



## Universidades Lusíada

Salgado, Nuno José Oliveira

### **A política de dividendos na maximização do valor da empresa : evidência empírica nas empresas cotadas na Euronext Lisboa**

<http://hdl.handle.net/11067/7612>

#### **Metadados**

<b>Data de Publicação</b>	2024
<b>Resumo</b>	<p>Ao longo do tempo, tem havido uma extensa pesquisa sobre os fatores que afetam a política de dividendos de uma empresa, contudo, não existe um consenso sobre a melhor estratégia de a política de dividendos criar valor de mercado na empresa. Os dividendos representam uma percentagem do lucro que é distribuído aos acionistas, recebendo cada um a sua participação no capital da sociedade. O objetivo principal desta investigação é analisar o impacto das variáveis explicativas da política de dividendo...</p> <p>Over time, there has been extensive research into the factors that affect a company's dividend policy, however, there is no consensus on the best strategy for the dividend policy to create market value in the company. Dividends represent a percentage of profit that is distributed to shareholders, each receiving their share of the company's capital. The main objective of this research is to analyse the impact of the explanatory variables of dividend policy on the maximization of company value. T...</p>
<b>Palavras Chave</b>	Gestão, Política de dividendos, Euronext Lisboa, Dividendos, Valor de mercado da empresa
<b>Tipo</b>	masterThesis
<b>Revisão de Pares</b>	no
<b>Coleções</b>	[ULF-FCEE] Dissertações

Esta página foi gerada automaticamente em 2024-10-02T07:16:00Z com informação proveniente do Repositório



**UNIVERSIDADE LUSÍADA**  
**VILA NOVA DE FAMALICÃO**

**A Política de dividendos na maximização do valor da  
empresa: Evidência empírica nas empresas cotadas na  
Euronext Lisboa**

**Nuno José Oliveira Salgado**

**Dissertação para a obtenção do Grau de Mestre em Gestão**

Vila Nova de Famalicão – Março de 2024



**UNIVERSIDADE LUSÍADA**  
**VILA NOVA DE FAMALICÃO**

**A Política de dividendos na maximização do valor da  
empresa: Evidência empírica nas empresas cotadas na  
Euronext Lisboa**

**Nuno José Oliveira Salgado**

**Orientador: Prof.<sup>a</sup> Doutora Isabel Oliveira**

**Dissertação para a obtenção do Grau de Mestre em Gestão**

## **Agradecimentos**

A presente dissertação é fruto de muito esforço e dedicação, porém nada se consegue sozinho. Todo o ser humano necessita de ajuda e inspiração para percorrer o seu caminho.

Primeiramente agradeço a colaboração da minha orientadora Professora Doutora Isabel Oliveira da Universidade Lusíada Norte – Vila Nova de Famalicão, por toda ajuda e partilha de conhecimentos pois se mostraram fundamentais para a elaboração da minha dissertação.

Agradeço a todos os docentes da Universidade Lusíada pela oportunidade de elaborar o presente estudo e por ao longo dos últimos anos terem contribuído para o domínio de conhecimentos adquiridos.

Agradeço a todos os meus amigos pelos incentivos e encorajamento na conclusão da dissertação.

À minha família e especial os meus pais que de uma forma ou de outra, contribuíram na concretização deste trabalho.

*“Faz e Pensa, Pensa e Faz”*

# Índice

Agradecimentos .....	i
Índice .....	ii
Índice de Tabelas .....	iii
Resumo .....	v
Abstract.....	vi
Lista de abreviaturas .....	vii
Capítulo 1 - Introdução.....	1
1.1 Objetivos de estudo.....	1
1.2 Estrutura do estudo .....	4
Capítulo 2 - Revisão de Literatura.....	5
2.1 Modelos e teorias de políticas de distribuição de dividendos.....	5
2.1.1 Teoria da preferência dos dividendos.....	5
2.1.2 Teoria residual dos dividendos.....	6
2.1.3 Modelo de Gordon e Shapiro .....	7
2.1.4 Teoria da irrelevância dos dividendos.....	9
2.1.5 Teoria da sinalização .....	10
2.1.6 Teoria do Custo da Agência .....	11
2.2 Estrutura de capital e pagamento de dividendos em empresas cotadas .....	13
2.3 Estudo sobre as políticas de distribuição de dividendos .....	17
2.4 A tributação da rentabilidade das ações .....	20
2.4.1 Tributação dos dividendos .....	20
2.4.2 Tributação dos ganhos de capital (mais valias).....	23
2.5 O desaparecimento dos dividendos.....	25
2.6 A recompra de Ações.....	26
Capítulo 3 - Metodologia.....	27
Capítulo 4 - Amostra .....	40
4.1 Definição de amostra.....	40
4.2 Análise estatística .....	41
Capítulo 5 - Resultados Empíricos .....	46
Capítulo 6 - Conclusões, Limitações do Estudo e Sugestões para Futura Investigação	54
Referências .....	60

## Índice de Tabelas

Tabela 1 - Síntese das Teorias estudadas.....	12
Tabela 2 - Evolução da Taxa de Tributação de Dividendos (1988-2013).....	21
Tabela 3 - Teste de significância individual.....	38
Tabela 4 - Seleção da amostra.....	40
Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis.....	41
Tabela 6 - Estatísticas descritivas dos dividendos por ação e cotação média por ação..	42
Tabela 7 - Correlações.....	44
Tabela 8 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa variação do ativo não corrente.....	46
Tabela 9 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa variação do resultado líquido.....	46
Tabela 10 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa variação do volume de negócios.....	47
Tabela 11 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa grau de alavancagem financeira.....	47
Tabela 12 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa estrutura do endividamento.....	47
Tabela 13 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa gastos financeiros.....	47
Tabela 14 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa payout.....	47
Tabela 15 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa liquidez.....	48
Tabela 16 - Equação (2): Modelo com a variável explicativa rendibilidade do ativo...	48
Tabela 17 - Equação (2): Modelo com a variável explicativa return on equity.....	48
Tabela 18 - Equação (2): Modelo com a variável explicativa comportamento das ações.....	48
Tabela 19 - Equação (2): Modelo com a variável explicativa liquidez.....	48
Tabela 20 - Equação (2): Modelo com a variável explicativa estrutura do endividamento.....	49
Tabela 21 - Equação (2): Modelo com a variável explicativa grau de alavancagem financeira.....	49
Tabela 22 -Equação (14): Modelo de regressão linear múltipla da variável cotação da ação.....	50

Tabela 23 - Equação (15): Modelo de regressão linear múltipla da variável dividendo por ação.....	50
Tabela 24 - Equação (16): Estimação ao modelo de regressão linear múltipla.....	51
Tabela 25 - Equação (17): Estimação ao modelo de regressão linear múltipla.....	52

## Resumo

Ao longo do tempo, tem havido uma extensa pesquisa sobre os fatores que afetam a política de dividendos de uma empresa, contudo, não existe um consenso sobre a melhor estratégia de a política de dividendos criar valor de mercado na empresa.

Os dividendos representam uma percentagem do lucro que é distribuído aos acionistas, recebendo cada um a sua participação no capital da sociedade. O objetivo principal desta investigação é analisar o impacto das variáveis explicativas da política de dividendos na maximização do valor das empresas. A amostra é constituída por empresas cotadas na Euronext Lisboa no período de 2011 a 2021.

Recorreu-se à utilização de regressões lineares multivariadas na análise das variáveis explicativas da cotação média da ação e do dividendo por ação.

As contribuições deste estudo vêm fornecer informações relevantes para investidores, gestores e investigadores académicos que desta forma, podem melhorar a compreensão das práticas de distribuição de dividendos das empresas e seus impactos nos mercados financeiros e nas estratégias empresariais.

Os resultados das regressões demonstram que a estrutura de endividamento, o grau de alavancagem financeiro e o *return on equity* são as variáveis independentes que explicam o valor do dividendo por ação. Já o ativo não corrente, resultado líquido e o grau de alavancagem financeiro justificam a cotação média por ação.

**Palavras-chaves:** Política de dividendos, Euronext Lisboa, dividendos, valor de mercado da empresa, rendibilidade das ações.

## **Abstract**

Over time, there has been extensive research into the factors that affect a company's dividend policy, however, there is no consensus on the best strategy for the dividend policy to create market value in the company.

Dividends represent a percentage of profit that is distributed to shareholders, each receiving their share of the company's capital. The main objective of this research is to analyse the impact of the explanatory variables of dividend policy on the maximization of company value. The sample consists of companies listed on Euronext Lisbon between 2011 and 2021.

Multivariate linear regressions were used to analyze the explanatory variables of the average share price and the dividend per share.

The contributions of this study provide relevant information for investors, managers and academic researchers who, in this way, can improve their understanding of companies' dividend distribution practices and their impact on financial markets and corporate strategies.

The results of the regressions show that the debt structure, the degree of financial leverage and the return on equity are the independent variables that explain the value of the dividend per share. Non-current assets, net income and the degree of financial leverage explain the average price per share.

**Keywords:** Dividend policy, Euronext Lisbon, dividends, company market value, stock returns.

## Lista de abreviaturas

<b>CMPA</b>	Comportamento das ações
<b>DIV_ACAO</b>	Dividendos por ação
<b>EEND</b>	Estrutura do endividamento
<b>GAF</b>	Grau de alavancagem financeira
<b>GASTF</b>	Gastos de financiamento
<b>IRC</b>	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
<b>IRS</b>	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
<b>LQ</b>	Liquidez
<b>PAY</b>	<i>Payout</i>
<b>ROA</b>	Rendibilidade operacional do ativo
<b>ROE</b>	<i>Return on Equity</i>
<b>SNC</b>	Sistema de normalização contabilística
<b>VANC</b>	Variação do Ativo não corrente
<b>VRL</b>	Variação do Resultado Líquido
<b>VVN</b>	Variação do Volume de negócios
<b>YM</b>	Cotação média entre os meses março e junho

# Capítulo 1 - Introdução

## 1.1 Objetivos de estudo

O objetivo central da gestão financeira nas organizações é maximizar o valor para os acionistas, entendido como a valorização/cotação das ações da empresa.

