem mais próximos dos valores normais, não são muito importantes uma vez que representam apenas 6 empresas o que portanto torna problemática a inferência.

Também no apêndice III são apresentadas as matrizes de correlação das variáveis contínuas (financeiras) em relação às observações relativas às empresas dinamarquesas e finlandesas por tipo de situação. A variável dependente não apresenta qualquer correlação significativa nas situações 1 e 2 e, apenas, com a variável Resultados futuros na situação 3.

A associação entre a variável dependente e as variáveis relativas às fases do ciclo de vida organizacional das empresas dinamarquesas e finlandesas é evidenciada no quadro 9.19 e mostra também a pouca relação entre as mesmas.

9.19 – Medidas de associação entre o *Payout* e as fases do ciclo de vida

<b>Tipo de situação</b>	<b><i>Eta</i></b>	<b><i>Eta squared</i></b>
Situação 1:		
Nascimento	0,357	0,127
Crescimento acelerado	0,064	0,004
Crescimento moderado	n.a.	n.a.
Maturidade	0,08	0,006
Declínio	0,22	0,048
Situação 2:		
Nascimento	0,174	0,030
Crescimento acelerado	0,115	0,013
Crescimento moderado	0,102	0,010
Maturidade	0,016	0
Declínio	0,226	0,051
Situação 3:		
Nascimento	0,098	0,010
Crescimento acelerado	0,248	0,061
Crescimento moderado	0,182	0,033
Maturidade	n.a.	n.a.
Declínio	n.a.	n.a.

Apresenta-se de seguida a representação gráfica da variável dependente, da variável endividamento e da variável Resultados futuros na amostra de empresas dinamarquesas e finlandesas que se encontram na situação 2.

Gráfico 9.9 – Histograma da variável dependente (situação 2)

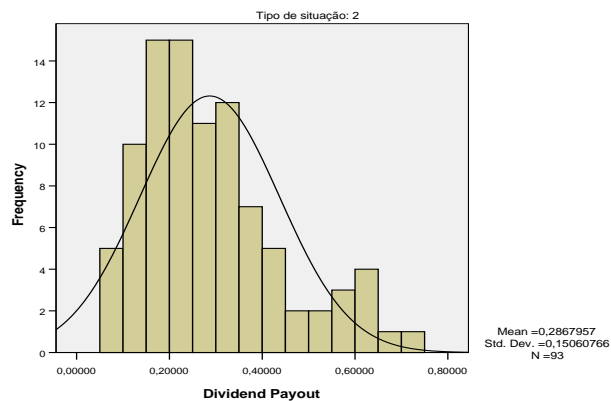


Gráfico 9.10 – Histograma da variável Endividamento transformada para a situação 2

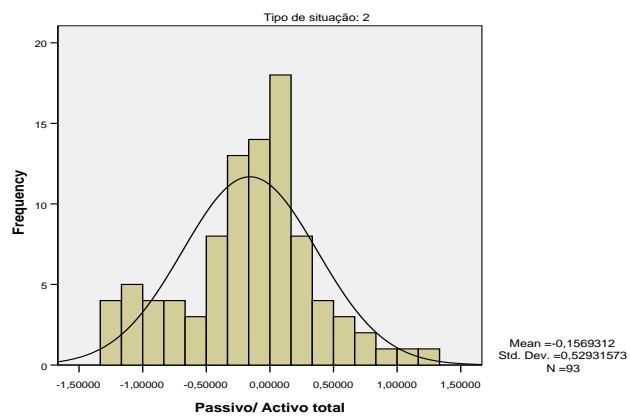
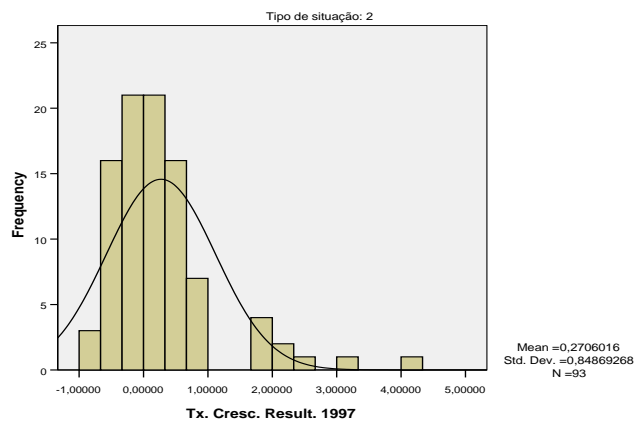


Gráfico 9.11 – Histograma da variável Resultados futuros (situação 2)



## 9.4 Amostra de empresas Italianas

As empresas italianas somam 135 e encontram-se em maior número na fase de nascimento, seguida da de declínio. Tal como as empresas dinamarquesas e finlandesas, também aqui existem poucas empresas maduras. As empresas da situação 2 encontram-se em grande maioria, enquanto que as da situação 3, por exemplo, estão longe de representarem 10% do total da amostra.

Quadro 9.20 – Empresas italianas por situação e fase do ciclo de vida

<i>Tipo de situação</i>				
<i>Fase do ciclo</i>	<i>Situação 1</i>	<i>Situação 2</i>	<i>Situação 3</i>	<i>Total</i>
Nascimento	9	40	2	51
Crescimento acelerado	9	16	4	29
Crescimento moderado	4	9	0	13
Maturidade	3	4	1	8
Declínio	23	8	3	34
Total	48	77	10	135

sendo:

Situação 1 – Resultados negativos ou dividendos nulos ( $payout \leq 0$ )

Situação 2 –  $Payout$  entre 0 e 1

Situação 3 –  $Payout \geq 1$

#### 9.4.1 Tendência central e dispersão

As empresas italianas da situação 1 apresentam, em média, taxas negativas de rendibilidade, de crescimento dos resultados presentes e futuros e de crescimento das vendas, assim como um nível de investimento próximo do zero. A maior dispersão é verificada, em primeiro lugar, na taxa de crescimento das vendas seguida da taxa de crescimento dos resultados.

Quadro 9.21 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o *payout* é  $\leq 0$  (n = 48)

Variáveis	Média	Mediana	Desvio-padrão
- <i>Dividend Payout</i>	-0,098	0	0,542
- Rendibilidade	-0,032	-0,013	0,086
- Dimensão	5,854	5,591	0,884
- Risco	0,146	0,090	0,159
- Investidores	3,442	3,405	0,740
- Crescimento dos resultados	-0,016	-0,020	10,588
- Investimento	-0,030	0,417	0,071
Taxa de crescimento do Activo	0,006	0,020	0,141
- Endividamento	0,673	0,662	0,226
- Crescimento das vendas	1,981	1,986	0,214
Taxa de crescimento das vendas	-1,333	2,056	18,332
- Resultados futuros	-0,523	0,352	5,343
- <i>Dividend 95</i>	-0,010	-0,014	0,101

As empresas italianas na situação 2 apresentam, em média, um nível de dividendos muito próximo do observado nas empresas inglesas e alemãs, ao contrário do valor

relativo ao *dividend payout* de 1995, que apresenta um valor médio de 3,3%. Os valores médios de outras variáveis como a taxa de crescimento das vendas ou a taxa de crescimento do Activo é muito inferior aos valores de empresas da mesma situação e de outras amostras, como a inglesa, por exemplo. A variável Resultados futuros apresenta um valor médio negativo.

Quadro 9.22 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o *payout* é entre 0 e 1 (n = 77)

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
- <i>Dividend Payout</i>	0,448	0,417	0,217
- Rendibilidade	0,030	0,025	0,055
- Dimensão	6,216	6,185	0,896
- Risco	0,123	0,076	0,171
- Investidores	3,596	3,625	0,842
- Crescimento dos resultados	0,138	0,012	0,409
- Investimento	0,019	0,088	0,055
Taxa de crescimento do Activo	0,009	-0,009	0,149
- Endividamento	0,648	0,646	0,233
- Crescimento das vendas	2,006	2,009	0,082
Taxa de crescimento das vendas	1,547	0,093	24,900
- Resultados futuros	-0,503	0,093	3,304
- <i>Dividend 95</i>	0,033	0,020	0,047

As empresas da situação 3 apresentam um nível de dividendos médio, e mesmo mediano, muito elevado (3,279) apesar da rendibilidade e da taxa de crescimento dos resultados serem negativas. Os indicadores relativos aos investidores, ao risco e à dimensão, são inferiores aos das situações anteriores. De notar que se observa um

crescimento dos resultados no ano seguinte muito elevado (4,766) talvez justificando o elevado nível de resultados distribuídos no exercício.

Quadro 9.23 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o *payout* é  $\geq 1$  (n = 10)

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
- <i>Dividend Payout</i>	3,279	1,741	4,529
- Rendibilidade	-0,004	-0,003	0,027
- Dimensão	5,508	5,330	0,742
- Risco	0,092	0,088	0,059
- Investidores	3,329	3,184	0,671
- Crescimento dos resultados	-0,392	0,015	0,757
- Investimento	0,007	-0,545	0,031
Taxa de crescimento do Activo	0,060	0,040	0,129
- Endividamento	0,490	0,493	0,101
- Crescimento das vendas	2,027	2,011	0,068
Taxa de crescimento das vendas	2,875	-1,294	17,748
- Resultados futuros	4,766	1,843	8,043
- <i>Dividend 95</i>	0,016	0,008	0,027

Em relação ao *payout* por fase do ciclo de vida, as empresas da situação 2 apresentam valores muito semelhantes mas, mesmo assim, superiores para a fase de crescimento acelerado seguida da fase de maturidade. De realçar o valor médio muito elevado dos dividendos das empresas da situação 3 na fase de nascimento, facto que deve estar associado ao valor elevado do desvio padrão dos mesmos.

Quadro 9.24 –*Payout* por fase do ciclo de vida

<i>Fase do ciclo de vida</i>	<i>Situação 1</i>		<i>Situação 2</i>		<i>Situação 3</i>	
	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>
Nascimento	0	0	0,434	0,211	9,091	9,856
Crescimento acelerado	0	0	0,497	0,269	1,856	0,884
Crescimento moderado	0	0	0,443	0,169	n.a.	n.a.
Maturidade	-0,094	0,163	0,477	0,160	1,295	n.a.
Declínio	-0,192	0,780	0,411	0,241	1,962	0,397

#### 9.4.2 Assimetria, achatamento e associação

As medidas de assimetria e curtose para as empresas italianas são apresentados no apêndice IV. Relativamente aos valores para as empresas da situação 1, a curtose é especialmente elevada nas variáveis *Payout*, Resultados futuros, *Dividend 95*, Crescimento das vendas e Crescimento dos resultados. Para as variáveis da situação 2 e 3, é de salientar que a curtose, bem como a assimetria, são no 1º caso bastante elevadas para as variáveis Risco e Resultados futuros. No segundo caso os valores de assimetria e curtose mais elevados respeitam à variável a explicar.

A associação entre variáveis, no caso das empresas italianas, apresenta-se nos quadros IV.4, IV.5 e IV.6 do apêndice IV. Na 1ª situação, a variável dependente apresenta forte correlação com o crescimento dos resultados no ano seguinte. Relativamente às empresas da situação 2, a variável a explicar apresenta correlação significativa com as variáveis: crescimento dos resultados (0,01) e investimento (0,05). No referente à

situação 3, o *payout* apresenta uma forte correlação (0,01) com a variável Resultados futuros e correlação significativa (0,05) com a variável Investimento.

A variável dependente por fase do ciclo de vida mostra uma associação especialmente forte na situação 3, nomeadamente, com a fase de nascimento. De notar que as empresas nesta situação são apenas 10 e estão maioritariamente nessa fase do ciclo de vida.

#### 9.25 – Medidas de associação entre o *Payout* e as fases do ciclo de vida

<b>Tipo de situação</b>	<b><i>Eta</i></b>	<b><i>Eta squared</i></b>
Situação 1:		
Nascimento	0,087	0,008
Crescimento acelerado	0,087	0,008
Crescimento moderado	0,055	0,003
Maturidade	0,002	0,00
Declínio	0,168	0,028
Situação 2:		
Nascimento	0,066	0,004
Crescimento acelerado	0,116	0,013
Crescimento moderado	0,009	0
Maturidade	0,031	0,001
Declínio	0,059	0,003
Situação 3:		
Nascimento	0,676	0,458
Crescimento acelerado	0,270	0,073
Crescimento moderado	n.a.	n.a.
Maturidade	0,154	0,024
Declínio	0,201	0,040

Apresentam-se também histogramas de frequências de variáveis como o *payout* e a taxa de crescimento dos resultados para as empresas da situação 2.

Gráfico 9.12 – Histograma do *Payout* (situação 2)

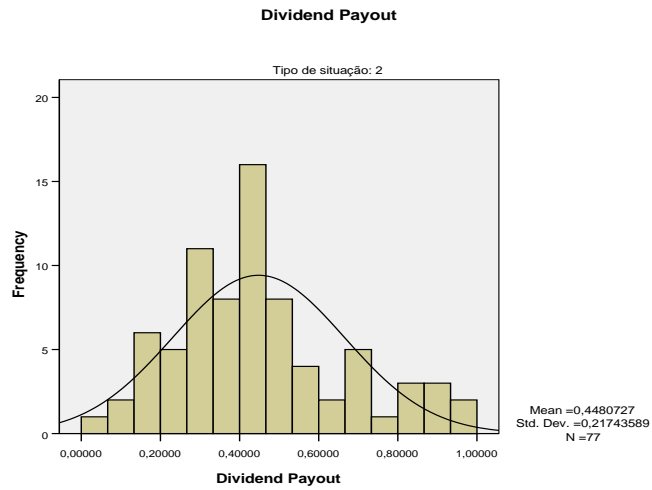
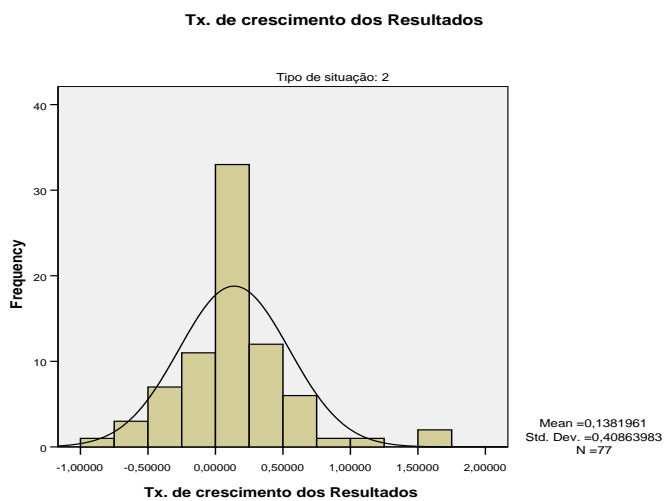


Gráfico 9.13 – Histograma para a variável Taxa de crescimento dos resultados (situação 2)



## 9.5 Amostra de empresas Suecas

A amostra de empresas suecas é composta por 111 casos, assim divididos por situação e por fases do ciclo de vida:

Quadro 9.26 – Empresas suecas por situação e fase do ciclo de vida

<i>Tipo de situação</i>				
<i>Fase do ciclo</i>	<i>Situação 1</i>	<i>Situação 2</i>	<i>Situação 3</i>	<i>Total</i>
Nascimento	5	25	2	32
Crescimento acelerado	2	14	0	16
Crescimento moderado	1	6	0	7
Maturidade	0	7	2	9
Declínio	16	26	5	47
Total	24	78	9	111

sendo:

Situação 1 – Resultados negativos ou dividendos nulos ( $payout \leq 0$ )

Situação 2 –  $Payout$  entre 0 e 1

Situação 3 –  $Payout \geq 1$

Também nesta amostra as empresas se situam em maior número na fase de declínio, seguida da fase de nascimento. Tal como, por exemplo, a Alemanha, são as fases de crescimento moderado e de maturidade que apresentam menor número de empresas.

### 9.5.1 Tendência central e de dispersão

As medidas de tendência central e de dispersão das empresas suecas são apresentadas de seguida. A variável a explicar é, na situação 1, em média, negativa, mas com dispersão elevada. A rendibilidade, o risco, os investidores, o crescimento dos resultados no futuro, por exemplo, são variáveis que apresentam um valor médio muito baixo.