A política de dividendos refere-se ao conjunto de regras ou normas que uma empresa segue para decidir quanto a parte do seu lucro que será distribuído aos acionistas. No entanto, a escolha do pagamento de dividendos é decidida em última instância pelo conselho de administração da empresa, são decisões a serem bem ponderadas, uma vez que, para além de difícil reversão ao acordo da distribuição de dividendos estipulado, ao verificar-se a existência da falta de liquidez da empresa em cumprir com as decisões acordadas com os acionistas origina uma diminuição da confiança dos investidores para futuros investimentos (Firer et al., 2004).

Diversos estudos foram realizados sobre a política de dividendos, de forma a explicar as alterações de valor da empresa relacionada com a política de dividendos. A política de dividendos é considerada uma das decisões mais importantes que podem afetar o desempenho financeiro da empresa e o seu valor, via alteração da cotação das ações. Os dividendos são considerados um elemento importante para a empresa pois irá afetar o autofinanciamento e as decisões de investimento da empresa. Se as decisões de investimento dependerem do fluxo de caixa disponível das atividades operacionais, podem ter grande influência sobre as oportunidades de investimento (Ebire et al., 2018); (Farrukh et al., 2017); (Anandasayanan & Thirunavukkarasu, 2016).

A principal fonte de financiamento de uma organização é a parte do resultado líquido da empresa que não é distribuído, ficando em lucros retidos, é o que se chama o financiamento próprio interno de uma empresa, ou autofinanciamento. O pagamento de dividendos reduz o financiamento próprio interno, portanto, a política de dividendos afeta a fonte o financiamento próprio e indiretamente, o capital alheio. O mesmo significa que, o pagamento de dividendos, por um lado, pode aumentar a atratividade das ações, mas por outro lado, não permitirá aumentar o valor contabilístico do capital e, pior ainda, não oferece uma oportunidade de investir esses fundos em projetos rentáveis.

A política de dividendos é um tópico importante na gestão financeira das empresas e tem sido objeto de estudo por diversos autores ao longo do tempo. Alguns dos autores mais influentes e respeitados do mundo económico foram importantes para o desenvolvimento de teorias e abordagens relacionadas à política de dividendos, tais como: Gordon Lintner, Myron, Modigliani e Miller, Ross, Leland e Pyle, Jensen e Meckling.

Lintner é conhecido pelos seus estudos sobre a teoria da preferência de dividendos a ganhos de capital futuros e incertos, estabelecendo assim uma relação entre política de dividendos e o valor de mercado da empresa. Reforçando a teoria (Brigham & Gordon, 1968) e (Van Horne, 1971) vieram mostrar que a maximização do valor da empresa é influenciado por uma distribuição generosa de dividendos.

A teoria residual dos dividendos defende que a distribuição dos dividendos diminui a capacidade de autofinanciamento da empresa, influenciando desta forma a política de investimentos. Sendo assim, o valor do dividendo a pagar só pode ser determinado após todas as oportunidades de investimento terem sido aprovadas pela empresa (Gitman, 1978) e (Lumby, 1991)

Modigliani e Miller desenvolvem a teoria da irrelevância dos dividendos ao defenderem que valor da empresa é determinado pela capacidade da empresa em gerar lucro e pelo risco do negócio e não pela política de dividendos adotada.

Teoria da sinalização explora de perspectiva diferente o valor dos dividendos na empresa ao defender que os dividendos têm um conteúdo informacional elevado. Um aumento no nível de dividendos distribuídos, os investidores formam expectativas futuras da empresa promissoras e assim provocam o aumento da cotação das ações, e vice-versa. (Ross, 1977) e (Leland & Pyle, 1977)

A teoria do Custo e de Agência de Jensen e Meckling, (1976) expressam a não existência de agentes perfeitos faz com que origine conflitos de agência numa empresa. Para minimizar os custos de agência é necessário criar procedimentos de vigilância sobre os agentes e criar políticas de incentivos de forma a salvaguardar os interesses da empresa.

Neste sentido, não existe um consenso sobre a capacidade de a política de dividendos influenciar o valor das ações e sobre o valor ótimo dos lucros distribuídos para os acionistas. Um número significativo de pontos de vista e uma grande acumulação de vários estudos, cada um dos quais confirma uma ou outra opinião, mas todos eles são baseados em várias teorias da política de dividendos.

Face à revisão da literatura, o objetivo do presente trabalho é encontrar as variáveis explicativas da política de dividendos na maximização do valor da empresa: evidência empírica nas empresas cotadas na Euronext Lisboa. A análise empírica é com base em uma amostra constituída por 18 empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa no período de 2011 a 2021.

Em termos metodológicos, opta-se pela utilização em dados em painel e os modelos propostos são estimados através do método dos mínimos dos quadrados. É realizado o teste estatístico Hausman e na avaliação dos modelos que são estimados são utilizados alguns testes estatísticos, o teste de significância individual de cada variável explicativa, o coeficiente de determinação ajustado ( $R^2_a$ ) e o teste de significância global do modelo.

Nesta dissertação analisa-se duas variáveis dependentes, o dividendo por ação e a cotação média da ação, para a estimação de um modelo de regressão linear para cada variável dependente. A escolha das variáveis explicativas da política de dividendos são aquelas que têm sido utilizadas em estudos anteriores, tais como: (1) ativo não corrente, (2) resultado líquido, (3) volume de negócios, (4) grau de alavanca financeira, (5) estrutura do endividamento, (6) gastos de financiamento, (7) *pay-out*, (8) liquidez, (9) rentabilidade do ativo, (10) *return on equity* e (11) comportamento das ações.

A presente dissertação é relevante para aumentar o conhecimento sobre os determinantes que explicam a maximização do valor das empresas após a decisão da política de dividendos.

Primeiro, existem poucos estudos empíricos com amostras de empresas portuguesas, e os existentes são relativos a períodos anteriores a 2010 desta forma, expõe novos dados para a comunidade científica sobre o tema vigente, pois as condições poder-se-ão alterado.

Segundo, o mercado de valores mobiliários português é mais reduzido face aos mercados em que incide a maioria dos estudos empíricos, existindo assim, fatores que possam apresentar conclusões diferentes.

Terceiro, a presente dissertação explora temas de interesse para um amplo conjunto de gestores/administradores de empresas, investidores e expõe novos dados para a comunidade científica sobre o tema vigente.

## **1.2 Estrutura do estudo**

A estrutura da presente dissertação é constituída por cinco capítulos.

O capítulo um apresenta o tema, os objetivos da dissertação e a relevância do estudo.

O segundo capítulo é constituído pela revisão de literatura do tema em análise. Inicia-se com a explicação de modelos sobre a política de dividendos e a análise da relação entre a estrutura de capital próprio das empresas e a política de dividendos. Nas subsecções seguintes são apresentados estudos sobre a política de distribuição de dividendos e a sua tributação em sede fiscal. Termina-se com uma análise sobre o desaparecimento do dividendo e a sua recompra.

No terceiro capítulo é apresentada a metodologia utilizada nesta dissertação. São definidos os objetivos de pesquisa e as hipóteses de investigação. Para tal definem-se, as variáveis dependentes e independentes, os métodos a utilizar e os testes estatísticos a realizar para analisar os modelos estimados.

O capítulo quatro descreve a amostra utilizada nesta investigação e é realizado o tratamento estatístico desta.

O capítulo cinco apresenta os resultados empíricos dos modelos definidos no capítulo da metodologia e é efetuada uma análise aos modelos estimados.

Por fim, no último capítulo é apresentado as conclusões deste estudo empírico, bem como são relatadas as limitações que o trabalho de investigação revela, propondo algumas recomendações para futuras investigações.

## **Capítulo 2 - Revisão de Literatura**

### **2.1 Modelos e teorias de políticas de distribuição de dividendos**

Em geral, o conceito de dividendos, da palavra latina dividendo - o que deve ser dividido significa a quantia que um acionista recebe sobre os lucros realizados por uma empresa da qual detém ações como retorno do seu investimento na empresa segundo o SNC. Os dividendos podem ser pagos em dinheiro ou em ações. A decisão dos dividendos a distribuir é parte integrante da decisão de financiamento. Quando uma empresa obtém lucros (o lucro é frequentemente usado como uma medida de desempenho, tais como o retorno do investimento ou os resultados por ação). As parcelas dos lucros são distribuídas e as restantes são retidas pela empresa para fins futuros. Esses lucros retidos são as fontes internas de financiamento da empresa, o designado financiamento interno próprio.

Neste corrente pode-se dividir em três grupos diferentes de pensamento, os centristas, que defendem a irrelevância da política de dividendos e que esta não interfere no preço das ações e, por sua vez, o valor da empresa; os radicais que afirmam numa influência negativa vindo da distribuição de dividendos, devido ao efeito dos impostos sobre os dividendos; e por último os conservadores que atentam os dividendos como atrativos, e que estes provocam um efeito positivo nos preços das ações e conseqüentemente no valor da empresa, optando desta forma pela segurança dos seus investimentos e minimizando o risco de incerteza (Leite, 2011).

#### **2.1.1 Teoria da preferência dos dividendos**

A teoria da preferência dos dividendos baseia-se no princípio da minimização do risco pelo que os investidores preferem dividendos a ganhos de capital futuros e incertos, estabelecendo assim uma relação entre política de dividendos e o valor de mercado da empresa (Lintner, 1956). Posteriormente, (Brigham & Gordon, 1968) e (Van Horne, 1971) vieram mostrar que a maximização do valor da empresa é influenciado por uma distribuição generosa de dividendos.

John Lintner (1956) fez um estudo pioneiro através de 28 entrevistas a gestores de empresas norte-americanas onde constatou o seguinte: os gestores são relutantes em alterar a política de dividendos devido às reações dos investidores, os gestores

valorizam o pagamento historicamente constante e em monetário dos dividendos e verificou que as empresas mais maduras pagam mais dividendos do que as empresas mais recentes e ainda em crescimento, verificando-se assim um relacionamento da política de dividendos com o ciclo de vida das empresas.

A teoria da preferência dos dividendos é defendida pelos autores como Lintner (1956) e Gordon (1959) com base na relação existente entre a distribuição de dividendos e o valor das ações da empresa. E Gordon (1959) reforça que um aumento na distribuição dos dividendos gera uma diminuição de incerteza sobre o fluxo de caixa, transmitindo solidez e confiança aos mercados, provocando assim um aumento do valor das ações.