Quadro 9.27 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o *payout* é  $\leq 0$  (n = 24)

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
- <i>Dividend Payout</i>	-1,620	0	7,428
- Rendibilidade	0,002	-0,004	0,043
- Dimensão	5,402	5,496	0,683
- Risco	0,177	0,174	0,109
- Investidores	3,333	3,827	1,362
- Crescimento dos resultados	0,101	0,339	2,764
- Investimento	0,033	0,000	0,165
Taxa de crescimento do Activo	0,127	0,008	0,398
- Endividamento	0,658	0,753	0,234
- Crescimento das vendas	1,981	1,991	0,127
Taxa de crescimento das vendas	-1,854	-4,426	18,399
- Resultados futuros	-0,395	0,557	7,282
- <i>Dividend 95</i>	0,110	0	0,263

O valor médio do *payout* das empresas da situação 2 é o segundo menor da amostra, a seguir ao das empresas dinamarquesas e finlandesas que apresentam os menores níveis de resultados distribuídos. O crescimento de resultados é a variável que apresenta maior dispersão<sup>132</sup>. O valor médio da taxa de crescimento das vendas é negativo, tal como na situação 1, possivelmente devido ao impacto do grande número de empresas da amostra que se encontram em declínio.

Quadro 9.28 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o *payout* é entre 0 e 1 (n = 78)

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
- <i>Dividend Payout</i>	0,350	0,314	0,201
- Rendibilidade	0,079	0,071	0,057
- Dimensão	5,756	5,679	0,741
- Risco	0,118	0,082	0,113
- Investidores	3,732	3,917	1,106
- Crescimento dos resultados	1,572	0,044	10,797
- Investimento	0,015	0,010	0,059
Taxa de crescimento do Activo	0,043	0,006	0,313
- Endividamento	0,547	0,577	0,157
- Crescimento das vendas	1,995	1,983	0,076
Taxa de crescimento das vendas	-0,484	-3,571	26,313
- Resultados futuros	0,110	0,005	0,824
- <i>Dividend 95</i>	0,156	0,233	0,849

<sup>132</sup> Uma vez que a taxa de crescimento das vendas não aparece como variável no estudo mas o crescimento das vendas, ou seja, a transformação dessa variável base, conforme foi definido no capítulo anterior.

As empresas da situação 3 caracterizam-se por apresentarem valores da variável dependente superiores à unidade. No entanto, a rendibilidade destas é inferior, em média, às da situação 2. Os resultados futuros são, no entanto, muito superiores, e o investimento pequeno ou negativo, factos que poderão explicar o nível dos dividendos. O crescimento dos resultados é em termos médios e medianos, neste ano, negativo. Os resultados futuros são também a variável que apresenta, nesta sub-amostra, maior dispersão.

Quadro 9.29 – Indicadores de tendência central e de dispersão para as empresas em que o *payout* é  $\geq 1$  (n = 9)

<b>Variáveis</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio-padrão</b>
- <i>Dividend Payout</i>	2,089	1,326	1,545
- Rendibilidade	0,043	0,039	0,042
- Dimensão	5,126	5,005	0,556
- Risco	0,279	0,157	0,306
- Investidores	3,086	3,281	1,209
- Crescimento dos resultados	-0,733	-0,763	0,146
- Investimento	-0,082	-0,044	0,142
Taxa de crescimento do Activo	0,008	-0,014	0,155
- Endividamento	0,568	0,556	0,145
- Crescimento das vendas	1,911	1,961	0,212
Taxa de crescimento das vendas	2,044	-6,164	26,817
- Resultados futuros	2,106	1,502	4,925
- <i>Dividend 95</i>	0,443	0,246	0,495

Por fase do ciclo de vida (quadro 9.30), as empresas suecas da situação 2 apresentam um menor nível de dividendos na fase de nascimento. Em relação aos maiores *payout*, é a fase de crescimento acelerado que apresenta maior valor médio, seguida da de declínio, de crescimento moderado e de maturidade, todas muito perto dos valores anteriores. Relativamente às situações 1 e 3 é de salientar, no primeiro caso, o valor muito negativo do *payout* das empresas em fase de nascimento e, no segundo caso, o valor muito positivo das empresas em fase de declínio.

Quadro 9.30 –*Payout* por fase do ciclo de vida

<i>Fase do ciclo de vida</i>	<i>Situação 1</i>		<i>Situação 2</i>		<i>Situação 3</i>	
	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio padrão</i>
Nascimento	-7,366	16,266	0,283	0,174	1,230	0,136
Crescimento acelerado	0	0	0,409	0,219	n.a.	n.a.
Crescimento moderado	0	n.a.	0,371	0,193	n.a.	n.a.
Maturidade	n.a.	n.a.	0,355	0,197	1,439	0,437
Declínio	-0,128	0,379	0,376	0,215	2,693	1,920

### 9.5.2 Assimetria, achatamento e associação

As medidas de assimetria e achatamento das variáveis relativamente às das empresas suecas são as dos quadros V.1, V.2 e V.3 do apêndice V. Estes valores mostram, em especial, valores elevados da curtose, nomeadamente, no caso das variáveis *payout* e resultados futuros<sup>133</sup> para as empresas da situação 1. Na situação 2, há duas variáveis que apresentam curtoses excessivas – o crescimento dos resultados e o *dividend payout* de 1995. Também são estas as variáveis que apresentam valores mais elevados no que respeita à assimetria das distribuições.

Os coeficientes de associação entre as variáveis, para a amostra de empresas suecas, são apresentados, também, no apêndice V através das matrizes de correlação das variáveis por situação do nível dos dividendos das empresas. Em relação às situações 1 e 2, a variável dependente não apresenta correlação significativa com nenhuma outra variável e algumas destas apresentam alguma associação entre si. No que se refere à situação 3, a variável *payout* apresenta correlação significativa ao nível 0,05 com as variáveis investimento, endividamento e crescimento das vendas.

A associação entre a variável dependente e as fases do ciclo de vida, variáveis binárias, no caso das empresas suecas, é apresentada no quadro seguinte. Esta associação, tal como acontece em relação aos valores dos outros países já apresentados, não parece ser muito significativa.

---

<sup>133</sup> Também aqui conseguiu-se, com a transformação da variável relativa ao crescimento do Activo (investimento) melhores valores quer da *Skewness*, quer da *Kurtosis*.

9.31 – Medidas de associação entre o *Payout* e as fases do ciclo de vida

<b>Tipo de situação</b>	<b><i>Eta</i></b>	<b><i>Eta squared</i></b>
Situação 1:		
Nascimento	0,405	0,164
Crescimento acelerado	0,067	0,005
Crescimento moderado	0,046	0,002
Maturidade	n.a.	n.a.
Declínio	0,290	0,084
Situação 2:		
Nascimento	0,231	0,053
Crescimento acelerado	0,140	0,020
Crescimento moderado	0,031	0,001
Maturidade	0,008	0
Declínio	0,092	0,008
Situação 3:		
Nascimento	0,315	0,099
Crescimento acelerado	n.a.	n.a.
Crescimento moderado	n.a.	n.a.
Maturidade	0,239	0,057
Declínio	0,463	0,215

De seguida apresentam-se as distribuições de frequências da variável dependente e desta após a transformação, da rendibilidade e do endividamento, todos para a situação 2.

Gráfico 9.14 – Histograma da variável dependente (situação 2)

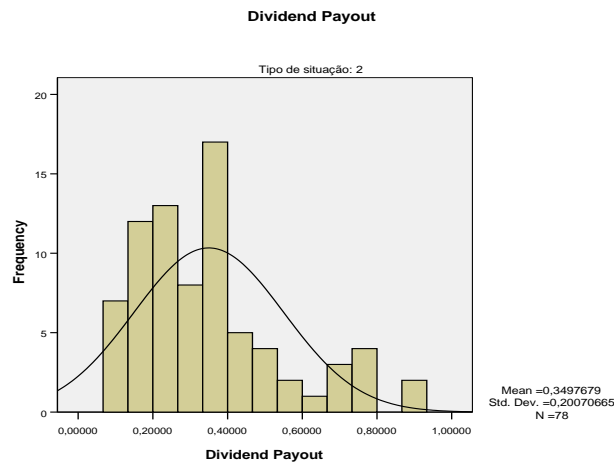


Gráfico 9.15 – Histograma da variável dependente transformada para a situação 2

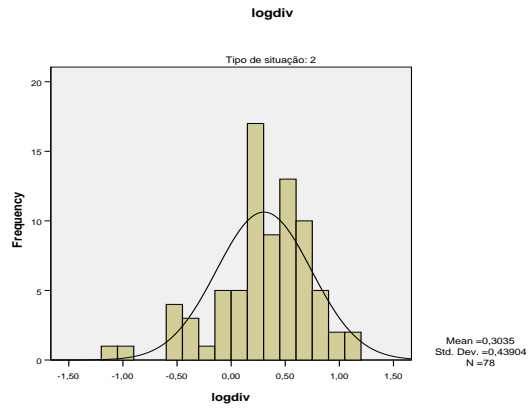
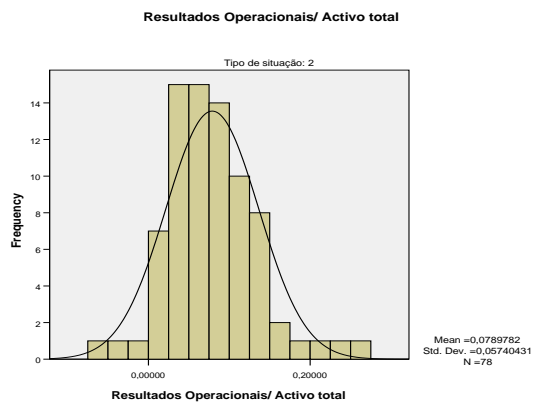


Gráfico 9.16 – Histograma da variável Rendibilidade para a situação 2

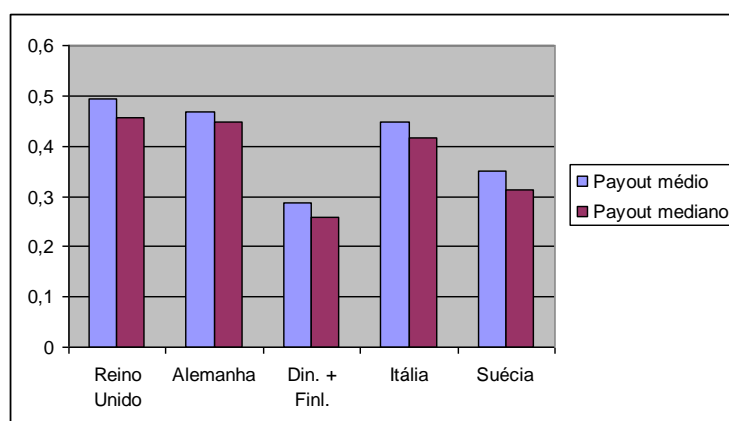


## 9.6 – Comparação entre os dados das diferentes amostras

Salvo em casos pontuais, as amostras não evidenciam grande concordância entre o *payout* e o ciclo de vida empresarial, tal como reflectido pelo padrão do crescimento das vendas. Em vários casos, a distribuição de dividendos parece ser generosa em fases como as de declínio e de crescimento acelerado, onde era suposto ser fraca.

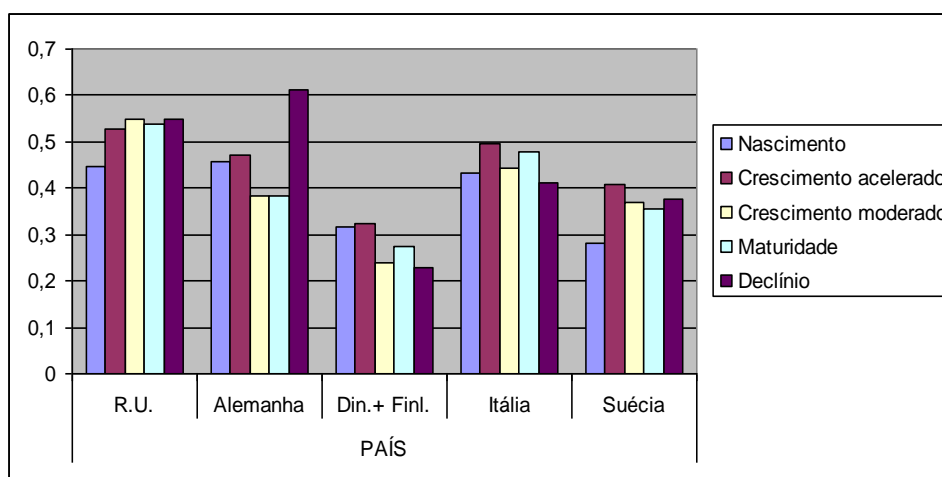
Conforme se pode observar no gráfico 9.17 o *payout* das empresas na situação 2 apresenta valores superiores no Reino Unido, seguido da Alemanha e da Itália. As empresas dinamarquesas, finlandesas e suecas são as que apresentam os dividendos mais baixos, contrariamente ao que se previa com base nos trabalhos apresentados no capítulo 7.

Gráfico 9.17 – *Payout* médio e mediano para os diversos países



Os valores do *payout* médio por fase do ciclo de vida e por país, para as empresas da situação 2<sup>134</sup>, são apresentados abaixo no gráfico 9.18. No que se refere ao ciclo de vida das empresas, pode-se notar a relativa semelhança de valores do *payout* entre as diversas fases e a não existência de valores claramente mais elevados dos dividendos nas fases de maturidade e/ou declínio empresarial.

Gráfico 9.18 - *Payout* por fase do ciclo de vida para as empresas na situação 2



A descrição das amostras mostra também que na situação 2 a variável dependente e a maioria das variáveis independentes podem ser usadas em modelos paramétricos, uma vez que não estão demasiado afastadas da normalidade. Por contraste, as situações 1 e 3 apresentam variáveis com comportamentos já bastante mais problemáticos no que respeita á sua modelação.

<sup>134</sup> As empresas das situações 1 e 3 são em número reduzido e não justificam a sua inserção neste ponto.

## CAPÍTULO 10 – TESTE DE HIPÓTESES

---

Depois de desenvolvida a metodologia e caracterizada cada uma das amostras, este capítulo apresenta os modelos através dos quais são testadas as hipóteses do estudo e discute as conclusões do trabalho empírico efectuado.

Pretende-se, em primeiro lugar, construir o melhor modelo explicativo do *payout* para os seguintes países: Reino Unido, Alemanha, Dinamarca e Finlândia, conjuntamente, Itália e Suécia. Com base nesses modelos poder-se-á concluir sobre a significância das variáveis explicativas propostas, tanto as financeiras e do ciclo de vida empresarial, como os efeitos cruzados entre as anteriores.

São feitos modelos separados por país e por situação da empresa, ou seja, empresas com *payout* negativo ou nulo, empresas cujo *payout* é maior que zero mas menor que a unidade e empresas cujos dividendos são iguais ou superiores aos resultados obtidos. A tese pretende privilegiar a situação 2, aquela onde as características da variável dependente melhor se adequam às ferramentas de modelação usadas. Aliás, por falta de observações em número significativo em comparação com o número de variáveis,

não é possível encontrar o melhor modelo para as situações 1 e 3 em quase todos os países.

Dado que existem diferenças muito claras entre os países observados no que respeita aos factores explicativos do *payout*, o que torna as comparações praticamente impossíveis de efectuar, tenta-se, em segundo lugar, com base no total das observações dos 6 países envolvidos, encontrar um único modelo e identificar assim as regularidades subjacentes e fazer as comparações possíveis entre empresas de nacionalidades diferentes. Com base num modelo em duas fases, utilizando apenas as observações das empresas que detêm um *payout* entre zero e a unidade (517 observações), o estudo consegue assim isolar as variáveis que explicam o nível de dividendos da amostra.

Por último, apresenta-se a discussão dos resultados, ou seja, as conclusões retiradas deste trabalho empírico e que servem para confirmar ou rejeitar as hipóteses enunciadas no capítulo 8. Tais hipóteses procuram elucidar em que medida o *payout* é influenciado pelo ciclo de vida e por outras hipóteses da teoria financeira e também verificar em que medida estes resultados vão ao encontro dos estudos sobre dividendos de empresas europeias (capítulo 7).

## 10.1 Os melhores resultados por país

A partir dos dados das amostras por país calcularam-se as variáveis em estudo: a variável dependente (o *payout* de 1996) e todas as variáveis independentes, tanto as de carácter financeiro (rendibilidade, dimensão, risco, investidores, crescimento dos resultados, investimento, endividamento, crescimento das vendas, resultados futuros e *dividend* 95), as binárias ou *dummy* (obtidas a partir das taxas de crescimento das vendas das empresas entre 1991 e 1997) e as destinadas a medir efeitos cruzados, ou seja, as que cruzam a informação financeira com a fase do ciclo de vida da empresa (ver quadro 8.1).