Williams, (1938) foi um dos primeiros a defender que o preço de uma ação é determinado pelo seu valor intrínseco. Neste sentido, o valor de um ativo deveria ser calculado pelo valor atual dos cash flows futuros. Assim para uma ação ordinária é determinado pelo valor presente de seus fluxos de caixa líquidos futuros, sendo estes os dividendos futuros e preço de venda estimado.

Graham & Dodd, (1934) referiram que uma unidade monetária em dividendos tem em média quatro vezes maior impacto no preço das ações do que uma unidade monetária em resultados transitados positivos não distribuídos. Graham e Dodd (1951) reforçaram a sua visão afirmando que entre duas empresas idênticas na capacidade económica e nos resultados, a que optar por uma taxa de distribuição de resultados superiores terá cotações mais altas. Portanto, concluíram pela importância do pagamento de dividendos.

### **2.1.2 Teoria residual dos dividendos**

A teoria residual dos dividendos defende que a distribuição dos dividendos diminui a capacidade de autofinanciamento da empresa, influenciando desta forma a política de investimentos. Sendo assim, o valor do dividendo a pagar só pode ser determinado após todas as oportunidades de investimento terem sido aprovadas pela empresa (Gitman, 1978); (Lumby, 1991).

A tomada de decisão sobre o pagamento ou não de dividendos estará sempre dependente das necessidades de capital próprio para financiar o crescimento da empresa. Os dividendos são vistos como o resíduo e assim a política de dividendos

como residual. Nesta perspectiva é fundamental analisar a rentabilidade dos investimentos e os custos da empresa, se o valor da rentabilidade dos investimentos for superior ao custo do capital, a empresa deve utilizar os resultados transitados para financiar os seus investimentos, caso exista excedentes do valor dos resultados transitados este podem ser distribuídos aos sócios. O retorno para os sócios é influenciado pela política de investimento e não pela política de dividendos. Os investidores são indiferentes à forma de retribuição do seu retorno, desde que seja pelo menos igual ao exigido pelo mercado (Salsa, 2010).

### **2.1.3 Modelo de Gordon e Shapiro**

Gordon et al., (1956) desenvolvem um modelo para determinar o valor da empresa que se baseia no valor atual dos futuros dividendos. Este modelo exprime o valor de uma ação em função do valor dividendo futuro, da tendência de crescimento esperada do dividendo e os retornos esperados de outros títulos com risco idêntico. Nesta fórmula os preços das ações dependem dos dividendos, do qual se pode concluir que os investidores têm preferência por dividendos e pelo seu crescimento. Os dividendos são considerados pelos investidores “dinheiro na mão” ao contrário da utilização dos resultados não distribuídos para reinvestimento, mesmo sabendo que pode gerar dividendos futuros acrescidos. Os acionistas preferem um “pássaro na mão” que são dividendos, estes são certos ao invés de “dois a voar” referindo-se aos ganhos de mais valias, que são incertos (Al-Malkawi et al, 2010).

A fórmula proposta por Gordon et al. (1956) é a seguinte:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g} \quad (1.1)$$

$P_0$  = valor ação

$D_1$  = valor dividendo a receber no final do período 1

$K_e$  = taxa de retorno esperada pelos investidores

$g$  = taxa de crescimento constante

Atualmente o modelo de Gordon e Shapiro *bird in the hand theory* encontra a sua aplicação na valorização financeira. Para provar a sua teoria Gordon (1959) utiliza os seguintes argumentos: 1) os acionistas preferem receber os dividendos no presente, pois a incerteza de adiar os dividendos para o futuro é um risco maior do que os dividendos presentes; 2) o dividendo é mais seguro do que o ganho de capital. 3) as distribuições de dividendos podem ser estabilizadas pelos gestores ao contrário do preço das ações.

Gordon (1959) constata que os dividendos têm um impacto maior sobre o preço da ação que os lucros retidos. O autor confirma que a taxa de rendibilidade exigida aumenta proporcionalmente aos resultados transitados devido à maior incerteza de lucros futuros.

Este modelo contém limitações, desde assumir como pressuposto a distribuição de dividendos por parte da empresa, o que não acontece em todas as empresas, a alta improbabilidade de as empresas manter o crescimento dos dividendos a uma taxa constante e a não inclusão de outras variáveis como a estabilidade dos resultados e o grau de endividamento.

Não obstante, Diamond (1967) desenvolveu um modelo de regressão para testar que a distribuição dividendos tem um impacto consistentemente maior sobre o valor das ações do que a não distribuição dividendos. Para o estudo o autor utiliza o coeficiente médio de três anos de valor de mercado, o lucro por ação (preço/índice de lucros) para o período anterior e uma amostra de 255 empresas americanas de oito indústrias em 1961 e 1962. Diamond (1967) confirma que os investidores preferem pagamento de dividendos aos ganhos de capital, e identificou que em setores com nível de crescimento alto, a retenção de lucros é preferencial ao pagamento de dividendos. De igual modo, a propensão para distribuir os dividendos prevaleceu nos setores mais desenvolvidos com baixo crescimento. Estas tendências indicam uma relação entre o crescimento da empresa e os pagamentos de dividendos. Os resultados obtidos por Diamond (1967) confirmam os estudos de (Friend & Pucckett, 1964).

Baker et al. (2002) utiliza uma amostra de gestores de empresas cotadas na NASDAQ e conclui que a preferência para pagamentos de dividendos não encontra apoio entre os gestores.

## 2.1.4 Teoria da irrelevância dos dividendos

O conceito de irrelevância da política de dividendos foi desenvolvido por Modigliani e Miller (1961), os quais rejeitando a teoria de Gordon de que os preços das ações são determinados pelo nível de dividendos pagos.

Modigliani e Miller (1961) desenvolvem do modelo da irrelevância da política de dividendos, demonstrando que sob certas condições, o valor total da empresa é independente da sua estrutura de capital. Modigliani e Miller (1958) demonstram que a decisão de financiamento não tem capacidade para criar ou destruir valor na empresa, também a decisão de distribuição de resultados não tem capacidade para alterar o valor da empresa.

As conclusões destes autores baseiam-se nos seguintes pressupostos: (i) os mercados de capitais são perfeitos, ou seja, nenhum interveniente consegue influenciar o mercado (preço das ações) e todos os agentes têm acesso livre e igual à informação relevante, inexistência de custos incorridos em transações e sem impostos acrescidos; (ii) todos os investidores são racionais, desta forma, são indiferentes quanto ao valor ganho de dividendos ou ao aumento do valor de mercado das ações; (iii) inexistência de incerteza, o participante no investimento tem conhecimento nos lucros futuros esperados por cada empresa bem como o plano de investimento futuro.

Modigliani e Miller (1961) demonstram como as suas premissas em relação à política de distribuição de dividendo não afeta o valor da empresa. Os autores defendem que os investidores calculam o valor da empresa com base na política de investimentos, ou seja, o valor capitalizado dos seus ganhos futuros. A política de investimentos não é afetada pela política de distribuição de dividendos.

Na fórmula seguinte Modigliani e Miller utiliza apenas empresas não endividadas e da mesma classe de risco, assumindo que  $k$ , é constante ao longo do tempo, obtemos a seguinte expressão:

$$P_0 = 1/(1 + K_c)(D_1 + P_1) \quad (1.2)$$

$P_0$  = Valor de mercado de uma ação

$K_c$  = Custo do Capital Próprio

$D_1$  = Valor do dividendo a receber no final do período 1

$P_1$  = Valor da ação no mercado no final do período 1

Modigliani e Miller (1961) concluem que as empresas não conseguem obter lucros anormais, e que os gestores das empresas não têm capacidade de influenciar o valor da empresa no mercado através da política de distribuição de dividendos, pelo que passa a ser irrelevante a distribuição de lucros.

Em resumo, analisados os pressupostos da teoria de irrelevância dos dividendos, as atividades de investimento das empresas que originam fluxos de caixa futuros são o único determinante do valor da empresa. Deste modo, a política de distribuição de dividendos, deve ser independente do valor da empresa (Bishop et al., 2000).

### **2.1.5 Teoria da sinalização**

Ross (1977) aborda a teoria de Modigliani e Miller e sugere uma adaptação de forma a contemplar a estrutura de capital das empresas, uma vez que, os autores da teoria da irrelevância consideravam um mercado perfeito e que todos os intervenientes teriam acesso a toda a informação relevante. De acordo com Ross (1977) os gestores ao possuírem a informação importante sobre as empresas conseguem transmitir sinais acerca da estrutura financeira da empresa para o mercado. A transmissão de sinal passava através da emissão de dívida. Esta transmissão de informação assentava-se no profissionalismo dos gestores da empresa. Estes receberiam incentivos pela correta informação ou sofriam penalizações em caso de sinalização incorreta.

Em concordância com Pacheco (1999), a sinalização provém do fenómeno da assimetria de informação que existe entre gestores e acionistas. Neste cenário, os gestores utilizam a política de distribuição de dividendos para sinalizar o mercado sobre as perspectivas futuras da empresa. Um aumento no valor do dividendo distribuído significa que a empresa está segura sobre a capacidade de gerar cash-flow futuro, deste modo, é visto como uma boa notícia. Já quando uma diminuição do valor do dividendo poderá traduzir-se em uma má notícia. Desta forma, é possível afirmar que os dividendos têm

um “*conteúdo informativo*” que é capaz de influenciar as tomadas decisões dos investidores. Assim sendo, a política de distribuição dividendos pode beneficiar os gestores no sentido de maximizar o valor da empresa no mercado.

Ross (1977) e (Leland & Pyle, 1977) definem esta teoria como a Teoria dos Sinais ou a Teoria da sinalização, no modo que o valor dos títulos emitidos pelas empresas, está dependente da análise e avaliação dos investidores aos sinais dados pelos gestores sobre as decisões financeiras, uma vez que, estas evidenciam os rendimentos futuros da empresa.

Modigliani e Miller (1961) referem que os gestores são agentes perfeitos e que estes não colocam os seus interesses acima do interesse dos acionistas. Porém, nem sempre se verifica, pelo que surgem conflitos entre os vários stakeholders na empresa, surgindo os custos de agência, isto é, um determinado grupo de *stakeholder* sobressair a sua utilidade à custa do bem-estar de outro grupo de *stakeholder* (Jensen & Meckling, 1976).

### **2.1.6 Teoria do Custo da Agência**

Através de novos estudos dá-se origem a uma nova teoria sobre a estrutura de capital denominada como a Teoria do Custo da Agência, na qual se sustenta nos diferentes interesses entre os gestores e os acionistas e tem como finalidade eliminar os custos provocados pelos *stakeholders* designados como custos de agência.

Jensen e Meckling (1976) referem existir diferentes custos de agência, os primeiramente fazem uma separação dos custos de agência, entre os gestores e os acionistas, e os custos de agência entre os acionistas e os credores. Os autores defendem que um modo de reduzir os custos de agência entre os gestores e os acionistas é recorrer ao endividamento, uma vez que, o endividamento vai diminuir os fluxos de caixa disponíveis na empresa, em contrapartida aumenta a capacidade de crescimento da empresa e o seu valor de mercado, provocando assim uma satisfação tanto para os gestores tanto para os acionistas.

Os custos de agência entre os acionistas e os credores resultam nos casos, dos quais a empresa tem demasiado endividamento, desta forma resulta afastamento dos acionistas nos investimentos futuros da empresa e conseqüentemente os credores poderão

arrecadar com os possíveis custos daí resultados. Nesta vertente a melhor forma de reduzir os conflitos entre os credores e os acionistas passa por uma renegociação da dívida que vá de encontro aos interesses de ambos.

Na Tabela 1 está representado uma síntese sobre as teorias descritas anteriormente tal como os autores que mais contribuíram para o seu desenvolvimento.

**Tabela 1 - Síntese das Teorias estudadas**

<b>Teoria</b>	<b>Contribuições</b>	<b>Síntese</b>
Teoria da Preferência dos dividendos	(Brealey et al., 2008)	Preferência por dividendos e não ganhos de capital futuros que são mais incertos.
	Graham e Dodd (1951)	Defendem que quanto maior for a distribuição de dividendos mais elevada será as cotações das ações.
Teoria Residual dos Dividendos	Gitman (1978)	A distribuição dos dividendos só ocorre após a decisão de investimento na empresa, que conta com a relação entre as necessidades de capital próprio para investir e os lucros não distribuídos.
	Lumby (1991)	
	Salsa (2010)	
Teoria pássaro na mão <i>Bird in the hand theory</i>	Gordon e Shapiro (1956)	Para diminuição do risco e a incerteza para os investidores a distribuição de dividendos deve ser constante.
	Gordon (1959)	O custo de capital diminui à medida que a distribuição de dividendos aumenta.
Teoria da Irrelevância dos Dividendos	Modigliani e Miller (1961)	O valor da empresa é determinado pela capacidade da empresa em gerar lucro e pelo risco do negócio e não pela política de dividendos adotada.

---

Teoria da Sinalização	Ross (1977) Leland e Pyle, (1977)	Os dividendos têm um conteúdo informacional elevado. Um aumento no nível de dividendos distribuídos, os investidores formam expectativas futuras da empresa promissoras e assim provocam o aumento da cotação das ações, e vice-versa.
Teoria dos Custos de Agência	Jensen e Meckling, (1976)	A não existência de agentes perfeitos faz com que origine conflitos de agência numa empresa. Para minimizar os custos de agência é necessário criar procedimentos de vigilância sobre os agentes e criar políticas de incentivos de forma a salvaguardar os interesses da empresa.

---

Em suma, o surgimento do mercado de capitais é considerado um fator de promoção da economia de mercado e proporciona o financiamento das empresas. A confiança dos investidores baseia-se na expectativa de rendimentos futuros, e a política de dividendos das empresas influencia as decisões dos acionistas. No entanto, recentemente, devido à crise financeira provocaram o renascimento do interesse dos investidores em dividendos, o que é analisado de forma mais pormenorizada na secção seguinte.

## **2.2 Estrutura de capital e pagamento de dividendos em empresas cotadas**

A estrutura de capital representa a forma como a empresa se financia, entre capital próprio e capital alheio. A estrutura de capital de uma empresa é determinada por diversos fatores como o risco de negócio, exposição fiscal, condições, taxa de crescimento da empresa e o custo de capital. A estrutura de capital define-se como sendo o peso que o valor de mercado da dívida de uma empresa e o seu capital próprio têm no capital total desta (Vieito e Maquieira, 2013).

Atualmente, os principais dilemas da estrutura de capital continuam a ser alvo de grandes debates e vários estudos científicos. Cohn et al., (2014) analisam a evolução da estrutura de capital e o desempenho das empresas ao longo do tempo. O estudo recorreu

a uma amostra de empresas de diversos tipos de atividades nos Estados Unidos e examinou as mudanças na estrutura de capital ao longo de um período de 30 anos, desde 1980 a 2010.

Os resultados obtidos por Cohn et al., (2014), mostraram que a proporção de dívida das empresas diminuiu ao longo do tempo, enquanto a proporção de capital próprio aumentou. Além disso, o estudo constatou que as empresas com maior proporção de dívida tiveram um desempenho financeiro melhor do que as empresas com menor proporção de dívida, mas até um certo ponto. Pois verificou que após um certo ponto de dívida, esta ficou associada a um pior desempenho financeiro.

Lin et al. (2013) discutem a relação entre o tipo de estrutura capital, ou seja, o tipo de negócio e a política de financiamento é importante para o desempenho financeiro das empresas e que estas podem se adaptar às mudanças no ambiente financeiro, como aconteceu na crise financeira global de 2008-2009 nas estruturas de capital das empresas. Cohn et al., (2014) verificou que, após a crise, as empresas reduziram o peso de dívida nas suas estruturas de modo a ficarem menos expostos ao risco de falência. Consumando, é importante fazer uma escolha da proporção do peso do capital alheio na estrutura de capital da empresa e o seu efeito da alavancagem, recorrendo as teorias como Trade-Off e *Pecking Order* e Market timing.

A teoria da eficiência de mercado foi desenvolvida por Fama (1965), através do qual o comportamento humano é racional, maximizador de utilidade e capaz de otimizar e processar as informações disponíveis. Os mercados são geralmente operados por agentes de racionalidade ilimitada, no entanto esta teoria é baseada em diversas premissas, a concorrência perfeita, através da qual nenhum agente isoladamente pode alterar os preços; as expectativas homogêneas, isto porque os investidores têm acesso equitativo à informação e agem de forma racional e os ativos divisíveis e nenhum custo de transação.

Fama (1970) considera um mercado como eficiente quando este reflete as informações relevantes sobre o valor de um ativo financeiro. Deste modo, o preço dos ativos representa, em qualquer momento, o real valor do ativo face as informações existentes. Com as informações públicas disponíveis no momento do investimento, um agente não pode obter retornos superiores à média do mercado de forma consistente. Pois o preço

do ativo, está constantemente perto do seu valor intrínseco, uma vez que, é formado através de todas as informações disponíveis tanto no seu passado como o que aconteça no futuro.

Fama (1970) divide em três formas de eficiência consoante a informação disponível a que o mercado tem acesso. As categorias estão classificadas conforme a “força de eficiência”.

- (1) Eficiência forte, os preços refletem toda a informação existente no mercado, quer sejam públicas ou privadas incluindo as informações privilegiadas
- (2) Eficiência semiforte, os preços dos ativos financeiros refletem a informação pública disponível, incluindo os dados históricos e a informação relevante da empresa, tal como, o anúncio dos resultados anuais, emissão de novas ações e informação dos concorrentes.
- (3) Eficiência fraca, os preços correntes incorporam todos os dados históricos e que os mesmos não estão correlacionados, assim sendo, torna-se impossível para os investidores conseguirem ganhos extraordinários com base nos preços históricos.

Nascimento (2007) defende a eficiência de mercado se toda a informação relevante é incorporada nos preços instantaneamente. Com isto, implica que o mercado é eficiente devido a um conjunto de informação, logo será impossível obter ganhos supranormais.

Fama (1976) já havia reconhecido a dificuldade em testar empiricamente a hipótese de eficiência dos mercados. Porém é possível testar, mesmo indiretamente, a hipótese de eficiência de mercados recorrendo do modelo *random walk*<sup>1</sup> dos preços. Neste modelo toda a informação disponível é incorporada instantaneamente nos preços do mercado.

---

<sup>1</sup> Teoria *random walk* – Este modelo defende que as ações são imprevisíveis e aleatórias e que as informações passadas não têm influência nos movimentos futuros. O valor das ações é independente umas das outras, portanto, é impossível calcular o valor futuro das ações com base nos lucros anteriores.

É possível aceitar a hipótese de eficiência dos mercados sobre a forma fraca utilizando um padrão de *random walk*, uma vez que, os mercados são eficientes quando proporcionam uma formação aleatória dos preços.

Nascimento (2007) com base em uma amostra de 26 empresas cotadas no mercado português entre 1997 e 2007 concluiu que 42% das ações da amostra, num mercado eficiente e de imprevisibilidade dos preços, o valor das ações é o reflexo do momento em que a informação existente se torna toda disponível, já a aleatoriedade dos preços resulta da imprevisibilidade da chegada de informação ao mercado, desta forma, não será possível os participantes do mercado obter lucros económicos excessivos. O autor defende a existência de ineficiência do mercado por assimetrias de informação, isto porque cerca de 58% dos restantes ativos da amostra permitiram uma percentagem normal de lucros.

O mercado da Euronext Lisboa fornece às empresas o acesso a um vasto conjunto de investidores com vários perfis. Os investidores podem ser classificados em:

- (1) Investidores institucionais, constituído por seguradoras, fundos e instituições financeiras que focam os seus investimentos de curto prazo, entre 1 e 3 anos. Estes são geralmente o maioríssimo grupo de investidores, quer pelo capital investido, quer pelos conhecimentos que possuem na avaliação das ações.
- (2) Instituições financeiras, que geram a carteira de investimentos de pessoas com alto rendimento com perspetiva a longo prazo.
- (3) Investidores particulares: são indivíduos que administram as suas economias pessoais, e são mais sensíveis à exposição do setor/produto e ao desempenho da gestão, ajudam a aumentar a liquidez e são acionistas leais.