Tentou-se então obter o modelo com maior poder explicativo do *payout* para cada um dos países separadamente – empresas alemãs, dinamarquesas e finlandesas, italianas, inglesas e suecas – e sem configurar, à partida, os modelos para incluírem interpretações possíveis para os resultados obtidos. Através de sucessivas tentativas, encontrou-se o melhor modelo explicativo com base na significância das variáveis, nos coeficientes de determinação, na normalidade e homocedasticidade dos resíduos (apêndices VI, VII, VIII, IX e X).

Os modelos pertencem sempre a uma das 3 situações possíveis já apresentadas<sup>135</sup>, sendo que em vários casos não existem observações em número suficiente nas situações 1 e 3.

No quadro 10.1 são apresentados esses resultados por país e por situação. Só são referidas as variáveis que apresentam significância estatística (poder explicativo do *payout*) e estas são apresentadas por ordem decrescente de significância. O sinal do respectivo coeficiente aparece logo à frente da designação de cada variável. A variabilidade explicada pelo modelo refere-se apenas à lista das variáveis com poder explicativo.

Todos os modelos a seguir referidos apresentam significância estatística, com a exceção da situação 3 na Alemanha (significância = 0,011) e na Suécia (significância = 0,016), todos os restantes modelos apresentam um nível de significância superior à milésima.

---

<sup>135</sup> Assim, a situação 1 inclui empresas com o valor do *payout* nulo ou negativo (este último, casos em que os resultados empresariais são negativos), a situação 2 inclui as empresas que apresentam valores para este rácio entre 0 e 1 (casos mais frequentes) e a situação 3 respeita a empresas que mostram uma distribuição de dividendos no exercício superior ao montante dos dividendos.

Quadro 10.1 - Os melhores modelos / variáveis explicativas do *payout*

País	Situação 1	Situação 2	Situação 3
<b>Reino Unido</b>		F2 Dividend95 + Crescimento acelerado – F2 Crescimento RL – F1 Dividend95 + F1 Investidores - Crescimento RL – Endividamento – F3 Rendibilidade – Crescimento moderado + F1 Risco –	F3 Resultados 1997 - Resultados 1997 + F2 Investimento - F4 Resultados 1997 -
$R^2$		0,556	0,992
<b>Alemanha</b>	Rendibilidade + Investimento + Risco – F4 Investidores + F1 Rendibilidade - F1 Dimensão - F3 Rendibilidade -	Crescimento RL + Dividend95 - F1 Crescimento RL +	Resultados 1997 +
$R^2$	0,920	0,616	0,578
<b>Dinamarca/ Finlândia</b>		F2 Rendibilidade + F2 Crescimento RL - F1 Crescimento vendas + F2 Risco + F2 Investidores - F1 Risco –	
$R^2$		0,304	
<b>Itália</b>		s/ constante Crescimento RL – F1 Investimento - Crescimento vendas + F2 Resultados 1997 +	
$R^2$		0,877	
<b>Suécia</b>		F1 Rendibilidade + F1 Crescimento RL + F2 Investimento – F1 Risco - F4 Crescimento RL +	Crescimento vendas -
$R^2$		0,277	0,590

Sendo:

RL – resultados líquidos

Dividend95 – *Dividend payout* relativo a 1995 (ano anterior) e

F1, F2, F3 e F4 – fase 1 (nascimento), fase2 (crescimento acelerado), fase 3 (crescimento moderado) e fase 4 (maturidade).

Estes resultados referem-se, como vimos, aos modelos que melhor explicam o *payout* por país e para o ano de 1996. Porém, estes modelos não são susceptíveis de fácil interpretação devido à grande diferença observada entre os países. De salientar, porém, que estes modelos “óptimos” são importantes na medida em que mostram a capacidade dos *payouts* serem explicados, e bem explicados, pois os  $R^2$  obtidos são claramente superiores aos da literatura, excepto talvez no caso da Suécia ( $R^2 = 0,277$ ).

A situação 2 (*payout* entre 0 e 1), é a mais importante, a mais frequente e também a que apresenta melhores resultados. Se por exemplo na Itália, no Reino Unido e na Alemanha, as variáveis contínuas (financeiras) têm algum impacto, verifica-se nas empresas dinamarquesas, finlandesas e suecas que essas variáveis não são importantes do ponto de vista explicativo. O crescimento dos resultados líquidos é a única variável comum aos 3 países e mesmo assim, na Itália está associada a um coeficiente negativo de -0,264, no Reino Unido de -0,037 e na Alemanha de 0,178. Outras variáveis contínuas explicativas são, no caso das empresas italianas, o crescimento das vendas (coeficiente 0,249), o endividamento nas empresas inglesas (coeficiente de -0,172) e o *payout* do ano anterior (1995) no caso das empresas alemãs (coeficiente de -0,906).

Em termos do ciclo de vida das empresas, verifica-se que as variáveis binárias que medem cada uma das fases do ciclo de vida conforme apresentado no capítulo 6, não têm impacto, por si só, na determinação do nível dos dividendos pago. Apenas nas

regressões relativas às observações das empresas da situação 2 pertencentes ao Reino Unido entram 2 variáveis do ciclo de vida: fase 2, associada a um coeficiente negativo e a fase 3, associada a um coeficiente positivo.

No entanto, as fases do ciclo de vida empresarial parecem ter algum impacto se conjugadas com outras características financeiras, como mostram as variáveis de efeitos cruzados. Ficou patente, entre outros: (1) a associação negativa entre o *payout* e o investimento na fase de nascimento ou a relação positiva com o crescimento dos resultados no ano seguinte na fase de crescimento acelerado das empresas italianas (2) a associação positiva entre o *payout* e o nível dos dividendos do ano anterior nas fases de nascimento e crescimento acelerado das empresas inglesas, assim como a relação negativa desses com o risco (variabilidade das vendas) ou com o número de investidores nas empresas em fase de nascimento; (3) nas empresas alemãs encontra-se uma relação positiva entre os dividendos e o crescimento dos Resultados Líquidos das empresas em fase de nascimento (ou seja, esta relação é maior nesta fase, uma vez que a variável relativa ao crescimento dos resultados líquidos já apresentava uma associação positiva); (4) nas empresas dinamarquesas e finlandesas as variáveis para medir efeitos cruzados são as únicas com poder explicativo e destas apenas algumas relativas às fases de nascimento e crescimento acelerado, ou seja, se por exemplo, a variável risco tem uma relação negativa com o nível dos dividendos na fase 1, ela apresenta uma relação positiva na 2ª fase ou (5) no modelo relativo às empresas suecas da situação 2 também só entram variáveis para efeitos cruzados que mostram uma relação positiva entre o crescimento dos resultados nas empresas em fase de nascimento e maturidade (mais forte nesta última) e os dividendos ou entre estes e o investimento (-5,402) nas empresas em fase de crescimento acelerado.

Os resultados apontam para o cálculo do *payout* esperado ( $\hat{Y}$ ) através das seguintes fórmulas:

- Reino Unido: (10.1)

$$\hat{Y} = 0,663 - 0,172endivi - 0,037crescime - 0,322fase2 + 0,181fase3 + 0,601f2div95 - 0,355f2cresci - 0,303f1risco + 0,326f1div95 - 0,054f1invest - 1,998f3rendib$$

- Alemanha:

$$\hat{Y} = 0,417 + 0,178crescime - 0,906dividend95 + 0,344f1cresci$$
 (10.2)

- Dinamarca e Finlândia: (10.3)

$$\hat{Y} = 0,238 - 0,462f1risco + 0,07f1crescv + 1,653f2risco - 0,05f2invest - 0,176f2cresci + 2,581f2rendib$$

- Itália: (10.4)

$$\hat{Y} = 0,249crescven - 0,264crescime - 1,325f1invesm + 0,209f2futur$$

- Suécia: (10.5)

$$\hat{Y} = 0,277 + 0,131f1cresci + 2,533f1rendib - 1,199f1risco - 5,402f2invesm + 0,719f4cresci$$

Relativamente à situação 1, a única regressão que parece fazer algum sentido à luz da teoria (ver apêndice VII) é a das empresas alemãs e mostra uma relação positiva entre

o nível dos resultados distribuídos e o investimento ou a rentabilidade e negativa com o risco. Em termos das fases do ciclo de vida dir-se-ia que os dividendos serão inferiores nas fases 1 e 3 (relação negativa com a rentabilidade e a dimensão, no primeiro caso, e com a rentabilidade no segundo) e superiores na fase de maturidade, tanto maiores quanto maior o número de investidores. O termo constante é aqui um valor muito mais pequeno que nos casos anteriores. Assim, para as empresas alemãs seria:

(10.6)

$$\hat{Y} = 0,067 + 1,499invesm - 0,777risco + 2,399rendib - 2,351f1rendib - 0,013f1 - dim\ ens - 1,289f3rendib + 0,108f4invest$$

Em relação à situação 3, as regressões apresentadas respeitam a empresas alemãs, suecas e do Reino Unido. Para além de um termo constante muito superior ao das outras regressões, nos primeiro e terceiro casos, a relação é positiva com os resultados empresariais do ano seguinte e, no segundo, negativa com o crescimento das vendas. Em termos das empresas inglesas desta situação, observa-se também uma relação negativa entre os dividendos e o investimento, na fase 2, e os resultados do ano seguinte, nas empresas nas fases de crescimento moderado e maturidade.

- Reino Unido:

(10.7)

$$\hat{Y} = 1,247 + 0,564resfutur - 43,367f2invesm - 1,145f3futur - 0,228f4futur$$

- Alemanha:

$$\hat{Y} = 1,257 + 0,076resfutur \quad (10.8)$$

- Suécia:

$$\hat{Y} = 12,794 - 5,602crescven \quad (10.9)$$

## 10.2 Regressão em duas fases

Procurando agora, não tanto o modelo óptimo para cada país, mas mais as regularidades subjacentes e a necessária explicabilidade ou interpretabilidade dos resultados, aplica-se nesta segunda parte uma regressão em duas fases onde todos os casos são incluídos, independentemente do país. Neste caso são usadas apenas as empresas da situação 2 porque é esta a situação cujas regularidades mais interessa observar<sup>136</sup>.

Dadas as grandes variações observadas nas taxas de crescimento anual das vendas, realizou-se um estudo preliminar para testar a importância destas na caracterização da fase do ciclo de vida em que cada empresa se encontra. Assim, dividiu-se a amostra contendo todas as empresas dos 6 países incluídos na situação 2, em dois grupos. O

---

<sup>136</sup> Ver introdução do capítulo 8.

primeiro inclui as empresas que apresentam um baixo desvio padrão das vendas durante os 6 anos considerados. O segundo é constituído pelas empresas com elevado desvio padrão das vendas.

Conforme os valores apresentados no apêndice XI, os resultados obtidos para os dois grupos apenas diferem nos valores dos  $R^2$  obtidos, já que no caso das empresas com menor desvio padrão do crescimento das Vendas anuais este indicador tem um valor superior (0,513) às restantes (0,381). As fases do ciclo de vida também aqui não aparecem como explicativas do nível dos dividendos, com excepção de variáveis de efeitos cruzados com variáveis financeiras propostas. O desvio padrão dos resíduos estandardizados é muito semelhante nos dois casos o que salienta a homocedasticidade dos dados da amostra. As variáveis independentes com valor explicativo também não diferem de grupo para grupo, ou seja, variáveis como a rendibilidade, o crescimento dos resultados ou o *payout* do ano seguinte entram em ambas as regressões ou o coeficiente negativo associado a alguns países como a Dinamarca, a Finlândia e a Suécia.

Depois deste estudo preliminar, procedeu-se à regressão em duas fases. Primeiro, determinou-se qual dos dois grupos de variáveis tem maior poder explicativo: se são as variáveis contínuas (financeiras) ou se são as variáveis binárias (fases do ciclo de vida). As primeiras mostraram ter, claramente, maior poder explicativo que as segundas. O melhor modelo explicativo do *payout* contendo apenas variáveis financeiras é:

Quadro 10.2 – Primeira fase da regressão com todos os países

Coeficiente de determinação ( $R^2$ ) = 0,806		
Variáveis	Coeficiente	Significância
Rendibilidade	-0,603	0,00
Investimento	-0,003	0,00
Crescimento das vendas	0,221	0,00
<i>Dividend</i> 1995	0,023	0,00
Crescimento dos resultados	-0,019	0,04
Endividamento	0,045	0,05

O termo constante não é significativo uma vez que todas as variáveis, tanto as dependentes como o *payout* são rácios e portanto proporcionais. A regressão apresenta um bom poder explicativo. O  $R^2$  com termo constante é claramente inferior.

Existem duas razões habituais para um termo constante não ser significativo neste tipo de modelos, segundo Trigueiros (1995). A primeira é o uso de *dummies*, o qual, em alguns casos, pode absorver o efeito do termo constante; neste primeiro caso, o  $R^2$  não costuma ser muito afectado quando se retira esse termo da regressão. A segunda razão é a apresentada acima: os rácios, por definição, passam todos pela origem (caso contrário não são válidos). Neste caso, o valor do  $R^2$  pode diferir grandemente e o termo constante, se deixado na regressão, pode substituir-se indevidamente ao efeito

de certas variáveis. Um  $R^2$  de 80%, mesmo num modelo sem o termo constante, é um valor elevado.

As 6 variáveis financeiras significantes nesta primeira fase são uma base para tentar compreender o comportamento de cada país. De notar que a rendibilidade, o crescimento dos resultados e o investimento apresentam uma relação negativa com o *payout* e as variáveis endividamento, crescimento das vendas e *dividend* 95 têm uma relação positiva com o *payout* (apêndice XII).

Numa segunda fase, os resíduos desta primeira regressão foram usados como variável dependente. Como variáveis independentes, para além das variáveis *dummy* relativas à fase do ciclo de vida e às de efeitos cruzados, foram usadas as 5 outras relativas aos países de origem das empresas da amostra.

Com o uso destas variáveis cria-se uma diferenciação entre as empresas dos diversos países envolvidos. Os resultados desta segunda fase são apresentados no quadro 10.3. As variáveis aí enumeradas são as que apresentam significância estatística. O termo constante não é de novo significativo. O coeficiente de determinação ( $R^2$ ) não difere daquele que se observa quando o termo constante é incluído, conforme se pode ver no apêndice XIII.

As variáveis diferenciadoras de país que mostraram ser significativas foram a do Reino Unido, com um coeficiente positivo, a da Dinamarca / Finlândia e a da Suécia, com coeficientes negativos. A fase 1 (nascimento), associada a um coeficiente

positivo, parece ser a fase com maior poder explicativo dos dividendos relativamente a todas as outras.

Por fim, as variáveis de efeitos cruzados que mostraram ser significantes dizem respeito a condições financeiras diversas em especial nas fases 1 e 2 (nascimento e crescimento acelerado). As relações entre estas e a variável dependente são, no entanto, ora positivas, ora negativas. Por exemplo, no que respeita à fase de crescimento acelerado, o risco, o crescimento dos resultados e o endividamento apresentam uma relação negativa com o *payout*, enquanto que o investimento e o *dividend* 95 têm relação positiva com a variável a explicar. Os resultados desta segunda fase apresentam-se no quadro 10.3, a seguir.

Usando depois todas as variáveis que mostraram ser significantes nas duas fases anteriores, construiu-se uma terceira regressão linear múltipla para explicar o *payout* das empresas da amostra (ver apêndice XIV). Estes resultados apresentam-se no quadro 10.4. e 10.5. Este último mostra as variáveis das duas fases da regressão que entretanto perderam significância.

Quadro 10.3 – Segunda fase da regressão com os países e fases do ciclo de vida

<b>Coefficiente de determinação (<math>R^2</math>) = 0,307</b>		
<b>Variáveis</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Significância</b>
Reino Unido	0,081	0,000
Dinamarca / Finlândia	-0,112	0,000
Nascimento (fase 1)	1,109	0,000
Fase 1 crescimento das vendas	-0,463	0,000
Fase1 <i>dividend 95</i>	0,065	0,000
Fase2 risco	-1,209	0,000
Fase2 crescimento dos resultados	-0,266	0,000
Fase2 investimento	0,031	0,000
Fase2 endividamento	-0,110	0,000
Fase2 <i>dividend 95</i>	0,399	0,000
Fase1 investimento	-0,031	0,001
Suécia	-0,073	0,001
Fase3 investimento	0,002	0,008
Fase1 dimensão	-0,034	0,010
Fase1 crescimento dos resultados	-0,038	0,026

Quadro 10.4 – Resultados da regressão incluindo as duas fases: variáveis com significância

<b>Coefficiente de determinação (<math>R^2</math>) = 0,866</b>		
<b>Variáveis</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Significância</b>
Rendibilidade	-0,513	0,000
Dinamarca / Finlândia	-0,173	0,000
Suécia	-0,105	0,000
Nascimento (fase 1)	1,121	0,000
Crescimento das vendas	0,251	0,000
Fase2 risco	-1,299	0,000
Fase2 crescimento dos resultados	-0,241	0,000
Fase2 investimento	0,031	0,000
Fase2 <i>dividend 95</i>	0,380	0,000
Fase 1 crescimento das vendas	-0,475	0,000
Fase2 endividamento	-0,106	0,001
Fase1 investimento	-0,030	0,002
Crescimento dos resultados	-0,028	0,004
Fase1 <i>dividend 95</i>	0,065	0,008
Fase1 dimensão	-0,034	0,011
Reino Unido	0,048	0,045

Também aqui o termo constante não apresenta significância. O  $R^2$ , com o termo constante incluído, era igual a 0,371. A significância do modelo é elevada. As

variáveis investimento, endividamento, *dividend 95*, crescimento dos resultados na fase 1 e investimento na fase 3 deixam de ser significantes. O modelo sem estas variáveis apresenta o mesmo coeficiente de determinação e o termo constante continua não significativa.

As variáveis apresentadas no quadro 10.5 são as que, apesar de serem significantes nas duas fases, perderam a sua significância quando entraram as variáveis *dummy*. Os coeficientes e níveis assinalados são os que essas variáveis iriam assumir caso fizessem parte da regressão.

Quadro 10.5 – Variáveis da regressão em duas fases que perderam significância

Variáveis	Coeficiente	Significância
Investimento	-0,005	0,103
Fase1 crescimento dos resultados	-0,026	0,171
<i>Dividend 95</i>	0,021	0,215
Fase3 investimento	0,004	0,239
Endividamento	-0,006	0,817

De notar que o Investimento e o Financiamento, duas variáveis muito significantes na 1ª fase, perdem totalmente essa significância quando na presença das *dummy* do ciclo de vida. Este facto mostra como a informação nelas contida faz também parte dessas *dummy* e vice-versa.

Os resultados do modelo, já sem as variáveis que perderam a sua significância, permitem então diferenciar as equações da regressão para cada um dos países, nomeadamente, pelo valor da variável binária relativa ao país de origem que assume o valor da ordenada na origem, conforme apêndice XIV. O “Modelo explicativo do *payout*” para a Alemanha e Itália ficaria:

(10.10)

$$\hat{Y} = -0,520rendibil - 0,037crescime + 0,253crescven + 1,183fase1 - 0,037f1dim - 0,502f1crescv - 0,033f1invesm + 0,084f1div95 - 1,332f2risco - 0,231f2cresci - 0,110f2endivi + 0,026f2invesm + 0,397f2div95$$

Enquanto que para o Reino Unido ter-se-ia:

(10.11)

$$\hat{Y} = 0,049 - 0,520rendibil - 0,037crescime + 0,253crescven + 1,183fase1 - 0,037f1dim - 0,502f1crescv - 0,033f1invesm + 0,084f1div95 - 1,332f2risco - 0,231f2cresci - 0,110f2endivi + 0,026f2invesm + 0,397f2div95$$

E para a Dinamarca / Finlândia seria:

(10.12)

$$\hat{Y} = -0,176 - 0,520rendibil - 0,037crescime + 0,253crescven + 1,183fase1 - 0,037f1dim - 0,502f1crescv - 0,033f1invesm + 0,084f1div95 - 1,332f2risco - 0,231f2cresci - 0,110f2endivi + 0,026f2invesm + 0,397f2div95$$

E para a Suécia:

(10.13)

$$\hat{Y} = -0,107 - 0,520rendibil - 0,037crescime + 0,253crescven + 1,183fase1 - 0,037f1dim - 0,502f1crescv - 0,033f1invesm + 0,084f1div95 - 1,332f2risco - 0,231f2cresci - 0,110f2endivi + 0,026f2invesm + 0,397f2div95$$

O facto do Reino Unido, da Itália e da Alemanha não apresentarem grandes diferenças sugere que as empresas desses países têm um efeito preponderante e que as variáveis aceites pelo modelo contêm, elas próprias, informação específica desses modelos

Tentou-se ainda explicar o nível dos dividendos em 1997 (ano seguinte ao estudo) com base nos valores previstos por este modelo para o *payout* relativo a 1996. Conforme se pode observar no apêndice XV, os valores previstos da regressão para os dividendos de 1996, por sua vez, têm capacidade predictiva significativa com um  $R^2$  baixo, igual a 0,181 relativamente ao valor do *payout* de 1997.

### 10.3 Termo de comparação: regressão sem divisão em 3 situações

Por fim, fez-se uma regressão linear múltipla onde não se introduziu a divisão em 3 situações usada até aqui. No apêndice XVI pode-se ver os resultados dessa regressão, utilizando os resultados obtidos (em termos de variáveis da regressão em 2 fases para os dados da situação 2) agora aplicados a todas as empresas em conjunto. O  $R^2$  é

agora igual a 0,064 e muitas variáveis perderam a sua significância (à excepção das variáveis relativas ao crescimento das vendas e à Suécia).

No apêndice XVII apresenta-se o melhor modelo obtido ao tentar explicar o *payout* através das variáveis até aqui usadas e por mais uma *dummy* que assume o valor zero no caso de empresas que não pagam dividendos. Como se pode constatar, o poder explicativo é também muito baixo e os resíduos são de uma qualidade inaceitável. No entanto, é de salientar que a variável relativa aos valores do *payout* nulo tem uma significância muito elevada. Aliás, esta variável e a relativa à Suécia são as únicas que apresentam significância.

#### **10.4 Análise da qualidade dos modelos**

A significância estatística e mesmo o poder explicativo de um modelo não são suficientes para garantir a sua qualidade. Em situações onde os pressupostos subjacentes ao método dos mínimos quadrados são violados, os erros-padrão podem aumentar para valores que roubam verosimilhança ao modelo e aos coeficientes obtidos.

Em termos práticos, é costume proceder-se à análise dos resíduos de cada regressão com o fim de detectar casos influenciais, heteroscedasticidade ou não-linearidade. Na tese utilizou-se a distância de Cook para a primeira tarefa, o exame dos “ Normal

Probability Plots” para a segunda e o exame de simples “Scatter-plots” da variável dependente com cada uma das variáveis independentes para a última.

Não foram encontrados casos de não-linearidade. Foram encontrados casos claros de não-normalidade dos resíduos e de factores influenciáveis nas situações 1 e 3. Para as regressões da situação 2, pelo contrário, não se encontraram casos influenciáveis (distâncias de Cook inferiores a 0,1) e o exame dos “Normal Probability Plots” não pareceu denunciar situações inaceitáveis. Em anexo são apresentados os “plots” obtidos para as diversas regressões.

A análise da qualidade dos modelos veio pois reforçar a opção de separar a amostra segundo as três distintas situações que se verificam nos dados.

## **10.5 Discussão dos resultados**

Os resultados por país encontrados na primeira parte deste capítulo mostram diferenças significativas entre si. Tais diferenças são difíceis de interpretar e ilustram talvez o chamado “efeito país” nas diferentes políticas de dividendos, tal como descrito por Vieira e Raposo (2007a).

Os resultados apresentados na segunda parte deste capítulo, relativos a empresas de todos os países que se encontravam na situação 2, mostram claramente o efeito supletivo que as variáveis financeiras têm em relação às *dummy* do ciclo de vida e

mesmo, em alguns casos, do país. Por outras palavras, a regressão em duas fases demonstrou que a informação contida em muitas das variáveis *dummy* (do ciclo de vida, efeito país) pode ser também suprida pelas variáveis financeiras.

No que respeita às hipóteses do estudo, os resultados parecem não suportar as hipóteses 2, 3, 4 e 5 relativas ao ciclo de vida, onde se postulava que as empresas pagariam tanto mais dividendos quanto mais avançassem pelas diversas fases do ciclo de vida até à maturidade e que na fase de declínio as empresas tenderiam a diminuir o nível dos dividendos até deixarem de os pagar, como foi proposto por Grullon *et al.* (2002) com a *maturity hypothesis*. Os resultados, pelo contrário, mostram a fase de nascimento como aquela em que as empresas pagam mais dividendos<sup>137</sup>: a variável *dummy* relativa à fase 1 é a única a entrar na regressão, associada a um coeficiente positivo<sup>138</sup>.

Em relação à hipótese 1, que previa a influência do ciclo de vida organizacional na política empresarial de dividendos, pode-se também afirmar que esta não é suportada, uma vez que as fases, por si só, não explicam o *payout*. No entanto, quando estas estão em presença de determinadas condições, nomeadamente financeiras, já o explicam, pelo menos em parte, como evidenciam as variáveis que medem efeitos cruzados e que entraram nas regressões por país.

---

<sup>137</sup> Possivelmente porque a dimensão, o crescimento das vendas e o investimento nesta fase têm uma relação negativa com os dividendos, como mostram os coeficientes encontrados para estas variáveis de efeitos cruzados.

<sup>138</sup> De notar que em relação às regressões por países e relativamente ao Reino Unido, as variáveis relativas às fases de crescimento acelerado (fase 2) e crescimento moderado (fase 3) apresentam, em relação às empresas da situação 2, relações estatisticamente significativas, negativa e positiva respectivamente, com a variável a explicar.

A hipótese 6 relativa à rendibilidade também não é suportada, uma vez que se previa uma relação positiva desta com a variável dependente, hipótese apoiada nas teorias da agência e da informação assimétrica e da sinalização, enquanto que a relação encontrada, segundo os resultados da regressão em duas fases, é negativa. Eventualmente, a explicação poderá estar relacionada com o investimento efectuado, ou seja, maiores níveis de rendibilidade estão muitas vezes associados a maiores níveis de investimento e, assim, menores níveis de resultados distribuídos.

Relativamente às hipóteses 7, 8 e 9, associadas a relações positivas da dimensão e do número de investidores com os dividendos e negativa com a variabilidade das vendas (risco), também não são suportadas por não ter sido encontrada significância estatística para qualquer destas variáveis no melhor modelo encontrado. No entanto, alguns efeitos cruzados são significantes: a dimensão associada à primeira fase do ciclo de vida (nascimento) tem um efeito negativo nos dividendos, assim como o risco associado à fase 2 (crescimento acelerado).

O número de investidores é uma das variáveis mais usadas e aceites pelos diversos estudos relativos às políticas de dividendos das empresas europeias. Assim, Bancel *et al.* (2005) concluíram, de acordo com a teoria da agência, que os dividendos pagos pelas empresas da UE dependiam do nível de concentração dos investidores, tal como Renneboog e Trojanowski (2005) e Trojanowski (2004) o tinham concluído para as empresas inglesas ou Maury e Pajuste (2002) para as empresas finlandesas, por exemplo. No entanto, como já foi referido no capítulo 7, Khan (2006) encontrou uma relação não linear entre as duas variáveis e que depende, não só da concentração da

propriedade, mas também das características dos accionistas, com base no comportamento de empresas sedeadas no Reino Unido.

A associação entre o crescimento dos resultados no exercício e o *payout* é negativa ao contrário do que previa a hipótese 10, proposta pela teoria da sinalização e testada por Bachman e Thakor (2003), entre outros. Assim, esta variável (associada às fases 1 e 2 do ciclo de vida) tem um efeito negativo na distribuição de resultados por parte da empresa.

O crescimento dos resultados no ano seguinte (1997), que segundo a teoria da sinalização, teria uma relação positiva com os dividendos pagos no exercício, foi corroborada por trabalhos como o de Goergen, Renneboog e Silva (2005) mas não apresentou, neste estudo, poder explicativo significativo da variável dependente<sup>139</sup>.

As variáveis financeiras relativas ao investimento, endividamento, crescimento das vendas no exercício e nível dos dividendos do ano anterior (*dividend95*) mostraram ser estatisticamente significativas no modelo explicativo dos dividendos na amostra conjunta dos 6 países. No entanto, o endividamento e o crescimento das vendas apresentam neste trabalho uma relação positiva com o *payout*, contrariamente ao previsto nas hipóteses 13 e 14<sup>140</sup>. A relação negativa prevista entre os dividendos e estas duas variáveis baseia-se em trabalhos como de Agrawal e Jayaraman (1994), de DeAngelo e DeAngelo (2006), e de Rozeff (1982), entre outros.

---

<sup>139</sup> Em relação às empresas da situação 3, no entanto, o *payout* apresenta relação positiva, relativamente ao Reino Unido, com a variável Resultados futuros e, no caso da Alemanha, com o crescimento dos resultados.

<sup>140</sup> Nos resultados relativos às empresas suecas da situação 3 esta relação entre crescimento das vendas e dividendos é negativa, conforme previsto por esta hipótese.

A hipótese 12, baseada em estudos como os de Gul (1999) é confirmada: o investimento mostrou ter uma associação negativa significativa com o *payout*, enquanto que o *payout* relativo a 1995, também de acordo com a hipótese 15, evidencia uma associação positiva com a mesma<sup>141</sup>. De salientar que nos estudos das empresas europeias (ver capítulo 7), esta relação é especialmente significativa para países como a Alemanha e a Itália como concluem Bancel *et al.* (2005).

Em relação aos efeitos cruzados encontrou-se também uma relação entre o *payout* e o investimento, que está em consonância com a fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra. Assim, na fase 1 o investimento tem efeito negativo no *payout* e nas fases 2 e 3 este tem efeito positivo (sendo porém inferior na última).

O mesmo acontece com outras variáveis financeiras, onde os efeitos cruzados com a fase do ciclo de vida em que determinada empresa se encontra são significantes. Assim, o endividamento, conjugado com a situação da empresa na fase 2, apresenta relação negativa com o *payout*, enquanto que na fase 1, o crescimento das vendas está negativamente relacionado com a política de dividendos. O *payout* relativo ao ano anterior, associado às fases 1 ou 2, tem efeito positivo nos dividendos do exercício (sendo este efeito maior no caso da fase 2). Estes valores confirmam as hipóteses 13, 14 e 15 para as empresas que se encontram nas fases do ciclo de vida referidos.

---

<sup>141</sup> No entanto, é de salientar que os resultados por país relativos às empresas da situação 1, apresentam evidência estatística significativa para a associação dos dividendos: com o investimento e a rentabilidade de forma positiva e com o risco de forma negativa, no caso da Alemanha, e negativamente com o crescimento das vendas, na Suécia.

Tendo em conta a equação da regressão encontrada, simultaneamente, para todos os países da amostra e depois dividida em 5 equações conforme os países de origem, pode-se observar que o Reino Unido apresenta, tendencialmente, uma política de dividendos mais generosa, seguida da Alemanha e da Itália, com o mesmo nível de *payout*, e por fim os países do norte da Europa como a Dinamarca, a Finlândia e a Suécia. Destes, o conjunto da Dinamarca e da Finlândia é o que apresenta uma política de dividendos mais restritiva, tendo por base o valor da ordenada na origem e que é o factor distintivo das 4 equações apresentadas (equações 10.10 a 10.13 atrás apresentadas)<sup>142</sup>.

Se, por um lado, era previsível que o Reino Unido apresentasse tendência para níveis de dividendos mais elevados, conforme conclusões do trabalho de Eije e Megginson (2006), relativamente aos países da Europa continental [como também foi referido por Porta *et al.* (1997)], por outro lado, as conclusões do presente estudo para os países escandinavos não estão de acordo com esses autores, uma vez que, segundo esses, as empresas dos países da zona euro são as que pagam menores dividendos, em relação a empresas como as inglesas, suecas ou dinamarquesas, por exemplo. Segundo Bancel *et al.* (2005), as empresas escandinavas têm mostrado uma forte tendência para pagamento de uma determinada percentagem dos resultados sob a forma de

---

<sup>142</sup> No capítulo anterior já se apresentaram os valores médios e medianos para o *payout* nos diversos países, para as empresas que apresentam este valor entre nulo e a unidade, que a seguir se apresentam em resumo e que corroboram estas conclusões:

PAÍSES	MÉDIA	MEDIANA
Reino Unido	0,495	0,456
Alemanha	0,469	0,448
Dinamarca + Finlândia	0,287	0,257
Itália	0,448	0,417
Suécia	0,350	0,314

dividendos enquanto que os gestores de empresas sedeadas no continente, como as empresas alemãs e italianas, dão maior importância às alterações sustentáveis na política de dividendos.