A consideração dos impostos sobre os dividendos e sobre os ganhos de capital é relevante na preferência ou não sobre os dividendos. Nas últimas décadas, têm surgido estudos sobre o sentimento dos investidores como uma variável importante nas decisões de distribuição de resultados (Michaely & Roberts 2012).

Os determinantes da política de dividendos são a rendibilidade da empresa, a rendibilidade das ações, a estrutura de capital, os cash-flows gerados, as oportunidades de crescimento e de investimento da empresa, entre outros... (Kuo et al., 2013)

Constata-se que nos estudos empíricos não existe um consenso sobre a melhor política de dividendos para a empresa tendo em atenção a sua estrutura de capitais, Smith & Watts (1992) verificam a existência de uma relação positiva entre o *dividend yield* e o endividamento e, classificam esta associação com base nas oportunidades de crescimento da empresa.

De acordo com Jabbouri (2016) ao considerar os fluxos financeiros disponíveis como determinante da política de dividendos, justifica-se pela teoria de agência, pois o pagamento de dividendos pode ser utilizado para reduzir os custos da agência ao reduzir o valor dos fundos que podem ser para projetos de viabilidade frágil.

Modigliani e Miller em DeAngelo et al. (2006) defendem a irrelevância da política de dividendos. Num mercado de capitais perfeito, a teoria de Agência defende que a política de dividendos é determinada pelos custos de agência decorrentes da propriedade e controlo de divergências.

Determinar se deve ou não pagar dividendos é afetado por diversos fatores que influenciam a política de dividendos que as empresas apresentam atualmente. Explorar estes fatores e o que impulsiona as decisões que as empresas tomam em relação ao pagamento de dividendos são fatores fulcrais para qualquer empresa. John Lintner (1956) identificou que o objetivo das empresas a longo prazo é o índice de rendimento de dividendos procurando um nível de estabilidade nos dividendos em relação ao nível de lucros, porque os gestores apresentam ser relutantes em fazer alterações nos dividendos futuros, verificando assim ligação entre a retenção de lucros e a distribuição de dividendos.

Atualmente, existe uma tendência por parte dos gestores na adoção de uma política de pagamento de dividendos conservadora, pois os gestores estão relutantes em diminuir aos dividendos ou mesmo tentar mudar a política de qualquer forma (Jabbouri, 2016).

### **2.3 Estudo sobre as políticas de distribuição de dividendos**

Lintner (1956) defende que as empresas procuram a estabilidade dos dividendos, e que ao manter uma política de dividendos estável, as empresas são premiadas pelo mercado. Analisou também que um dos determinantes fulcrais na decisão de distribuir dividendos são os lucros, e que estes quando ocorrem de forma repentina as empresas tendem a

ajustar a política de dividendos lentamente. Em 1961 Modigliani e Miller deram o ponto de partida para uma vasta literatura de investigação das políticas de dividendos nas empresas norte americanas (Eije & Megginson, 2008). Porém, existem poucos estudos sobre a política de distribuição de dividendos com empresas de outros países que não os EUA, país cujos estudos são abundantes (Choy et al., 2011).

La Porta et al. (2000) refere que as empresas dos países que tendem a ter políticas de proteção dos investidores, optam por pagamentos de dividendos mais elevados do que aqueles países em que as políticas de proteção são menores. Contudo, nos estados com uma proteção legal mais restrita, as empresas com forte potencial de crescimento têm rácios de pagamento mais baixos.

Os autores descobriram que os países de *common law*, como os Estados Unidos e o Reino Unido, tendem a ter proteções legais mais fortes para os investidores, incluindo melhores requisitos de divulgação, mecanismos de execução mais fortes e tribunais mais independentes. Por outro lado, países de *civil law*, como França e Alemanha, tendem a ter políticas de proteção ao investidor mais fracas.

Essas descobertas sugerem que o sistema jurídico de um país pode ter um impacto significativo no nível de proteção ao investidor e no desenvolvimento financeiro desse país. As empresas que operam em países com proteções legais mais fortes tendem a ser mais atraentes para os investidores, pois oferecem maior segurança e previsibilidade. Com isto, os autores refugiam-se na teoria da agência onde os investidores recorrem do seu poder legal para pressionar os gestores a distribuir dividendos nos momentos que se perspetiva um menor crescimento.

Brav et al., (2005) constata que os investidores e os gestores estão sistematicamente preocupados com as políticas de dividendos.

Baker et al., (2001) ao analisarem empresas norte americanas constata que os gestores procuram manter a sua política de dividendos e preferem ajustar lentamente a distribuição de dividendos à medida do crescimento da empresa e que esses aumentos são sustentáveis e sólidos para no caso de uma eventual diminuição dos resultados obtidos da empresa e conseqüente reação adversa nos preços de mercado.

Frankfurter et al., (2004), com uma amostra de empresas de cinco países, que incluem três continentes (Hong Kong, Turquia, Reino Unido, EUA e Alemanha) detetaram que as empresas pagam dividendos mais altos estão a enviar sinais ao mercado bem como demonstram ser mais estáveis e compõe um forte fluxo de caixa. Isso, por sua vez, pode levar a um aumento do valor das ações. Contudo, os autores alertam que uma elevada percentagem de distribuição de dividendos nem sempre resulta para todas as empresas, tais como empresas ainda em expansão necessitam desses recursos para se sustentar e para financiar o seu crescimento.

No geral, o estudo sugere que existe uma relação positiva entre dividendos e o desempenho da empresa, mas que a política ótima pode depender das necessidades e objetivos específicos de cada empresa.

Bancel et al., (2005) com uma amostra constituída por empresas de 16 países europeus, constataam que os determinantes das políticas de dividendos estão de acordo com Lintner (1956). Concluem que existe relutância de reduzir o pagamento de dividendos. Bancel et al. (2005) concluíram que a estrutura da empresa é o principal influenciador na política de dividendos. Contudo, Baker et al., (2007) referem a expectativa de rentabilidade futura, e estabilidade da rendibilidade dos acionistas, o padrão de dividendos passado como os determinantes fulcrais na política de distribuição de dividendos, refutando assim a ideia de Bancel et al. (2005).

Eije & Megginson (2008) concluem que o efeito de dividendos e recompra de ações é semelhante, quer nas empresas americanas quer nas empresas europeias. Verificam também um declínio da quantidade de empresas europeias que distribuem resultados, porém o valor total e real de dividendos pagos aumentou.

Em Portugal, nos últimos 20 anos, as empresas cotadas em bolsa distribuíram 25% dos seus lucros pelos investidores (Farinha & Soro, 2012). Archbold & Vieira (2010) referem que as empresas portuguesas optam por políticas de pagamento mais conservadoras e que a variação do lucro tem pouco impacto sobre as decisões de distribuição de dividendos, ao contrário da política passada. A estabilidade e a sustentabilidade de ganhos futuros são determinantes essenciais na hora da decisão de distribuição de dividendos. Vieira & Raposo, (2007) mencionam que a maioria das empresas portuguesas dependentes do financiamento alheio, e por norma são empresas

de capital fechado, o que ajuda a explicar a mínima existência de assimetria de informação, o que resulta numa instabilidade de políticas de distribuição de dividendos.

## **2.4 A tributação da rentabilidade das ações**

Em Portugal, assim como nos outros países o objetivo é criar valor para os seus acionistas, conseqüentemente, criam valor às economias que se inserem, e a todos os *stakeholders* do mercado.

Com isso, os acionistas após o apuramento dos resultados do período transato, aquando de resultados positivos, têm expectativas em receber uma parte dos resultados, denominado por dividendos, uma vez que, foram um agente na alavancagem da empresa da qual investiram uma parte do seu capital, que em muitos casos, arriscado. Desse modo, no momento da distribuição de dividendos, o montante recebido de dividendos está sujeito à retenção na fonte de imposto sobre o rendimento

### **2.4.1 Tributação dos dividendos**

A taxa de imposto sobre os dividendos é uma função dos sistemas tributários que aplicam taxas às empresas e aos particulares. Os dividendos são tributados em primeiro lugar aos rendimentos das empresas (IRC) e depois distribuídos ao acionista onde podem ser novamente tributados (IRS).

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

Em 1988 Portugal sofre uma grande reforma no sistema fiscal, levando a cabo uma retenção de rendimentos tal como a Tabela 2 exemplifica a evolução da Taxa de Tributação de Dividendos aplicada aos residentes (1988 – 2013)<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Dados recolhidos: Guias Fiscais PWC

**Tabela 2 - Evolução da Taxa de Tributação de Dividendos (1988-2013)**

<b>ano</b>	<b>percentage</b>
	<b>m</b>
1988-1991	25%
1992-1994	15%
1995-1999	12.5%
2000	15%
2001	20%
2002-2005	15%
2006-2009	20%
2010-2011	21.5%
2012	26.5%
2013	28%

Fonte: Elaboração própria

Esta disparidade na tributação entre residentes e não residentes levava ao fenómeno de lavagem de dividendos em território nacional. Fenómeno que ocorreu antes da distribuição dos dividendos e, consistiu numa alteração da titularidade das ações de uma entidade que estava sujeita a tributação para entidades isentas de imposto, ou subjugadas a um regime mais favorável. Neste sentido, os sujeitos não residentes remetiam para Portugal ações na altura do pagamento dos dividendos para que estes fossem tributados apenas a uma taxa de 15%. E, de seguida efetuavam uma recompra destes mesmos títulos após o pagamento de dividendos (Farinha & Soro, 2012).

Para combater esta evasão fiscal, a tributação dos dividendos foi alterada, em 2006. A tributação dos dividendos foi simplificada e harmonizada, as taxas que anteriormente variavam em função da natureza do titular do rendimento passou a ser a mesma taxa tanto para residentes como para não residentes em território português. Introduziram-se medidas tributárias destinadas a lidar com as operações que utilizam entidades beneficiárias de isenção com vista a evadir o pagamento de imposto sobre dividendos recebidos (Abreu & Gulamhussen, 2013).