A ideia mais geralmente apresentada de que, tanto nos Estados Unidos da América como na Europa, os dividendos se concentram em empresas grandes, muito rentáveis e com poucas oportunidades de investimento<sup>143</sup>, não é corroborada pelos resultados deste estudo. Dennis e Osobov (2006) insistiram nesta hipótese e ligaram-na com a teoria do ciclo de vida empresarial e com a do *free cash-flow hypothesis*. As empresas de maior dimensão, mais rentáveis, com baixo nível de investimento e com mais *free cash-flow*, seriam também as mais maduras e as que, portanto, pagariam dividendos mais elevados. Do presente estudo apenas se pode concluir que, em determinadas condições, algumas fases do ciclo de vida das empresas podem ter alguma influência na política de dividendos das mesmas.

Por fim, resta-nos comparar o poder explicativo dos modelos obtidos com o apresentado por outros autores. A literatura obtém  $R^2$  da ordem dos 0,3 a 0,5. Rozeff (1982), por exemplo, é o caso onde o  $R^2$  mais elevado que obteve foi de 0,48. A maioria dos outros estudos ficou-se por muito menos. Por contraste, a tese consegue modelos com resíduos bem comportados e onde o  $R^2$  (para a situação que interessa) oscilam entre 0,3 e os 0,9, sendo frequentes poderes explicativos de 0,5 ou superiores.

---

<sup>143</sup> A relação negativa da distribuição de resultados com o investimento parece ser verdadeira se associada à fase de nascimento (fase 1), segundo os resultados finais obtidos.

# CAPÍTULO 11 – SÍNTESE CONCLUSIVA E REFLEXÕES FINAIS

---

Tal como foi referido no início deste trabalho, a política de dividendos tem sido uma das questões da gestão financeira empresarial que tem gerado mais trabalhos de investigação, teóricos e empíricos. Como disse Rozeff em 1982, e como o repetiu em datas posteriores, este é *“um tema envolto, ainda, nalgum mistério com muitas perguntas por responder, algumas perguntas respondidas de formas conflitantes e com perguntas ainda por formular”*.

A perspectiva tradicional da política de dividendos centrava-se na ideia de que o pagamento de dividendos elevados e, sempre que possível, o acréscimo do seu valor, aumentavam o valor da empresas através da valorização das suas acções. Nos anos 50 e 60 do século XX deu-se início a um debate que tem continuado até hoje, com trabalhos como os de Lintner (1956), Modigliani e Miller (1961), entre outros. Estes punham em causa a importância dos resultados distribuídos aos accionistas com ideias como a da irrelevância dos dividendos em termos de valor da empresa ou a perspectiva residual destes em relação a outras políticas, como a de investimento.

Teorias como as da agência, da informação assimétrica e da sinalização, do efeito fiscal ou dos custos de emissão e de transacção, têm entretanto sido aplicadas à política de dividendos. A primeira tem apontado factores como a concentração da propriedade, o facto dos gestores serem ou não proprietários da empresa ou a rendibilidade, como determinantes da política de dividendos empresarial. A teoria que se baseia na ideia da existência de informação assimétrica e no facto de, por isso, poder existir uma emissão de sinais para o mercado, também sugere determinantes como os resultados passados, os resultados futuros, o investimento, por exemplo. As outras teorias apontadas baseiam-se, essencialmente, no facto de existirem impostos relativos às empresas ou aos investidores, por um lado, e custos de emissão e de transacção das acções, por outro, para explicarem a política de distribuição de resultados das empresas.

Alguns estudos têm apontado outras variáveis, como a existência de um ciclo de vida empresarial e a fase em que cada empresa se encontra nesse ciclo para explicar a política de dividendos. Assim, determinadas as fases do ciclo de vida e caracterizada cada uma, os resultados distribuídos deveriam, por exemplo, ser mais elevados na fase de maturidade (em que as empresas dispõem de maiores *free cash-flows* e menos e/ou piores oportunidades de investimento) do que na fase de nascimento ou expansão em que os fluxos de caixa são, normalmente, negativos ou muito baixos e o investimento mais acelerado.

A maioria dos estudos sobre dividendos tem sido feita com base em amostras de empresas americanas. No entanto, existem cada vez mais trabalhos sobre empresas europeias, nomeadamente do Reino Unido, e cada vez com maior frequência

aparecem estudos sobre empresas de toda a Europa, tentando, nalguns casos, a comparação entre nacionalidades.

### **11.1 Discussão dos pressupostos**

Na base dos resultados obtidos na tese, encontram-se os seguintes pressupostos: i) o crescimento médio das vendas ao longo de seis anos pode tipificar a fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra; ii) a divisão da amostra em três situações (*payout* negativo ou nulo, *payout* normal, *payout* superior a 1) conduz a modelos interessantes e com maior poder explicativo; iii) a utilização do *dividend payout* como medida dos dividendos pagos pela empresa (e, portanto, como a variável a ser explicada nesta tese). As razões que levaram à aceitação de tais pressupostos são externas ao estudo e foram já enunciadas na secção 8.1.

Assim, a tese aceita o primeiro dos pressupostos como meio para se tornar comparável com outros estudos e também com o fim de dar um nome ou pôr um rótulo a situações de si interessantes e dignas de observação. De resto, deixa em aberto a possibilidade de as fases utilizadas não corresponderem necessariamente às grandes fases do ciclo de vida empresarial, as quais só se tornariam perceptíveis através da utilização de dados não financeiros e internos à empresa. Uma empresa pode ter um crescimento médio elevado durante seis anos seguidos e não estar na fase de nascimento. Pode mesmo estar perante uma fase chamada de renascimento por alguns autores, em que

algumas características empresariais se assemelham com a fase de nascimento mas que em termos de dimensão e de estrutura organizativa, por exemplo, são diferentes.

Quanto à divisão da amostra em três situações distintas, ela certamente conduziu a um aumento no poder explicativo dos modelos. Viu-se também que a não divisão em 3 situações apenas levou a uma perda no poder explicativo dos modelos e na qualidade dos seus resíduos (portanto a um aumento do erro-padrão) sem ter trazido nada de novo. Deve portanto reconhecer-se que a variável *payout*, com um número levado de zeros (correspondentes às empresas que não pagam dividendos), pode ser dividida em sub-amostras que possam ser mais facilmente modeláveis. O uso de ferramentas capazes de trazer para o mesmo modelo as diferentes situações não viria suprir faltas que têm mais a ver com a escolha das variáveis do que com a sofisticação das ferramentas.

A necessidade de utilizar variáveis e metodologias comparáveis levou à escolha do *dividend payout* como indicador da política de dividendos. Este indicador apresenta, no entanto, algumas limitações, nomeadamente, quando se pretende verificar a manutenção de um determinado nível de dividendos de um ano para o outro, uma vez que este rácio mede a proporção de resultados distribuídos, não tendo em conta os seus montantes. Aliás, a existência de tantos casos de *payouts* negativos ou superiores à unidade, atesta a realidade dos gestores se preocuparem com a estabilidade dos dividendos em si e não tanto com a estabilidade da sua proporção em relação aos resultados do ano.

## 11.2 Principais conclusões do trabalho

Com base na ideia apresentada nalguns dos estudos revisitados de que a política de dividendos era influenciada por fases de crescimento ou estabilidade ou mesmo pela fase do ciclo de vida empresarial em que cada organização se encontra, tentou-se neste trabalho determinar quais os factores que mais influenciam os dividendos empresariais, utilizando para tal as variáveis mais vezes apontadas pela teoria financeira – rendibilidade, dimensão, número de investidores, risco, investimento, crescimento dos resultados, endividamento, crescimento das vendas, crescimento dos resultados no ano seguinte ou *dividend payout* do ano anterior – e uma *proxi* para a fase do ciclo de vida organizacional em que cada empresa se encontrava. Para estabelecer a ligação entre estes dois tipos de variáveis propôs-se também o uso de variáveis que medissem os efeitos cruzados, ou seja, que fossem capazes de expressar as interacções porventura existentes entre cada uma dessas características financeiras e a fase do ciclo de vida.

O modelo proposto foi aplicado a empresas de 6 países europeus que, segundo estudos como o de Bancel *et al.* (2005), apresentam sistemas legais diferentes: Alemanha (sistema germânico), Dinamarca, Finlândia e Suécia (legislação escandinava), Itália (sistema francês) e Reino Unido (legislação comum). Tal como nesses estudos, verificou-se que as empresas inglesas apresentam um maior nível de dividendos, seguidos das alemãs e italianas. Contrariando as conclusões desses estudos, verificou-se que os países escandinavos foram os que mostraram pagar menos dividendos,

sendo as empresas dinamarquesas e finlandesas as que apresentam menores níveis de dividendos.

A literatura tem focado muito o caso dos E.U.A. e do R.U. mas esta tese vem mostrar que o comportamento do *payout* em países de tradição económica diferente, reflecte também medidas semelhantes. Para além de se observar uma política mais cautelosa de dividendos nos países escandinavos e nos do sul da Europa, também se pode concluir pela existência de semelhanças entre as políticas de dividendos dos 6 países estudados.

Assim, pode-se encontrar uma reduzida capacidade explicativa das fases do ciclo de vida em todos os países, apesar da relação existente entre o *payout* e algumas das fases do ciclo de vida quando em presença de outras variáveis financeiras, como os dividendos pagos no ano anterior, o endividamento, o risco, o investimento ou o crescimento dos resultados. Outras variáveis financeiras são por si só explicativas do *payout* para todos os países do estudo: rendibilidade, crescimento dos resultados, o crescimento das vendas, o investimento, o endividamento e o *payout* relativo ao ano anterior. Tal conclusão sobressai do modelo de regressão linear múltipla em duas fases, usado neste estudo.

As restantes variáveis de natureza financeira como a dimensão, o número de investidores, o risco (ou variabilidade dos resultados) e o crescimento dos resultados no ano seguinte (resultados futuros), não mostraram ter impacto na política de dividendos das empresas, pelo menos nas pertencentes à situação 2 (com *payout* entre 0 e 1). Nas empresas inglesas e alemãs da situação 3 (empresas em que os dividendos

são superiores aos resultados líquidos do exercício) a variável resultados futuros é a que melhor explica o *payout* (ver quadro 10.1).

A concentração da propriedade ou o número de investidores, apesar de ser dos factores mais apontados como determinante da política de dividendos das empresas, nomeadamente das europeias, como referem por exemplo, Renneboog e Trojanowski (2005) ou Maury e Pajuste (2002), não é confirmada neste estudo como factor determinante. Também a ideia de que os dividendos se concentram, cada vez em maior número, em empresas europeias grandes e rentáveis, como sugeriram Dennis e Osobov (2006) ou Eije e Megginson (2006), não é suportada pelas conclusões deste trabalho uma vez que a relação encontrada entre o *payout* e a rentabilidade é negativa e que a variável dimensão não é estatisticamente significativa.

Relativamente ao ciclo de vida empresarial, a variável binária relativa à fase de nascimento (arranque) das empresas é a única a ter peso explicativo. No entanto, o coeficiente a ela associado é positivo, o que contraria a hipótese de que esta fase apresentaria menores dividendos ou mesmo dividendos nulos. Aliás, as hipóteses formuladas relativamente às fases do ciclo de vida organizacional foram todas rejeitadas pelos resultados encontrados neste estudo.

De notar que, na primeira fase do trabalho empírico, quando as empresas foram divididas em 5 amostras consoante as suas nacionalidades, os resultados mostraram que as empresas do Reino Unido apresentam as fases de crescimento acelerado e de crescimento moderado com uma clara influência na política de dividendos, negativo

no primeiro e positivo no segundo caso, conforme apresentado no quadro 10.1. Esta tendência, porém, só é visível no caso deste país.

Quando as fases são postas na presença das diversas condições, nomeadamente financeiras de cada empresa, já o explicam em parte, como evidenciam as variáveis que medem efeitos cruzados e que entraram nas regressões encontradas para cada país: dimensão, crescimento dos resultados, investimento, crescimento das vendas e *payout* do ano anterior na fase de nascimento; risco, crescimento dos resultados, investimento, endividamento e *payout* do ano anterior na fase de crescimento acelerado; e investimento na fase de crescimento acelerado.

Embora a tónica deste estudo seja empírica, não nos podemos subtrair a uma interpretação e explicação dos resultados obtidos. Em primeiro lugar, deve salvaguardar-se o facto já referido da forma como as fases do ciclo de vida das empresas são medidas poder revelar-se enganosa.

De qualquer forma, maiores níveis do *payout* em empresas caracterizadas como estando nas primeiras fases do ciclo (em especial na fase de nascimento) podem significar a tentativa de sinalização de boas perspectivas futuras. Estas possivelmente serão baseadas no crescimento das vendas (associação positiva com o *payout*) e não na rentabilidade ou no crescimento dos resultados (associação negativa com o *payout*). Este facto explicaria os resultados obtidos.

A relação negativa encontrada entre as variáveis investimento ou endividamento e o *payout* são, de acordo com a teoria do ciclo de vida organizacional, as associações

esperadas para estas variáveis. Conforme foi explanado no capítulo 6, estas é variáveis financeiras usadas grandemente, e em conjunto com os dividendos, para caracterizar as fases do ciclo de vida das empresas. Ou seja, empresas que se encontram nas primeiras fases do ciclo de vida mostram valores elevados de crescimento das vendas, grande volume de investimento e de endividamento e não pagam ou pagam de forma reduzida dividendos aos accionistas.

Este trabalho tem dois aspectos que parecem importantes e inovadores no que se refere a estudos semelhantes: por um lado, o facto de se ter tido em conta dados relativos a 6 países; por outro, a divisão da amostra nas 3 situações distintas – i) empresas com *payout* negativo ou nulo; ii) empresas cujo *payout* se situa entre 0 e 1 (inclusive); iii) empresas com *payout* superior à unidade. O primeiro dos aspectos citados permitiu a comparação entre a política de dividendos das empresas de diferentes países europeus e assim aumentar o conhecimento empírico em matéria de política de dividendos em empresas que não apenas as americanas e/ou as inglesas. O segundo desses aspectos permitiu isolar e tratar de forma diferente situações que na realidade não são diferentes mas, ao estarem juntas, penalizam o poder explicativo dos modelos, ou seja, a divisão em três amostras constitui um “trade-off”: consegue-se maior poder explicativo e modelos com menor erro-padrão à custa de alguma generalidade.

### **11.3 Limitações e sugestões de investigação**

A ideia inicial e o planeamento de trabalhos empíricos, nomeadamente de carácter financeiro e que por isso necessitam de informações da área contabilístico-financeira, esbarram quase sempre com as dificuldades impostas pela disponibilidade da informação necessária, tal como tem sido sucessivamente referido por muitos outros autores. Assim, também este trabalho que pretendia inicialmente estudar as empresas portuguesas, teve de alterar a sua rota no sentido de recorrer a empresas de países onde a informação compilada fosse credível e suficiente para fazer face aos testes pretendidos.

De qualquer forma, algumas informações não foram possíveis de obter, já que a base de dados financeiros internacional de que dispúnhamos não as continha. Por exemplo, os dados relativos aos gestores / administradores das empresas que, por sua vez, são proprietários, ou relativas às participações maioritárias e minoritárias e ao controlo da empresa, interessantes no contexto da teoria da agência.

Utilizando-se o determinante da concentração da propriedade como a variável operacional que mede o número de accionistas, limitou-se o número de observações relativas a cada país, uma vez que algumas das empresas não dispunham dessa informação. Assim, as observações de muitos dos países da UE dos 15 não foram incluídas no trabalho por serem em número muito limitado, encontrando-se nesta

situação países como a França, a Espanha ou a Holanda, entre outros. Mas também nos países estudados a amostra utilizada acabou por reflectir, em alguns deles, pouco mais de 10% das empresas inicialmente propostas pela base de dados (como por exemplo, as 264 empresas inglesas correspondem apenas a 13% das 2036 disponíveis).

A base de dados usada permitiu o acesso a dados referentes ao período entre 1991 e 1997 (para dados completos). Assim, a escolha do ano de 1996 como referência de estudo, para se poder testar a variável relativa ao crescimento dos resultados no ano seguinte como potencialmente explicadora da variável dependente, mostra algum desfasamento com a realidade actual, dado a diferença de alguns anos relativamente ao início do trabalho. No entanto, este facto é atenuado ao ter em conta que muitos dos estudos apresentados, e em cujas conclusões se baseia este estudo, se referem ao mesmo período de tempo, o que possibilita as comparações.

Um aspecto fundamental neste trabalho é a caracterização da fase do ciclo de vida em que cada empresa se encontra. Devido à falta de informações relativas às dimensões contextuais ou estruturais apresentadas como características de cada uma delas (conforme o resumo apresentado no quadro 6.1) por diversos autores, decidiu-se pela caracterização da fase em que cada empresa se encontra através do padrão de crescimento das suas vendas. Assim, adaptou-se a proposta de Gup e Agrawal (1996) e usou-se a taxa de crescimento das vendas nos 6 anos anteriores com os valores apresentados no quadro 8.3. Como referido, esta limitação pode ter levado a resultados interessantes mas que pouco possam ter a ver com o ciclo de vida.

O estudo trata dados de natureza seccional o que traz sempre limitações, uma vez que a utilização simultânea de dados de natureza cronológica e seccional permite outras abordagens e conclusões enriquecidas.

Por fim, uma outra limitação diz respeito aos valores contabilísticos utilizados. Muitos autores referem esta limitação como “um mal necessário”, uma vez que estas informações são as possíveis e as disponibilizadas pelas empresas. A utilização, para certas contas, de valores do mercado (em vez dos valores contabilísticos, sujeitos a incorrecções e manipulações) poderiam talvez dar uma visão mais próxima da realidade.

Como qualquer estudo empírico muitas foram as limitações e muitas podem ser as correcções e melhorias a introduzir em futuros estudos. Assim, por exemplo, o sector de actividade deve ser considerada uma variável explicativa do *payout*. Alguns estudos apontam para este facto como diferenciador do nível dos resultados distribuídos pelas empresas.

Como já foi referido, houve que limitar o número de países e de observações por país devido à falta de dados completos. No entanto, a comparação feita a 15, conforme se pretendia inicialmente, parece fazer todo o sentido, testando, nomeadamente, a ideia de dividendos por grupo de países consoante o tipo de legislação, tal como proposto por Bancel *et al.* (2005), entre outros, ou o “efeito – país”, conforme Vieira e Raposo (2007a).

As informações relativas aos gestores e aos proprietários parecem fundamentais para testar o princípio da teoria da agência. A ideia que os primeiros podem fazer parte do segundo grupo e que, por conseguinte, têm expectativas e objectivos diferentes consoante a realidade, assim como a diferença de comportamento dos dividendos em empresas com estruturas de propriedade diferentes são frequentes na literatura e, nomeadamente, nos trabalhos efectuados sobre empresas europeias.

A variável risco foi aqui associada à variabilidade dos resultados e, por dificuldade de cálculo através dos resultados líquidos, calculada como o coeficiente de dispersão das vendas. No entanto, outras medidas associadas ao risco empresarial quer em termos internos, quer externos, podem ser testadas como variáveis independentes de uma regressão que pretenda explicar o nível dos resultados distribuídos pelas empresas.

Em relação aos resultados passados e aos resultados futuros, apontados pela teoria da informação assimétrica e dos sinais como determinantes da política de dividendos, poder-se-á testar estas variáveis em termos de maior número de anos, ou seja, em consonância com a literatura, pelo menos 2 anos, anteriores ou seguintes.

Em termos genéricos, as sugestões relativas a trabalhos futuros passam pelos vários tipos de possíveis determinantes da política de dividendos empresarial, ou seja, para além, das variáveis relacionadas com a capacidade económico-financeira da empresa (pela aparente interdependência entre os dividendos e as decisões estratégicas de investimento e de financiamento), as variáveis explicativas relacionadas com os interesses específicos da gestão (relativas ao controlo da empresa, à composição da administração, aos objectivos dos gestores, entre outras), as preferências dos

investidores por dividendos (tendo em conta variáveis como o nível de impostos ou de rendimentos destes, por exemplo) ou retenção de resultados e a situação do mercado financeiro.

Por fim, pretende-se que a auto-crítica que é feita ao longo do estudo empírico e das suas conclusões sirvam para aperfeiçoamentos ou inovações a introduzir em trabalhos futuros sobre a temática.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

---

Adizes, I. (1993) *Os ciclos de vida das organizações – como e por que as empresas crescem e morrem e o que fazem a respeito*, 2ª edição, Ed. Pioneira, S. Paulo

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. 15, nº2, pp.139-148

Agrawal, A. e N. J. Nagarajan (1990) *Corporate capital structure, agency costs and ownership control, the case of all equity firms*, *The Journal of Finance*, vol. 45, nº4, pp. 1325-1331

Aharony, J. e I. Swary (1980) *Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders returns: an empirical analysis*, *The Journal of Finance*, vol. 35, nº1, pp. 1-12

Aivazian, V., L. Booth e S. Cleary (2003) *Dividend policy and the organization of capital markets*, *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 13, nº2, Abril 2003, 101-121

Allen, F. e R. Michaely (1995) *Dividend policy*, em *Finance volume 9*, Jarrow, R.A. et al. (ed.), Elsevier Science B.V., Amesterdão

Alltizer, R. L. e J. R. Hamill (1999) *The effects of tax rates and dividend payouts on common stock returns*, *American Business Review*, vol. 17, nº2, pp. 24-33

Alonso, P. A., F. L. Iturriaga e J. R. Sanz (2002) *Financial decisions and growth opportunities: a spanish firms panel data analysis*, SSRN (Social Science Research Network) Electronic Papers Collection, Abril ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Ambarish, R., K. John e J. Williams (1987) *Efficient signalling with dividends and investment*, Journal of Finance, vol. 42, nº2, pp. 321-343

Anthony, J.H. e K. Ramesh (1992), *Association between accounting performance measures and stock prices: a test of the life-cycle hypothesis*, Journal of Accounting and Economics, nº 15, pp.203-227

Arnott, Robert D. e Clifford S. Asness (2001) *Does dividend policy foretell earnings growth?*, SSRN Electronic Papers Collection, Dezembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Asquith, P. e D. Mullins Jr. (1983) *The impact of initiating payments on shareholders' wealth*, The Journal of Business, vol. 56, nº1, pp. 77-96

Augusto, M. A. G. (2003), *Política de dividendos e estrutura de capitais: uma abordagem integrada no contexto das empresas da indústria transformadora portuguesa*, Tese de doutoramento, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

Ayers, B. C., C. B. Cloyd e J. R. Robinson (2002) *The effect of shareholder-level dividend taxes on stock prices: evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993*, The Accounting Review, vol. 77, nº 44, pp. 993-947

Bachmann, R. e A. V. Thakor (2003) *Payout policy design*, SSRN Electronic Papers Collection, Maio ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Baker, M. P. e J. Wurgler (2002) *Why are dividends disappearing? An empirical analysis*, SSRN Electronic Paper Collection, Dezembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Baker, M. P. e J. Wurgler (2002) *A catering theory of dividends*, SSRN Electronic Papers Collection, Novembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Baker, H. K., G. E. Powell e E. T. Veit (2002) *Revisiting the dividend puzzle – Do all of the pieces now fit?*, Review of Financial Economics, vol.11, nº4, 241-261

Bancel, F., N. Bhattacharyya e U. R. Mitoo (2005), *Cross-country determinants of payout policy: a survey of European firms*, SSRN Electronic Papers Collection, Março ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Banerjee, S., V. A. Gatchev e P. A. Spindt (2002) *To pay or not to pay? The dividend dilemma of the liquid firm*, SSRN Electronic Papers Collection, Novembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Baptista, C. (1997) *Determinantes da estrutura financeira das empresas hoteleiras*, Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia da Universidade do Algarve, Faro

Barañano, A. M. (2004) *Métodos e técnicas de investigação em Gestão, Manual de apoio à realização de trabalhos de investigação*, Edições Sílabo, Lisboa

Barclay, M. J., C. G. Holderness e D. P. Sheenan (2003) *Dividends and dominant corporate shareholders*, SSRN Electronic Papers Collection, Dezembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Barclay, M. J. (1987) *Dividends, taxes and common stock prices: the ex-dividend day behaviour of common stock prices before the income tax*, Journal of Financial Economics, vol. 19, nº1, pp. 31-44

Bar-Yosef, S. e L. Huffman (1988) *The information content of dividends: a signalling approach*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 21, nº1, pp. 47-58

Baumol, W. J., P. Heim, B. G. Malkiel e R. E. Quandt (1970) *Earnings retention, new capital and the growth of the firm*, The Review of Economics and Statistics, vol. LII, n°4, Novembro 1970

Benartzi, S., R. Michaely e R. Thaler (1997) *Do changes in dividends signal the future or the past?* The Journal of Finance, n°52, vol. 3, pp. 1007-1034

Benito, A. e G. Young (2001) *Hard times or great expectations?: Dividend omissions and dividend cuts by UK firms*, Social Science Research Network (SSRN), Electronic Papers Collection, Dezembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Bernhardt, D., A. Douglas e F. Robertson (2004) *Testing dividend signaling models*, Journal of Empirical Finance, Science Direct ([www.sciencedirect.com](http://www.sciencedirect.com))

Bhattacharya, N.(2003) *Good managers work more and pay less dividends – a model of dividend policy*, SSRN Electronic Papers Collection, Agosto ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Bhattacharya, S. (1979) *Imperfect information, dividend policy and “the bird in the hand” fallacy*, Bell Journal of Economics, vol. 10, n°1, pp. 259-270

Billings, B. K. e R. M. Morton (1999) *Do stock prices fully reflect information in dividends about future earnings?*, SSRN Electronic Papers Collection, Setembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Black, E. L. (1998) *Which is more value relevant: earnings or cash flows? A life cycle examination*, SSRN Electronic Papers Collection, Maio ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Black, F. (1983) *The dividend puzzle*, em “Financial Analysis and Planning – Part VI”, Cheng F. Lee (ed.), Addison-Wesley Publishing Company, New York

Black, F. e M. Scholes (1974) *The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns*, Journal of Financial Economics, n°1, Maio, pp. 1-22

Blanchard, O., F. Lopez-de – Silanes e A. Shleifer (1994) *What do firms do with cash windfalls?*, Journal of Financial Economics, vol. 36, n°3, pp. 337-360

Born, J. A. (1988) *Insider ownership and signals: evidence from dividends initiation announcements effects*, Financial Management, 17, n°1, pp. 38-45

Bratton, W. W. (2004) *The new puzzle*, SSRN Electronic Papers Collection, Abril ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Brav, A. J., R. Graham, C.R. Harvey e R. Michaely (2004) *Payout policy in 21<sup>st</sup> century*, SSRN Electronic Papers Collection, Fevereiro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Brealey, R. A. (1992) *Does dividend policy matter?*, in “The revolution in corporate finance”, Joel M. Stern e Donald Chew Jr. (ed.), Blackwell Finance, 2ª edição, New York

Brealey, R. A. e S. C. Myers (1992) *Princípios de finanças empresariais*, 3ª edição, McGraw-Hill Portugal, Lisboa

Brennan, M. J. (1995) *Corporate finance over the past 25 years*, Financial Management, vol. 24, n°2, pp. 9-22

Brennan, M. J. (1970) *Taxes, market valuation and corporate financial policy*, National Tax Journal, n° 23, pp. 417-429

Brick, I. E., M. Frierman e Y. K. Kim (1998) *Asymmetric information concerning the variance of cash flows: the capital structure choice*, International Economic Review, vol. 39, n°3, pp. 745-761

Brook, Y., W. T. Charlton Jr. e R. J. Hendershott (1998) *Do firms use dividends to signal large future cash flow increases?*, Financial Management, vol.27, nº3, Outubro

Brown, P., A. Clarke, J. Y. How e K. J. Lim (2002) *Analysts' dividend forecasts*, Pacific-Basin Finance Journal, volume 10, nº4, Setembro, pp. 371-391

Bryman, A. e D. Cramer (1993) *Análise de dados em ciências sociais, introdução às técnicas utilizando o SPSS*, Celta Editora, 2ª edição, Oeiras

Bulan, L. T., N. Subramarian e L. D. Tanlu (2004) *On the timing of dividend initiations*, SSRN Electronic Papers Collection, Fevereiro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Bulmash, S. (1986) *An agency perspective of the firm's life cycle*, Managerial and Decisions Economics, volume 7

Caroll, T. (1995) *The information content of quarterly dividend changes; professional adaptation*, Journal of Accounting, Auditing and Finance, 10, nº2, pp. 293-317

Casey, K. M., D. C. Anderson, H. I. Mesak e R. N. Dickens (1999) *Examining the impact of the 1986 Tax Reform Act on corporate dividend policy: a new methodology*, The Financial Review, vol. 34, nº3, pp. 33-46

Chaplinsky, S. e N. Seyhun (1990) *Dividend and taxes: evidence of tax – reduction strategies*, The Journal of Business, vol. 63, nº2, pp. 239-260

Charest, G. (1978) *Dividend information, stock returns and market efficiency – II*, Journal of Financial Economics, nº 6, p.p. 297-330

Chaves, C., E. Maciel, P. Guimarães e J. C. Ribeiro (2000) *Instrumentos estatísticos de apoio à economia: conceitos básicos*, Mc Graw- Hill, Lisboa

Chen, G., M. Firth e N. Gao (2002) *The information content of concurrently announced earnings, cash dividends and stock dividends: an investigation of the*

*Chinese stock market*, Journal of International Financial Management & Accounting, vol. 13, nº2, pp. 101-124

Chen, C. R. e T. L. Steiner (1999) *Managerial ownership and conflicts: a nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy and dividend policy*, Social Sciences Research Network (SSRN), Electronic Papers Collection, Fevereiro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Choe, H., R. W. Masulis e V. Nanda (1993) *Common stock offerings across the business cycle – theory and evidence*, Journal of Empirical Finance, nº1, 3-31

Chowdhry, B. e V. Nanda (1994) *Repurchase premia as a reason for dividends: a dynamic model of corporate payout policies*, Review of Financial Studies, vol. 7, nº2, pp. 321-350

Christie, W. (1990) *Dividend yield and expected return: the zero dividend puzzle*, Journal of Financial Economics, nº 28, pp.95-125

Colbe, W. B. V. (1996), *Accounting and the business economics tradition in Germany*, The European Accounting Review, 5:3, pp. 413-434

Collins, J. H. e D. Kemsley (2000) *Capital gains and dividend taxes in firm valuation: evidence of triple taxation*, The Accounting Review, vol. 75, nº4, pp. 405-427

Copeland, T. E. e J. F. Weston *Dividend policy: theory*, em “Financial theory and corporate policy” (capítulo 14), Addison-Wesley Publishing Company, New York

Copeland, T. E. e J. F. Weston *Dividend policy: empirical evidence and applications*, em “Financial theory and corporate policy” (capítulo 15), Addison-Wesley Publishing Company, New York

Crutchley, C. E., M. R. Jensen, J. S. Jahera Jr. e J. E. Raymond (1999) *Agency problems and the simultaneity of financial decision making – The role of institutional decision making*, International Review of Financial Analysis, volume 8, n° 2, pp. 177-197

Crutchley, C. E. e R. S. Hansen (1989) *A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage and corporate dividends*, Financial Management, vol. 18, n° 4, pp 36-46

Cyert, R., S. H. Kang e P. Kumar (1996) *Managerial objectives and firm dividend policy: A behavioral theory and empirical evidence*, Journal of Economic Behavior & Organization, volume 31, pp. 157-174

Damodaran, Aswath (1997) *Corporate Finance – Theory and practice*, John Wiley & Sons Inc., New York

Daunfeldt, S. O. (2002), *Tax policy changes and ex-dividend behaviour: the case of Sweden*, SSRN Electronic Papers Collection, Fevereiro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Davis, S. J., F. Kluber e P. Willen (2003) *Borrowing costs and the demand for equity over the life cycle*, SSRN Electronic Papers Collection, Outubro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

De Angelo, H. e L. DeAngelo (2006), *Capital structure, payout policy and financial flexibility*, University of Southern California Marshall School of Business, Marshall Research Paper Series, SSRN Electronic Papers Collection, Julho ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

De Angelo, H., L. DeAngelo e R. M. Stulz (2005) *Dividend policy, agency costs and earned equity*, SSRN Electronic Papers Collection, Maio ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

De Angelo, H., L. DeAngelo e R. M. Stulz (2004a) *Dividend policy and earned/contributed capital mix: a test of the lifecycle theory*, SSRN Electronic Papers Collection, Junho ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

De Angelo, H. e L. DeAngelo (2004b) *Payout policy irrelevance and the dividend puzzle*, SSRN Electronic Papers Collection, Março ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

De Angelo, H., L. DeAngelo e D. J. Skinner (2002) *Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings*, SSRN Electronic Papers Collection, Julho ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

De Angelo, H., L. DeAngelo e D. J. Skinner (2000) *Special dividends and the evolution of dividend signalling*, Journal of Financial Economics, volume 57, nº3, Setembro