A partir de 2006, o novo sistema fiscal veio minimizar as perdas que a entidade tributária sofria ao eliminar as diferenças de taxas de retenção na fonte para residentes

ou não residentes no território português. Ficou estipulado uma taxa de 20%, esta retenção tem um carácter liberatório, já que existe a opção pelo englobamento (50% do valor) no caso dos sujeitos passivos de IRS residentes em Portugal. O mesmo se aplica aos rendimentos com origem nos fundos de investimentos fora do território nacional que ficam sujeitos a retenção na fonte à taxa de 20%.

Em 2010 e 2011 passam a ser tributado os lucros pagos ou colocados à disposição, mesmo os adiantamentos por conta de lucros, a uma taxa de 21,5%. As mais-valias resultadas de ações detidas mais de 12 meses deixam de estar isentas de tributação, como até à data, a uma taxa de 20%. Acresce uma medida de isenção para o saldo positivo de ganhos de capital até 500€.

Até 2013, a taxa de retenção sofre por duas vezes alterações, até passar a ser tributado a 28% (taxa ainda em vigor, 2023) os lucros pagos ou colocados à disposição pelas entidades residentes a favor de beneficiários residentes e não residentes em território nacional.

Com a finalidade de maximizar a riqueza dos acionistas, os gestores devem ter em consideração o custo associado à tributação dos dividendos. Na maioria dos países o imposto sobre os dividendos é mais alto que o imposto sobre os ganhos de capital (Bouton et al., 2012).

Deve-se referir que os impostos sobre os dividendos são geralmente pagos após o recebimento do dividendo, e os impostos sobre os ganhos de capital podem ser diferidos até que o investidor venda as ações. Como resultado, a teoria recomenda que as empresas reduzem ao montante dos dividendos a distribuir (Basse, et al., 2014).

A legislação fiscal nacional está sujeita a revisões regulares e alterações, no entanto, as principais alterações são geralmente realizadas anualmente de acordo com a Lei do orçamento do Estado anual. As alterações legislativas fiscais estão reservadas ao Parlamento português e este pode autorizar o Governo a legislar sobre o assunto. Embora as principais alterações à lei fiscal sejam normalmente efetuadas através da Lei do Orçamento do Estado, as mudanças também podem ser introduzidas durante o ano.

#### **2.4.2 Tributação dos ganhos de capital (mais valias)**

Os mercados financeiros têm vindo a adquirir uma elevada importância no processo de desenvolvimento das economias. Nas últimas décadas, assiste-se que os mercados financeiros estão cada vez mais integrados a nível internacional o que leva a uma maior mobilidade de capitais. Neste sentido, as ferramentas financeiras que fazem parte deste mercado produzem rendimentos e, desta forma como o sistema fiscal trata este tipo de rendimentos, representa um aspeto importante para os investidores.

As mais-valias são aumentos do valor dos ativos patrimoniais. No entanto, não é fácil a sua definição pelo que a lei optou por uma numeração casuística das mais-valias sujeitas a tributação (Ferreira, 2002). Assim, de acordo com Pereira (2005) as mais-valias relacionam-se com os ganhos ou rendimentos de carácter ocasional que não decorrem de uma atividade do sujeito passivo, mas estão igualmente sujeitas a imposto segundo o princípio da capacidade contributiva<sup>3</sup>(Matos. A. S., 1999).

São mais-valias os ganhos que não são considerados rendimentos comerciais, industriais ou agrícolas, que decorram da alienação onerosa quer de direitos reais sobre imóveis ou de valores mobiliários, ou de propriedade intelectual ou industrial, bem como da cessão onerosa de arrendamento e outros direitos e bens relacionados com o exercício de atividades profissionais independentes

Existe um conjunto de critérios objetivos para a classificação das mais-valias, nomeadamente, no primeiro critério prevê-se que os aumentos de valor dos bens que foram produzidos ou conservados, com a intenção de revenda não são mais-valias, e constituem um valor acrescentado qualificado como rendimento, como exemplo, a venda de imóveis para um determinado empresário em nome individual, cuja atividade é a mediação imobiliária, o rendimento obtido com o seu imóvel não constitui uma mais-valia. Mas, para um proprietário de imóveis que não exerça esta atividade de mediação mobiliária, este rendimento já é constituído como uma mais-valia.

---

<sup>3</sup> Matos (1999, p. 169), “a tributação das mais-valias surge na medida em que a alienação de um determinado bem por um valor superior àquele por que foi adquirido tem por resultado um acréscimo patrimonial na esfera do sujeito passivo alienante, em relação ao qual o princípio da capacidade contributiva reclama a existência de normas de incidência objetiva”

Importa referir que, a tributação das mais-valias colocou o legislador fiscal perante dilemas complexos. Nas diversas reformas fiscais sempre estiveram presentes políticas e doutrina contraditórias em relação ao regime que devia vigorar, para que se torne mais justo em consonância com o enquadramento constitucional, económico e social em vigor.

As mais-valias são secundárias ao princípio da realização, através do qual estão excluídos da tributação as mais-valias potenciais ou latentes, e somente estão incluídas as mais-valias realizadas. No entanto, apesar das mais-valias não realizadas poderem representar um aumento do poder económico, e estarem enquadradas na noção de rendimento e acréscimo não são tributadas.

“O facto de as mais-valias provirem de fontes muito diversas não permitiu dar tratamento unitário à determinação da matéria coletável. Teve de apelar-se para vários métodos, consoante o mais adequado a cada uma das hipóteses contempladas pelo imposto, de modo a obviar, dentro do possível, quer à carência de um sistema satisfatório de escrita em muitas empresas médias e à falta ou ao carácter rudimentar da contabilidade na generalidade das empresas pequenas, quer à circunstância de não serem cotadas nas bolsas as ações de numerosas e importantes companhia” (Decreto-Lei n.º 46373, de 9 de junho)<sup>4</sup>.

De 1994 a 2000, passou-se de um regime de exclusão da tributação em IRC, para um regime de diferimento, em que as mais-valias são tributadas ao ritmo de amortizações dos bens em que o reinvestimento tivesse sido concretizado. O que significa se o reinvestimento tivesse sido efetuado em bens não amortizáveis a mais-valia somente era tributada quando os bens fossem alienados (Domingues & Lopes, 2008) No que respeita à fiscalização das mais-valias, alguns autores referem que estes rendimentos proporcionam aos investidores a mesma capacidade económica que qualquer outro rendimento, e assim, a sua tributação não deve ter tratamento preferencial, pelo facto de que é suscetível de colocar em causa os princípios da igualdade tributária ou da igualdade horizontal ou vertical (Xavier de Basto, 2007).

---

<sup>4</sup> Decreto-Lei n.º 46373, de 9 de junho, Diário do Governo n.º 129/1965, Série I de 1965-06-09, páginas 796 - 806

Neste sentido, as taxas de tributação aplicáveis nos rendimentos de capitais ou nos rendimentos de mais-valias, foram padronizadas pela alteração introduzida em 2010, pela Lei nº 15/2010, que estabelece uma taxa de 20%, e assim resolveu em parte o problema da igualdade horizontal.

## **2.5 O desaparecimento dos dividendos**

Fama e French (2001) constataam que a proporção de empresas industriais americanas que pagam dividendos diminuiu. Em 1978 eram 66,5% das empresas e em 1999 eram 20,8%. Os autores argumentam que o fenômeno foi impulsionado principalmente pela diminuição propensão a pagar dividendos. Nos anos seguintes, muitos autores tentaram explicar esse padrão decrescente.

Os mesmo autores (Fama e French, 2001) constataam que há um padrão decrescente da percentagem de empresas que pagaram dividendos até ao ano de 2000, comumente chamado de fenômeno do dividendo desaparecido. O estudo começa por testar o tamanho, lucratividade e oportunidades de investimento como potenciais determinantes da decisão de pagar ou não dividendos. Concluem que quanto menor a oportunidade de investimento maior é a distribuição de dividendos por parte das empresas.

Floyd et al., (2015) constataam durante a crise financeira que as empresas industriais que distribuíaam dividendos eram apenas um pequeno número, as empresas de maior dimensão. O pagamento de dividendos aumentou após 2002 atingindo o pico em 2007, as empresas industriais chegaram a distribuir 90% do seu resultado positivo. Imediatamente após a crise (2010), a distribuição de dividendos atingiu uma percentagem superior à verificada em 2007. Este evento pode estar relacionado ao comprometimento implícito de dividendos, que é comumente discutido na literatura. Segundo Lintner (1956) e Brav et al. (2005), os gestores são relutantes em reduzir a distribuição de dividendos ou iniciá-los.

Fatemi & Bildik, (2012) analisam as políticas de dividendos em 33 empresas de todo o mundo, através de uma amostra constituída por aproximadamente 17.000 empresas durante 22 anos. Concluem que existe uma variação substancial na propensão a pagar dividendos. Confirmam a redução drástica de 87% para 53% das empresas que

distribuem dividendos, sendo este resultado persistente em todos os países analisados. Fatemi & Bildik, (2012) concluem, que os dividendos estão a desaparecer a nível mundial. Porém reforçam que a forte evolução dos mercados de ações tem influenciado a redução de distribuição de dividendos. Os investidores têm optado pela preferência pela recompra de ações como alternativa aos dividendos ou pelas mais valias.

Num estudo mais recente (Floyd et al., 2015) nos anos de 2000 a 2018 constatam existir uma tendência ascendente na fração de empresas de distribuição de dividendos, ao que os autores chamam de fenómeno do dividendo reaparecido (Michaely & Moin, 2022).

## **2.6 A recompra de Ações**

Farinha & Soro, (2012) considera que a recompra de ações ou *buyback* é uma ou mais transação pela qual uma empresa adquire as suas próprias ações. Deste modo, a empresa reduz a percentagem de ações disperso em bolsa

Algumas empresas devido ao excesso de caixa que se apresentam começaram a recorrer a este mecanismo, recompra de ações. Desta forma, a distribuição de dividendos é reduzida e a empresa reforça o seu poder de controlo e afasta assim as tentativas de aquisição por parte de outros grupos de sociedades (Bonaimé et al., 2014). Este movimento teve início nos EUA e só mais tarde apareceu na Europa, tendo nos últimos anos várias empresas optarem por este mecanismo (Eije & Megginson, 2008).