De Angelo, H., L. DeAngelo e D. J. Skinner (1996) *Reversal of fortune: dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth*, Journal of Financial Economics, 40, nº3, pp. 341-371

De Angelo, H., L. DeAngelo e D. J. Skinner (1992) *Dividends and losses*, The journal of Finance, 47, nº5, pp. 1837-1863

De Angelo, H., L. DeAngelo (1990) *Dividend policy and financial distress: an empirical investigation of troubled NYSE firms*, Journal of finance, vol. 45, nº5, Dezembro, pp. 1415-1431

Dempsey, M. J. (2001) *Valuation and cost of capital formulae with corporate and personal taxes: a synthesis using the Dempsey discounted dividends model*, Journal of Business Finance and Accounting, vol.28, nº 3 &4, 357-378

Denis, D. J. e I. Osobov (2006), *Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*, SSRN Electronic Papers Collection, Agosto ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Denis, D. J. e I. Osobov (2005), *Disappearing dividends, catering incentives and agency costs: international evidence*, SSRN Electronic Papers Collection, Julho ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Denis, D. J. e A. Sarin (1994) *The information content of dividend changes: cash flow signaling, ownerinvestment and dividend clienteles*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 29, n°4, pp. 567-587

Dhillon, U. S., K. Raman e G. G. Ramirez (2003) *Analysts' dividend forecasts and dividend signalling*, SSRN Electronic Papers Collection, Junho ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Dhillon, U. e H. Johnson (1994) *The effect of dividend changes on stock and bond prices*, The Journal of Finance, vol. 49, n°1, pp. 281-289

Dhrymes, P. e M. Kurz (1967) *Investment, dividends and external finance behaviour of firms* em “The determinants of investment behaviour”, R. Ferber (ed.), Columbia University Press, New York

Dodge, H. R. e J. E. Robbins (1992) *An empirical investigation of the organizational life cycle model for small business development and survival*, Journal of Small Business Management, Janeiro 1992, pp. 27-36

Dong, M., C. Robinson e C. Veld (2003) *Why individual investors want dividends*, SSRN Electronic Papers Collection, Novembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Eades, K. M., P. Hess e E. Kim (1984) *On interpreting security returns during the ex-dividend period*, Journal of Financial Economics, vol. 13, n°1, pp. 3-34

Eades, K. M. (1982) *Empirical evidence on dividends as a signal of firm value*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 17, n°4, pp. 471-502

Easterbrook, F. (1984) *Two agency-cost explanations of dividends*, American Economic Review, vol. 74, n°4, pp. 650-659

Eije, J. H. e W. L. Megginson (2006) *Dividend policy in the European Union*, Social Science Research Network (SSRN), Electronic Papers Collection, Março ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Elfakhani, S. (1998) *The expected favourableness of dividend signals, the direction of dividend change and the signalling role of dividend announcements*, Applied Financial Economics, vol. 8, nº3, pp. 221-230

Elfakhani, S. (1995) *An empirical examination of the information content of balance sheet and dividends announcements; a signalling approach*, Journal of Financial and Strategic Decisions, volume 8, nº 2, Verão

Elton, E. e M. Gruber (1970) *Marginal stockholders, tax rates and clientele effect*, Review of Economics and Statistics, nº 52, pp. 68-74

Esteban, J. D. e O. F. Pérez (2001), *Dividend policy of European banks*, SSRN Electronic Papers Collection, Março ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Falascchetti, D. e M. J. Orlando (2003) *Cutting the dividends tax...and corporate governance too?*, SSRN Electronic Papers Collection, Novembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Fama, E. F. e K. R. French (2002) *Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt*, The Revue of Financial Studies, volume 15, nº1, Primavera

Fama, E. F. e K. R. French (2001) *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, Journal of Applied Corporate Finance, volume 14, nº1, Primavera

Fama, E. F. e K. R. French (1999) *Testing tradeoff and pecking order predictors about dividends and debt*, SSRN Electronic Papers Collection, Dezembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Fama, E. F. (1997) *Market efficiency, log-term returns and behavioural finance*, SSRN Electronic Papers Collection, Junho ([papers.ssrn.com/](https://papers.ssrn.com/))

Fama, E. F. e Kenneth R. French (1997) *Taxes, financing decisions and firm value*, SSRN Electronic Papers Collection, Maio ([papers.ssrn.com/](https://papers.ssrn.com/))

Fama, E. F. e M. C. Jensen (1983) *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, vol. 26, n°2, pp. 301-325

Fama, E. F. e M. C. Jensen (1983) *Agency problems and residual claims*, Journal of Law and Economics, vol. 26, n°2, pp. 327-349

Fama, E. F. (1974) *The empirical relationships between the dividend and the investment decisions of firms*, American Economic Review, vol. 64, n°3, Junho, pp. 304-318

Fama, E. F. e M. Miller (1972) *Market value, dividends and stockholder returns*, em “The theory of finance” (cap.2, sec.III), The Dryden Press, New York

Fama, E. F. e H. Babiak (1968) *Dividend policy: an empirical analysis*, Journal of the American Statistical Association n° 63, pp. 32-61

Farinha, J. (2003) *Corporate governance: a survey of the literature*, SSRN Electronic Papers Collection, Novembro ([papers.ssrn.com/](https://papers.ssrn.com/))

Farinha, J. (2002) *Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis*, SSRN Electronic Papers Collection, Março ([papers.ssrn.com/](https://papers.ssrn.com/))

Farrar, D. e L. Selwyn (1967) *Taxes, corporate financial policy and return to investors*, National Tax Journal, n° 20, Dezembro, pp. 444-454

Faulkender, M. W., T. T. Milbourn e A. V. Thakor (2006) *Does corporate performance determine capital structure and dividend policy?*, SSRN Electronic Papers Collection, Março ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Ferreira, J. e Serrasqueiro, Z. (2002) *Criação de uma Taxonomia dos Estádios do Ciclo de Vida: Uma Abordagem dos Aspectos Financeiros da Empresa*, XII Jornadas Luso Espanholas de Gestão Científica, Novos Desafios na Gestão: Inovação ou Renovação, Universidade da Beira Interior, Covilhã, 10 - 12 Abril

Ferreira, J. e Serrasqueiro, Z. (2000) *Obstáculos Financeiros Enfrentados pelas PME Portuguesas: Uma Perspectiva do Ciclo de Vida*, 2º Seminário Luso-Espanhol - Economia Empresarial, Novembro, Universidade da Beira Interior, Covilhã

Ferreira, J. J. (1997) *Estudo e desenvolvimento de uma taxonomia de estádios de ciclo de vida aplicável às pequenas e médias empresas da região da Beira Interior*, tese de Mestrado, Universidade da Beira Interior, Covilhã

Fluck, Z. (1998) *Optimal financial contracting debt versus outside equity*, Review of Financial Studies, nº 11, pp. 383-418

Frank, M. e R. Jagannathan (1998) *Why do stock prices drop by less than the value of dividends? Evidence from a country without taxes*, Journal of Financial Economics, vol. 47, nº2, pp. 161-188

Frankfurter, G. M., B. G Wood Jr. e J. Wansley (2003) *Dividend policy, theory and practice*, Academic Press, Elsevier Science, New York

Frankfurter, G. M. e B. G. Wood Jr., (2002) *Dividend policy theories and their empirical tests*, International Review of Financial Analysis, volume 11, nº2

Friend, I. e M. Puckett (1964) *Dividends and stock prices*, Review of Economics and Statistics, 54, Setembro, pp. 656-682.

Fukuda, A. (2000) *Dividend changes and earnings performance in Japan*, Pacific-Basin Finance Journal, volume 8, nº1, Março

Fuller, K. e A. Thakor (2003) *Flexibility and dividends*, Social Science Research Network (SSRN) Electronic Papers Collection, Fevereiro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Fuller, K. e A. Thakor (2002) *Signalling, free cash flow and “nonmonotonic” dividends*, Social Science Research Network (SSRN) Electronic Papers Collection, Junho ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Gil, A. C. (1994), *Métodos e técnicas de pesquisa social*, Editora Atlas, São Paulo, 4ª edição

Goergen, M., L. Renneboog e L. C. Silva (2005), *Dividend policy of German firms*, Social Science Research Network (SSRN), Electronic Papers Collection, Janeiro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Gombola, M. J. e F. Y. Liu (1999) *The signaling power of specially designated dividends*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 34, nº3, pp. 409-424

Gordon, M. J. e E. Brigham (1968), *Leverage, dividend policy and the cost of capital*, Journal of Finance, nº 23, Março, pp. 85-104

Gordon, M. J. (1962) *The savings, investment and valuation of a corporation*, Review of Economics and Statistics, nº45, pp. 37-51

Gordon, M. J. (1959) *Dividends, earnings and stock price*, Review of Economics and Statistics, nº24, pp. 461-483

Gordon, M. J. e E. Shapiro (1956) *Capital equipment analysis: the required rate of profit*, Management Science, nº 3, Outubro, pp.102-110

Graham, J. e A. Kumar (2004) *Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors*, SSRN Electronic Papers Collection, Março ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Graham, B. e D. Dodd (1951), *Security analysis: principles and techniques*, McGraw Hill Books Company, New York

Grullon, G., R. Michaely, S. Banerji e R. H. Thaler (2005) *Dividend changes do not signal changes in future profitability*, The Journal of Business, volume 78, nº 5, Setembro

Grullon, G. e R. Michaely (2004) *The information content of share repurchase program*, Journal of Finance, nº59, 651-680

Grullon, G., R. Michaely e B. Swaminathan (2002) *Are dividend changes a sign of firm maturity?*, The Journal of Business, volume 75, nº3, Julho, pp. 387-424

Guay, W. e J. Harford (2000) *The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases*, Journal of Financial Economics, volume 57, nº3, Setembro, pp. 355-384

Gugler, K. (2003) *Corporate governance, dividend payout policy and the interrelation between dividends, R&D and capital investment*, Journal of Banking & Finance 27, 1297-1321

Gujarati, D. (1992), *Essentials of econometrics*, McGraw-Hill International, Economics Series, New York

Gugler, K. e B. B. Yurtoglu (2001), *Corporate governance and dividend payout policy in germany*, Social Science Research Network (SSRN), Electronic Papers Collection, Agosto ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Gul, F. A. (1999) *Growth opportunities, capital structure and dividend policies in Japan*, Journal of Corporate Finance, volume 5, nº 2, Junho 1999, pp. 141-168

Gunther, D. A. e R. C. Sansing (2002) *Fundamentals of shareholder tax capitalization*, Social Science Research Network (SSRN) Electronic Papers Collection, Janeiro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Gup, B. e P. Agrawal (1996) *The product life cycle: a paradigm for understanding financial management*, Financial Practice and Education, Outono/Inverno, pp. 41-48

Hair Jr., J. F., R. E. Anderson, R. L. Tatham e W. C. Black (1995) *Multivariate data analysis*, Prentice-Hall International Inc., 4ª edição, New Jersey

Handjinicolaou, G. e A. Kalay (1984) *Weath redistributions or changes in firm value: an analysis of returns to bondholders and stockholders around dividend announcements*, Journal of Financial Economics, vol. 13, nº1, pp. 35-63

Hanks, S. H., C. J. Watson e G. N. Chandler (1993) *Tightening the life-cycle construct. A taxonomic study of growth stage configurations in high-technology organizations*, Entrepreneurship: theory and practice, vol. 18, nº2, pp. 35-58

Hanlon, M., J. Myers e T. Shevlin (2001) *Dividend taxes and firm valuation: a re-examination*, Social Science Research Network (SSRN) Electronic Papers Collection ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Harris, T. S. e D. Kemsley (1999) *Dividend taxation in firm valuation: new evidence*, Journal of Accounting Research, vol. 37, nº 2, pp. 275-291

Healey, P. M. e K. G. Palepu (1988) *Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions*, Journal of Financial Economics, nº 12, pp. 97-123

Hess, P. (1992) *The dividend debate: 20 years of discussion*, em “The revolution in corporate finance”, Joel M. Stern e Donald Chew Jr. (ed.), Blackwell Finance, 2ª edição, New York

Hess, P. e M. R. Gibbons (1982) *The ex-dividend day behavior of stock returns: further evidence on tax effects/ discussion*, The Journal of Finance, vol. 37, nº2, pp. 445-459

Higgins, R. (1972) *The corporate dividend-saving decision*, Journal of Finance and Quantitative Analysis, nº7, Março, pp. 1527-1541

Hill, M. M. e A. Hill (2002) *Investigação por questionário*, Edições Sílabo, Lisboa

Holder, M. E., F. W. Langrehr e J. L. Hexter (1998) *Dividend policy determinants; an investigation of the influences of stakeholder theory*, Financial Management, vol. 27, nº3, Outubro, pp. 73-82

Holt, R. W. (2003) *Investment and dividends under irreversibility and financial constraints*, Journal of Economics Dynamics & Control, nº 27, pp. 467-502

Howe, K., J. He e G. W. Kao (1992) *One-time cash flow announcements and free cash flow theory: share repurchases and special dividends*, The Journal of Finance, vol. 47, nº5, pp. 1963-1975

Huberman, G. (1990) *Dividend neutrality with transaction costs*, The Journal of Business, vol. 63, nº1, pp. S93-S106

Hutchinson, M. e F. A. Gul (2004) *Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance*, Journal of Corporate Finance, nº10, pp. 595-614

Jagannathan, M., C. P. Stephens e M. S. Weisbach (2000), *Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases*, Journal of Financial Economics, nº 57, pp. 355-384

Jahera, J. S., W. P. Lloyd e N. K. Modani (1986) *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend*, Akron Business and Economic review, vol. 17, n°4, pp. 55-61

Jayaraman, N. e K. Shastri (1988) *The valuation impacts of specially designated dividends*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 23, n° 3, pp. 301-312

Jensen, G. R., D. P. Solberg e T. S. Zorn (1992) *Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 27, n° 2, pp. 247-263

Jensen, M. C. (1986) *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, American Economic Review, vol.76, n°2, 332-329

Jensen, M. C. e W. H. Meckling (1976) *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, Outubro, volume 3, n°4, 305-360

John, K. e H. P. Lang (1991) *Insider trading around dividend announcements: theory and evidence*, The Journal of Finance, 46, n°4, pp. 1361-1389

John, K. e B. Mishra (1990) *Information content of insider trading around corporate announcements: the case of capital expenditures*, The Journal of Finance, 45, n°3, pp. 835-855

Jong, Abe D., R. Van Dijk e C. Veld (2003) *The dividend and share repurchase policies of Canadian firms: empirical evidence based on an alternative research design*, International Review of Financial Analysis, volume 12, n°4

John, K. e J. Williams (1985) *Dividends, dilution and taxes: a signalling equilibrium*, The Journal of Finance, vol. 40, n°4, pp. 1053-1070

Jönsson, S. (1996), *Accounting and business economics tradition in Sweden, a pragmatic view*, The European Accounting Review, nº 5, vol.3, pp. 435-448

Kalay, A. e U. Lowenstein (1986) *The information content of the timing of dividend announcements*, Journal of Financial Economics, vol. 16, nº3, pp. 373-388

Kalay, A. (1982a) *Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints*, Journal of Financial Economics, nº 5, pp. 147-175

Kalay, A. (1982b) *The ex-dividend day behaviour of stock prices: a re-examination of the clientele effect*, The Journal of Finance, vol. 37, nº4, pp. 1059-1070

Kalay, A. (1980) *Signalling, information content and the reluctance to cut dividends*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 15, nº4, pp. 855-869

Kane, A., Y. K. Lee e A. Marcus (1980) *Signaling, information content and the reluctance to cut dividends*, Journal of Finance and Quantitative Analysis, Novembro, pp. 855-870

Kayo, E. K. e R. Fama (1997) *Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento*, Caderno de Pesquisas em Administração, volume 2, nº5, 2º semestre

Kato, H. K. e W. Tsay (2002) *Are stock dividends (MUSHOs) melons or lemons in Japan?* Pacific-Basin Finance Journal, volume 10, nº5, Novembro, pp. 531-548

Kazanjian, R. K. (1988) *Relation of dominant problems to stages of growth in technology-based new ventures*, Academy of Management Journal, vol. 31, nº2, pp. 257-279

Khan, T. (2006), *Company dividends and ownership structure: evidence from UK panel data*, Social Science Research Network (SSRN), Electronic Papers Collection, Maio ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Khang, K. e T. D. King (2002) *Is dividend policy related to information asymmetric? Evidence from insiders trading gains*, Social Science Research Network (SSRN), Electronic Papers Collection, Novembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Kumar, Pr. e B. S. Lee (2001) *Discrete dividend policy with permanent earnings*, Financial Management, vol.30, n°3, Outono

Kumar, P. (1988) *Shareholder-manager conflict and the information content of dividends*, Review of Financial Studies, vol. 1, n°2, pp. 111-136

Lang, L. H. e R. H. Litzenberger (1989) *Dividend announcements: cash flow signaling versus free cash flow hypothesis?*, Journal of Financial Economics, n° 24, pp. 181-191

Lasfer, M. (2007), *Taxes and ex-day returns: evidence from UK and Continental Europe*, SSRN Electronic Papers Collection, Fevereiro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Lasfer, M. e M. Zenonos (2003), *The tax impact on the ex-dividend dates: evidence of European firms*, SSRN Electronic Papers Collection, Julho ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Lease, R. C., K. John, A. Kalay, U. Loewenstein e O. H. Sarig (1999) *Dividend policy: its impact on firm value*, Harvard Business School Press, Boston

Lee, C. F. e S. W. Forbes (1983) *Dividend policy, equity value and cost of capital estimates for the property and liability insurance industry*, em “Financial Analysis and Planning – Part VI”, Cheng F. Lee (ed.), Addison-Wesley Publishing Company, New York

Leland, H. C. e D. H. Pyle (1977) *Information asymmetries, financial structure and financial intermediation*, The Journal of Finance, vol. 32, n°2, pp. 371-387

Lie, E. (2005) *Financial flexibility, performance and the corporate payout choice*, The Journal of Business, volume 78, n°6, Novembre, pp. 2179-2201

Lie, E.,(2000) *Excess finds and agency problems: an empirical study of incremental cash disbursements*, The Review of Financial Studies, Vol. 13, n°1, pp 219 – 248.