Em Portugal, este mecanismo tem pouca representatividade comparativamente a outros países, porém os investidores são sensíveis à sua utilização, uma vez que, o comportamento do mercado reagem de forma positiva aquando do anuncio da recompra de ações, e reagem de forma negativa à venda de ações próprias (Farinha & Soro, 2012).

### Capítulo 3 - Metodologia

Este capítulo tem como finalidade definir as hipóteses de pesquisa de acordo com o objetivo desta dissertação e os métodos para os alcançar.

Neste capítulo é apresentada o tipo de investigação a ser utilizada, a população e a amostra em análise, e a definição das variáveis, dependentes e independentes, envolvidas no estudo. São ainda definidas as hipóteses de investigação, bem como o método utilizado para obtenção e análise dos dados.

O objetivo é analisar quais os fatores que têm impacto na política de dividendos e consequentemente na maximização do valor da empresa.

No capítulo anterior concluiu-se que não existe um consenso entre a política de dividendos e o valor da empresa. Uns defendem, uma relação positiva entre a distribuição de dividendos e o valor da empresa no mercado, tais como Lintner (1956), Gordon e Brigham (1968), Ross (2002) e Bancel et al. (2005). Outros autores defendem o oposto, como Modigliani e Miller (1961), Becker, Saadi, Dutta e Gandhi, (2007).

Na revisão da literatura, constata-se uma discordância no que diz respeito à influência da política de dividendos no valor da empresa. O objetivo é analisar esta problemática no mercado português. Dessa forma, pretende-se estudar o valor de dividendo por ação como variável independente e o valor médio das cotações das ações em bolsa face a uma série de variáveis explicativas dependentes. As variáveis dependentes analisadas são: (1) ativo não corrente, (2) resultado líquido, (3) volume de negócios, (4) grau de alavanca financeira, (5) estrutura do endividamento, (6) gastos de financiamento, (7) *pay-out*, (8) liquidez, (9) rendibilidade do ativo, (10) *return on equity* e (11) comportamento das ações.

É esperado que estas variáveis sejam explicativas no valor do dividendo por ação e na cotação média da ação, das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa.

Para alcançar os objetivos propostos são definidas as seguintes hipóteses de pesquisa:

[H<sub>1</sub>] - Existe uma relação positiva entre o ativo não corrente e a cotação da ação.

[H<sub>2</sub>] - Existe uma relação positiva entre o resultado líquido e a cotação da ação.

[H<sub>3</sub>] - Existe uma relação positiva entre o volume de negócios e a cotação da ação.

[H<sub>4</sub>] - Existe uma relação positiva entre o grau de alavanca financeiro com o dividendo por ação e a cotação da ação.

[H<sub>5</sub>] - Existe uma relação positiva entre a estrutura do endividamento com o dividendo por ação e a cotação da ação.

[H<sub>6</sub>] - Existe uma relação positiva entre o gasto de financiamento e a cotação da ação.

[H<sub>7</sub>] - Existe uma relação positiva entre o *payout* e a cotação da ação.

[H<sub>8</sub>] - Existe uma relação positiva entre a liquidez com o dividendo por ação e a cotação da ação.

[H<sub>9</sub>] - Existe uma relação positiva entre a rentabilidade do ativo e o dividendo por ação.

[H<sub>10</sub>] - Existe uma relação positiva entre o *return on equity* e o dividendo por ação.

[H<sub>11</sub>] - Existe uma relação positiva entre o comportamento das ações e o dividendo por ação.

[H<sub>12</sub>] - Existe uma relação positiva entre a cotação de ação e o dividendo por ação.

[H<sub>13</sub>] - Existe uma relação positiva entre o dividendo por ação e a cotação de ação.

Para a análise às hipóteses formuladas são estimados os seguintes modelos de regressão linear simples:

$$YM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 x_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Div.Ação_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 x_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Em que:

$YM_{i,t}$  é a cotação média entre os meses março e junho da empresa  $i$  no período  $t$

$Div.Ação_{i,t}$  é o valor de dividendos por ação da empresa  $i$  no período  $t$

$\varepsilon_{i,t}$  é a perturbação aleatória do modelo referente à empresa  $i$  no período  $t$

$x_{i,t}$  é a variável independente (explicativa) da empresa  $i$  no período  $t$ , a que está associado o coeficiente  $\beta_1$

Inicialmente são estimados vários modelos de regressão linear simples representados na equação (1) e (2). Cada um dos modelos estimados apresenta uma variável explicativa que pretende testar cada uma das hipóteses de pesquisa. O objetivo é analisar a capacidade explicativa de determinadas variáveis para explicar a variável dependente. As variáveis explicativas analisadas são:

- Variação do Ativo não corrente da empresa  $i$  no período  $t$  ( $VANC_{i,t}$ );
- Variação do Resultado Líquido da empresa  $i$  no período  $t$  ( $VRL_{i,t}$ );
- Variação do Volume de negócios da empresa  $i$  no período  $t$  ( $VVN_{i,t}$ );
- Grau de Alavancagem Financeira na empresa  $i$  no período  $t$  ( $GAF_{i,t}$ );
- Estrutura do Endividamento na empresa  $i$  no período  $t$  ( $EEND_{i,t}$ );
- Gastos de financiamento na empresa  $i$  no período  $t$  ( $GASTF_{i,t}$ );
- *Payout* na empresa  $i$  no período  $t$  ( $PAY_{i,t}$ );

- Liquidez na empresa i no período t ( $LQ_{i,t}$ );
- Rendibilidade Operacional do Ativo na empresa i no período t ( $ROA_{i,t}$ );
- O *Return On Equity* (retorno sobre o património líquido) na empresa i no período t ( $ROE_{i,t}$ );
- O comportamento das ações (variação anual) em 31 de dezembro na empresa i no período t ( $CMPA_{i,t}$ ).

### **Varição do Ativo não corrente**

Na perspetiva da política de dividendos adotada pelas empresas verifica-se uma variação dos ativos não correntes e na cotação da ação. Algumas empresas optam por reter mais lucros para reinvestimento em ativos não correntes, o que pode resultar em dividendos mais baixos. Outras empresas podem adotar uma política de distribuição mais generosa e pagar dividendos mais elevados, independentemente da variação dos ativos não correntes, (Aivazian et al., 2003).

A variação do ativo não corrente (VANC) pode ter um impacto significativo no valor da cotação da ação de uma empresa, dependendo das circunstâncias específicas. O ativo não corrente geralmente consiste em itens de longo prazo, como imobilizado (terrenos, prédios, equipamentos) e investimentos de longo prazo.

A variação do ativo não corrente é obtida da diferença entre o ativo não corrente de um determinado ano (período t) sobre o ativo não corrente do ano anterior (período t-1), representado com a seguinte expressão equação (3):

$$VANC_{i,t} = \frac{ANC_{i,t}}{ANC_{i,t-1}}$$

(3)

### **Varição do Resultado Líquido**

(Gordon et al., 1956) desenvolvem o modelo de *valuation* de dividendos, em que o valor intrínseco de uma ação é determinado pelo valor presente de todos os dividendos futuros esperados. Assim, um maior resultado líquido proporciona uma base mais sólida para a geração de dividendos e, portanto, pode influenciar positivamente o valor do dividendo por ação.

A variação do resultado líquido (VRL) de uma empresa pode ter um relevo significativo no valor do dividendo por ação. O resultado líquido é a medida do lucro ou prejuízo obtido por uma empresa após a dedução de todas as despesas, incluindo custos operacionais, impostos e juros.

A variação do resultado líquido é obtida da diferença entre o resultado líquido de um determinado ano (período t) sobre o resultado líquido do ano anterior (período t-1), representado com a seguinte expressão matemática (4):

$$VRL_{i,t} = \frac{RL_{i,t}}{RL_{i,t-1}} \quad (4)$$

### **Variação do Volume de Negócios**

Um volume de negócios em crescimento pode ser visto como um sinal de crescimento e expansão da empresa. Os investidores podem interpretar isso como uma perspectiva favorável para a empresa e uma maior probabilidade de geração de lucros futuros. Essa perspectiva de crescimento pode afetar positivamente o valor do dividendo por ação, uma vez que os investidores podem esperar que a empresa aumente os dividendos à medida que seu volume de negócios e lucratividade se expandem. A política de dividendos adotada pela empresa também desempenha um papel crucial. Alguns autores, como Gordon e Shapiro (1956) argumentam que uma empresa pode adotar uma política de dividendos baseada em uma percentagem fixa de seu volume de negócios ou lucro líquido. Nesse caso, um volume de negócios mais alto pode levar a dividendos mais altos e, portanto, a um valor do dividendo por ação maior.

A variação do volume de negócios (VVN) pode ter algum impacto no valor do dividendo por ação, embora seu efeito possa variar dependendo do setor e das características específicas da empresa.

A variação do volume de negócios é obtida da diferença desta variável no ano (t) e ano anterior (t-1), de acordo com a seguinte expressão equação (5).

$$VVN_{i,t} = \frac{VN_{i,t}}{VN_{i,t-1}}$$

(5)

### **Grau Alavancagem Financeiro**

Rozeff (1982), constata que existe uma relação entre a alta alavancagem financeira e o nível de dividendos. Empresas com elevada alavancagem financeira tendem a restringir a distribuição de dividendos, uma vez que, essas empresas necessitam primeiramente cumprir com as suas obrigações de modo a não correrem o risco de entrar em incumprimento dos créditos contratados. Jensen (1986) argumenta que a dívida pode ser usada como uma alternativa aos dividendos para mitigar os custos de agência relacionados com os free cash flows.