Liljeblom, E. e D. Pasternack (2002), *Share repurchases, dividends and executive options: empirical evidence from Finland*, SSRN Electronic Papers Collection, Fevereiro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Lintner, J. (1956) *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes*, American Economic Review, n° 46, Maio, pp. 97 -113

Lippert, R. L., T. D. Nixon e E. A. Pilotte (2000) *Incentive compensation and the stock price response to dividend increase announcements*, The Financial Review, vol. 35, n°4, pp. 69-94

Lipson, M. L., C. P. Maquieira e W. Megginson (1998) *Dividend initiations and earnings surprises*, Financial Management, 27, n°3, pp. 36-45

Litzenberger, R. e K. Ramaswamy (1979) *The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence*, Journal of Financial Economics, vol. 7, n°2, pp. 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, pp.19-29

Luo, G. Y., I. Brick e M. Frierman (2002) *Strategic decision making of the firm under asymmetric information*, Review of Quantitative Finance and Accounting, vol. 19, n°2, pp. 215-238

Maksimovic, V. e G. Phillips (2004) *The industry life cycle and acquisitions and investment: does firm organization matter?* SSRN Electronic Papers Collection, Novembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Mancinelli, L. e A. Ozkan (2006), *Ownership structure and dividend policy: evidence from Italian firms*, The European Journal of Finance, volume 12, nº13, Abril 2006, pp. 265-282

Marinakis, P. (2006), *Dividend changes and the persistence of past earnings changes, empirical evidence from the Athens Stock Exchange*, SSRN Electronic Papers Collection, Março ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Maroco, J. (2003) *Análise estatística com a utilização do SPSS*, Edições Sílabo, 2ª edição, Lisboa

Martins, A. e P. M. Gama (2002) *A fiscalidade e os dividendos: uma análise empírica da distribuição de lucros das sociedades portuguesas entre 1989 e 1995*, em “A fiscalidade e o sistema económico: escritos sobre a tributação do rendimento”, Fundação Bissaya – Barreto, Instituto Superior Bissaya-Barreto, pp. 71-103

Martins, A. (1999) *A fiscalidade e o financiamento das empresas*, Editora Vida Económica, Porto

Matias, M. F. I. (2001) *Especificidade dos activos e estrutura de capital*, Tese de doutoramento, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa (ISCTE), Lisboa

Maury, C. B. e A. Pajuste (2002), *Controlling shareholders, agency problems and dividend policy in Finland*, Helsinki School of Economics working papers, SSRN Electronic Papers Collection, Dezembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

McCabe, G. (1979) *The empirical relationship between investment and financing: a new look*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 14, pp. 119-135

Meggison, W. (1997) *Corporate finance theory*, Addison-Wesley Publishing Company, New York

Miller, M. H. e K. Rock (1985) *Dividend policy under asymmetric information*, The Journal of Finance, vol. 40, n°4, pp. 1031-1051

Miller, D. e P. H. Friesen (1984) *A longitudinal study of the corporate life cycle*, Management Science, volume 30, n° 10, Outubro, pp. 1161-1182

Miller, M. H. e F. Modigliani (1983) *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, em “Financial Analysis and Planning – Part VI”, Cheng F. Lee (ed.), Addison-Wesley Publishing Company, New York

Miller, M. H. e F. Modigliani (1961) *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, Journal of Business, Outubro, pp. 411-433

Miller, M. H. (1993) *The Modigliani-Miller propositions after thirty years*, em “The new corporate finance – Where theory meets practice”, Donald Chew Jr. (ed.), Mc Graw-Hill, New York

Miller, M. H. (1993) *Behavioral rationality in finance: the case of dividends*, em “The new corporate finance – Where theory meets practice”, Donald Chew Jr. (ed.), Mc Graw-Hill, New York

Miller, M. H. e M. S. Scholes (1982) *Dividends and taxes: some empirical evidence*, Journal of Political Economy, vol. 90, n°6, pp. 1118-1141

Miller, M. H. e M. S. Scholes (1978) *Dividend and taxes*, Journal of Financial Economics, vol. 6, n°4, pp. 333-364

Modigliani, F. (1982) *Debt, dividend policy, taxes, inflation and market valuation*, The Journal of Finance, volume 37, n°2, Maio, pp. 255-273

Modigliani, F. e M. H. Miller (1963) *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, The American Economic Review, 53, n°3, pp. 433-443

Modigliani, F. e M. H. Miller (1958) *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*, American Economic Review, n°48, pp. 261-297.

Moh'd, M. A., L. L. Perry e J. N. Rimbey (1995) *An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy*, The Financial Review, vol. 30, n°2, pp. 367-385

Mozes, H. A. e D. C. Rapaccioli (1998) *The link between dividend changes and future earnings*, Journal of Financial Statement Analysis, vol 3, n°3, pp. 29-39

Mueller, D. (1986) *A life cycle theory of the firm* em “The modern corporation profits, power, growth and performance” (capítulo 7), D. Mueller (ed.), Wheatsheaf Books, Brighton

Mueller, D. (1986) *Life cycle effects on corporate returns and retentions* em “The modern corporation profits, power, growth and performance” (capítulo 8), D. Mueller (ed.), Wheatsheaf Books, Brighton

Myers, S. C. (2000) *Outside equity*, The Journal of Finance, vol. 55, n° 3, pp. 1005-1037

Myers, L. A. e D. J. Skinner (1999) *Earnings momentum and earnings management*, Social Science Research Network (SSRN), Electronic Papers Collection, Abril ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Myers, S. e N. Majluf (1984) *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, volume 13, n°2, Junho 1984, 187-222

Myers, S. C. (1997) *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics, nº 5, pp. 147-175

Napier, C. J. (1996), *Accounting and the absence of a business economics tradition in the United Kingdom*, The European Accounting Review, nº 5, vol. 3, pp. 449-481

Nelson, L. (1999) *Dividend policy and clientele rationality*, Social Science Research Network (SSRN), Electronic Papers Collection, Dezembro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Nissim, D. e A. Ziv (2001) *Dividend changes and future profitability*, The Journal of Finance, 56, nº6, pp. 2111-2133

Noronha, G. M., D. K. Shome e G. E. Morgan (1996) *The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions*, Journal of Banking and Finance, nº 20, 439-454

Norusis, M. J. (1986), *The SPSS guide to data analysis*, SPSS Inc., Chicago

Ofer, A. R. e D. R. Siegel (1987) *Corporate financial policy, information and market expectations: na empirical investigation of dividends*, The Journal of Finance, 42, nº4, pp. 889-911

Pacheco, L. K. (1999) *O estado da arte em política de dividendos*, série Moderna Finança, nº9, Bolsa de Derivados do Porto (BDP), Porto

Paris, F. M. (2001), *The effect of the nineties 'tax reforms on the shareholders' remuneration policies implemented by the Italian unlisted firms*, SSRN Electronic Papers Collection, Maio ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Pashley, M. M. e G. C. Philippatos (1990) *Voluntary divestitures and corporate life cycle: some empirical evidence*, Applied Economy, nº 22, pp. 1181-1196

Penman, S. H. e T. Sougiannis (1997) *The dividend displacement property and the substitution of anticipated earnings for dividends in equity valuation*, The Accounting Review, vol. 72, nº1, pp. 1-22

Penman, S. H. e T. Sougiannis (1996) *A comparison of dividend, cash-flow and earnings approaches to equity valuation*, SSRN Electronic Papers Collection, Abril ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Pestana, M. H. e J. N. Gageiro, *Análise de dados para ciências sociais, a complementaridade do SPSS*, Edições Sílabo, 3ª edição, Lisboa

Peterson, P., D. Peterson e J. Ang (1985) *Direct evidence on the marginal rate of taxation on dividend income*, Journal of Financial Economics, vol. 14, nº 2, pp. 267-282

Petit, R. R. (1972) *Dividend announcements, security performance and capital market efficiency*, The Journal of Finance, vol. 27, nº5, pp. 993 – 1007

Pinto, P. (1997), *Regressores dummy e sua aplicabilidade no modelo clássico de regressão linear*, 2 volumes, Tese de mestrado, Faculdade de Economia, Universidade do Algarve, Faro

Porta, R. La, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. W. Vishny (1997) *Agency problems and dividend policies around the world*, SSRN Electronic Papers Collection, Novembro, ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Poterba, J. e L. Summers (1984) *New evidence that taxes affect the valuation of dividend*, The Journal of Finance, vol. 39, nº5, pp. 1397-1415

Quinn, R. E. e K. Cameron (1983) *Organizational life cycles and shifting criteria of effectiveness: some preliminary evidence*, Management Science, Vol. 29, nº1, pp. 33-51

- Quintart, A. e R. Zisswiller (1985) *Teoria financeira*, Editora Caminho, Lisboa
- Raposo, M. e J. Ferreira (1998) *Estudo e desenvolvimento de uma taxonomia de estádios de ciclo de vida das pequenas e médias empresas*, Revista Portuguesa de Gestão, nº1, pp. 77-94
- Rebello, S. F. (2003) *A estrutura de capital e o ciclo de vida das empresas*, Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia da Universidade do Algarve, Faro
- Renneboog, L. e G. Trojanowski (2005) *Patterns in payout policy and payout channel choice of UK firms in the 1990s*, SSRN Electronic Papers Collection ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))
- Rink, D. R., D. M. Roden e H. Fox (1999) *Financial management and planning with product life cycle concept*, Business Horizons, Setembro/Outubro, pp. 65-72
- Rink, D. R. e J. E. Swan (1979) *Product life cycle research: a literature review*, Journal of Business Research, pp. 219-247
- Robinson, C. (1996) *Can we reconcile finance with nature?*, International Review of Financial Analysis, vol.5, nº3, 185-195
- Ross, S. A. (1977) *Some notes on financial incentive-signalling models, activity choice and risk preferences*, Journal of Finance, vol. 33, nº3, Dezembro, pp. 28-30
- Rozeff, M. (1992) *How companies set their dividend – payout ratios*, em “The revolution in corporate finance”, Joel M. Stern e Donald Chew Jr. (ed.), Blackwell Finance, 2ª edição, New York
- Rozeff, M. (1982) *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios*, Journal of Financial Research, vol. V, nº3, pp. 249-259

Sarig, O. (1999) *A longitudinal analysis of corporate payout policies*, SSRN Electronic Papers Collection, Outubro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Scott, M. e R. Bruce (1987) *Five stages of growth in small business*, Long Range Planning, vol. 20, n°3, pp. 45-52

Senchack Jr., A. J. e W. Y. Lee (1980) *Comparative dynamics in a life cycle theory of the firm*, Journal of Business Research, n° 148, pp. 159-185

Short, H., H. Zhang e K. Keasey (2002) *The link between dividend policy and institucional ownership*, Journal of Corporate Finance 8, 105-122

Silva, A. C. e R. Leal (2004) *Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil*, SSRN Electronic Papers Collection ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Silva, J. B. (2000) *A survey of management views on corporate dividend policy in Portugal*, 23<sup>rd</sup> Congress of the European Accounting Association, Munique, 29-31 Março

Silva, J. B. (1996) *A política de dividendos das empresas, um estudo sobre o comportamento das empresas e a perspectiva dos gestores portugueses*, Dissertação de mestrado, Universidade Portucalense, Porto

Silva, L. C., M. Goergen e L. Renneboog (2002) *When do German firms change their dividends?*, SSRN Electronic Papers Collection, Maio ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Skinner, D. J. (2004) *What do dividends tell us about earnings quality?*, SSRN Electronic Papers Collection, Janeiro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Smith, C. W. e R. L. Watts (1992) *The investment opportunities set and corporate financing, dividend and compensation policies*, Journal of Financial Economics, vol. 32, n°3, pp. 263-292

Smith, K. G., T. R. Mitchell e C. E. Summer (1985) *Top level management priorities in different stages of the organizational life cycle*, Academy of Management Journal, volume 28, nº4, pp. 799-820

Stewart, Jon (1991), *Econometrics*, Philip Allan Ed., Hertfordshire

Summers, L. (1982) *Discussion of Litzenberger and Ramaswamy (1980)*, The Journal of Finance, nº 37, pp. 472-474

Thomas, S. (2002) *Firm diversification and asymmetric information: evidence from analysts' forecasts and earnings announcements*, Journal of Financial Economics, volume 64, Junho, pp. 373-396

Trigueiros, D. (2005) *The use of accounting data in statistical models*, Estudos II, Separata, Faculdade de Economia da Universidade do Algarve

Trigueiros, D. (1995) *Accounting identities and the distribution of ratios*, British Accounting Review, nº 27, pp 109-126

Trojanowski, G. (2004), *Ownership structure and payout policy in the UK*, SSRN Electronic Papers Collection, Janeiro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Tse, C. B. (2002) *Signs of the times*, Financial Management, Julho/Agosto, pp. 30-31

Tsoukalas, D. e S. Sil (2000) *The determinants of stock price: evidence from the United Kingdom stock market*, International Journal of Management, vol. 17, nº 1, pp. 53-61

Tsoukalas, D. (1999) *Predictable patterns of stock returns: evidence from Japanese stock market*, International Journal of Management, vol. 17, nº1, pp. 53-61

Van de Ven, A. H. e M. S. Poole (1995), *Explaining development and change in organizations*, Academy of Management Review, vol. 20, nº3, pp. 510-540

Vieira, E. e C. Raposo (2007a) *Lower propensity to pay dividends? New evidence from Europe*, SSRN Electronic Papers Collection, Janeiro ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Vieira, E. e C. Raposo (2007b), *Signalling with dividends? The signalling effects of dividend change announcements: new evidence from Europe*, SSRN Electronic Papers Collection, Agosto ([papers.ssrn.com/](http://papers.ssrn.com/))

Walter, J. E. (1956) *Dividend policies and common stock prices*, Journal of Finance, nº 11, Março, pp 29-41.

Van Horne, J. C. e R. Mc Donald (1971) *Dividend policy and new equity financing*, Journal of Finance, nº26, Junho, pp. 507-519

White, L. (1996) *Executive compensation and dividend policy*, Journal of Corporate Finance, nº2, pp. 335-358

Woolridge, J. R. e C. Ghosh (1992) *Dividend cuts: do they always signal bad news?*, em “The revolution in corporate finance”, Joel M. Stern e Donald Chew Jr. (ed.), Blackwell Finance, 2ª edição, New York

Yoon, P. S. e L. T. Starks (1995) *Signalling, investment opportunities and dividend announcement*, Review of Financial Studies, Inverno, vol. 8, nº4, pp. 995-1018

Yun, S. L. (1995) *A life cycle theory of the firm: an empirical test*, Dissertation for the degree of Doctor of Philosophy, Faculty of the Graduate School of The University of Maryland, Maryland

Zambon, S. (1996) *Accounting and business economics traditions: a missing european connection?*, The European Accounting Review, 5:3, pp. 401-411

Zeng, T. (2003) *What determines dividend policy: a comprehensive test*, Journal of American Academy of Business, 2, n°2, pp. 304-309