O Grau de Alavancagem Financeira (GAF) é obtido do quociente entre o EBIT e o Resultado líquido. A alavancagem financeira refere-se ao uso de dívida para financiar as operações de uma empresa, o que pode aumentar o retorno sobre o patrimônio líquido e, conseqüentemente, o valor dos dividendos distribuídos aos acionistas, representado com a seguinte equação (6):

$$GAF_{i,t} = \frac{EBIT_{i,t}}{RL_{i,t} - Imp_{i,t}}$$

(6)

### **Estrutura do endividamento**

Uma empresa com elevado capital alheio pode afetar a percepção de risco pelos investidores. Empresas com uma proporção elevada de endividamento podem ser consideradas mais arriscadas, uma vez que estão mais expostas ao risco de incumprimento. Isso pode levar os investidores a exigir um prêmio de risco mais alto e, por sua vez, afetar o valor do dividendo por ação.

A estrutura do Endividamento (EEND) expõe a composição e características das dívidas de uma empresa, por isso tem influência na avaliação do investidor no momento de decisão. Assim, a estrutura do endividamento desempenha um papel importante na determinação do valor do dividendo por ação.

A estrutura do endividamento é calculada do quociente entre o passivo corrente e o total do passivo, representado com a seguinte expressão matemática (7):

$$EEND_{i,t} = \frac{\text{Passivo corrente}_{i,t}}{\text{Passivo}_{i,t}} \quad (7)$$

### **Gastos de financiamento**

Quanto maior for o capital alheio menor será o montante de dividendos a distribuir, tal significa existir uma ligação negativa entre capital alheio e o valor de dividendo por ação como afirmam Parua & Gupta (2009).

Os gastos de financiamento (GASTF) podem ter um impacto relevante no valor do dividendo por ação, pois afetam a disponibilidade de recursos da empresa.

Os Gastos de financiamento na empresa  $i$  do período  $t$  ( $GASTF_{i,t}$ ), é obtido pelo rácio entre os gastos de financiamento pelo volume de negócios, representado com a seguinte quociente (8):

$$GASTF_{i,t} = \frac{\text{Gastos financiamento}_{i,t}}{\text{Volume de negócios}_{i,t}} \quad (8)$$

### ***Payout***

É um rácio que permite medir a percentagem do resultado líquido que é distribuído aos acionistas num determinado período sob a forma de dividendos. Um *payout ratio* mais elevado pode ser interpretado pelos investidores como um sinal de que a empresa é lucrativa e estável. Isso pode aumentar a confiança dos investidores e, consequentemente, o aumento do valor das ações da empresa, o que poderá refletir-se num aumento dos dividendos por ação. Em suma, a relação do payout e o valor dos dividendos é determinada principalmente pela decisão da empresa quanto à forma como distribui os resultados transitados. Dessa forma, espera-se uma relação positiva de significância com a cotação da ação.

O *payout* (PAY), é a proporção dos lucros distribuídos, dividendos, em relação ao lucro líquido total da empresa, tem um relevante impacto no valor do dividendo por ação.

O *PAYOUT* na empresa *i* no período *t* ( $PAY_{i,t}$ ), é obtido pelo seguinte quociente:

$$PAY_{i,t} = \frac{Dividendos_{i,t}}{Resultado\ Líquido_{i,t}} \quad (9)$$

### **Liquidez**

A liquidez afeta a disponibilidade de recursos financeiros de uma empresa. Se uma empresa enfrenta problemas de liquidez, pode ter dificuldades em gerar fluxo de caixa suficiente para pagar dividendos aos acionistas. A falta de liquidez pode resultar em uma restrição financeira que limita a capacidade da empresa em distribuir dividendos. Segundo a teoria de Pecking-Order, empresas com uma elevada liquidez têm uma maior capacidade no pagamento de dividendos (Al-Najjar, 2011).

A liquidez (LQ) de uma empresa, refere-se à sua capacidade de converter ativos em dinheiro rapidamente e sem perdas significativas, nesse sentido, pode ter um impacto relevante no valor do dividendo por ação.

A Liquidez na empresa *i* no período *t* ( $LQ_{i,t}$ ), é representado com a seguinte equação (10):

$$LQ_{i,t} = \frac{Ativo\ corrente_{i,t}}{Passivo\ corrente_{i,t}} \quad (10)$$

### **Rendibilidade do Ativo (ROA)**

A rendibilidade do ativo afeta a disponibilidade de lucros gerados pela empresa. Se uma empresa possui uma alta rendibilidade do ativo, isso indica que ela está obtendo bons retornos de seus investimentos. Como resultado, a empresa terá mais lucros disponíveis para distribuição aos acionistas na forma de dividendos, o que pode levar a um maior valor do dividendo por ação.

Uma alta rentabilidade do ativo pode aumentar a confiança dos investidores na empresa. Investidores com potencial são atraídos por empresas que são capazes de gerar lucros consistentes e sólidos. A confiança dos investidores pode levar a uma procura maior por ações da empresa, o que pode aumentar o valor das ações.

A Rentabilidade Operacional do Ativo na empresa  $i$  no período  $t$  ( $ROA_{i,t}$ ), é representado com a seguinte expressão matemática (11):

$$ROA_{i,t} = \frac{\text{Resultado Líquido}_{i,t}}{\text{Ativo}_{i,t}} * 100$$

(11)

### **Rentabilidade dos capitais próprios (ROE)**

O retorno dos capitais próprios é um indicador da rentabilidade de uma empresa e indica a relação aos recursos investidos pelos acionistas. Se uma empresa possui um ROE alto, isso indica que está gerando lucros sólidos em relação ao capital dos acionistas. Um alto retorno dos capitais próprios pode ser visto como um sinal positivo pelos investidores, que podem esperar receber dividendos mais elevados como resultado de uma empresa lucrativa.

O *return on equity* (retorno sobre o patrimônio líquido) na empresa  $i$  no período  $t$  ( $ROE_{i,t}$ ), de acordo com a seguinte equação (12):

$$ROE_{i,t} = \frac{\text{Resultado Líquido}_{i,t}}{\text{Capital Próprio}_{i,t}} * 100$$

(12)

### **Comportamento das ações**

Se o preço das ações estiver em queda ou volátil, a empresa pode optar por adotar uma política de dividendos mais conservadora, retendo uma parcela maior de seus lucros para reinvestimento ou para enfrentar períodos de incerteza. Por outro lado, se as ações estiverem em alta e estáveis, a empresa pode adotar uma política mais generosa de distribuição de dividendos. Portanto, o comportamento das ações pode influenciar a

decisão da empresa sobre a quantidade de dividendos a serem pagos por ação (Parua & Gupta, 2009).

O aumento da confiança dos investidores podem impulsionar o aumento da cotação , enquanto a queda da confiança e a aversão ao risco podem levar a uma redução, o comportamento das ações (CMPA) no mercado financeiro pode influenciar significativamente, a cotação das ações.

A variação anual da cotação das ações em dia 31 dezembro de ano t é obtido pela seguinte expressão matemática:

$$CMPA_{i,t} = \frac{\text{Cotação ação }_{i,t} - \text{cotação ação }_{i,t-1}}{\text{Cotação ação}_{i,t-1}} \quad (13)$$

Após análise dos modelos de regressão linear simples representados na equação (1) e (2) e análise à capacidade explicativa de cada uma das variáveis apresentadas, analisa-se se as variáveis explicativas no seu conjunto, através de dois modelos de regressão linear múltipla, apresentados nas equação (14) e (15).

**Estimações:**

$$YM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VANC_{i,t} + \beta_2 VRL_{i,t} + \beta_3 VVN_{i,t} + \beta_4 GAF_{i,t} + \beta_5 EEND_{i,t} + \beta_6 GASTF_{i,t} + \beta_7 PAY_{i,t} + \beta_8 LQ_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (14)$$

$$Div.ACAO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 EEND_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 GAF_{i,t} + \beta_5 CMPA_{i,t} + \beta_6 LQ_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (15)$$

**Em que:**

YM<sub>i,t</sub> é a cotação média entre os meses março e junho da empresa i no período t;

Div.Ação<sub>i,t</sub> é o valor de dividendos por ação da empresa i no período t;

$\varepsilon_{i,t}$  é a perturbação aleatória do modelo referente à empresa i no período t;

E as restantes variáveis independentes (explicativas) foram anteriormente definidas da empresa i no período t.

A equação (14) representa um modelo que permite verificar as hipóteses de investigação H<sub>1</sub>, H<sub>2</sub>, H<sub>3</sub>, H<sub>4</sub>, H<sub>5</sub>, H<sub>6</sub>, H<sub>7</sub> e H<sub>8</sub>, respetivamente, as variáveis independentes ativas não corrente, resultado líquido, volume de negócios, grau de alavancagem financeira, estrutura do endividamento, gastos financiamentos, *payout* e liquidez.

A equação (15) representa um modelo que permite verificar as hipóteses de investigação H<sub>4</sub>, H<sub>5</sub>, H<sub>8</sub>, H<sub>9</sub>, H<sub>10</sub>, e H<sub>11</sub>, para analisar a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes grau de alavancagem financeira, estrutura do endividamento, liquidez, *return on equity*, comportamento das ações e rendibilidade do ativo.

De modo a definir o modelo mais adequado realizam-se alguns testes estatísticos: (1) teste de significância individual que se baseia na estatística T, (2) coeficiente de determinação (R<sup>2</sup>), (3) coeficiente de determinação ajustado (R<sup>2</sup>a) e (4) teste de significância global, baseado na estatística F.

Após a realização dos testes estatísticos é necessário precaver de alguma possível variável não ser estatisticamente significativa para a variável dependente. Portanto será removida uma variável independente de cada vez até se obter um modelo com todas as variáveis explicativas estatisticamente significativas, fazendo-o por ordem decrescente do valor de *p-value*.

Na estimação dos modelos utiliza-se o método dos mínimos quadrados. Os estimadores alcançados pelo método dos mínimos quadrados reúnem as seguintes propriedades essenciais: cêntricos, consistentes e eficientes face a determinadas hipóteses em que os termos de perturbação seguem um processo aleatório puro, especificamente:

$$i. \quad E(U_i) = 0 \quad (5)$$

$$ii. \quad V(U_i) = \sigma^2 \text{ (Homocedasticidade)} \quad (6)$$

$$iii. \quad COV(u_i, u_j) = 0 \text{ A } i, j : i \neq j \text{ (Ausencia de correlação);} \quad (7)$$

$$iv. \quad U_i \sim N(0, \sigma^2) \quad (8)$$

O nível de significância estatístico utilizado é de 10% definido como erro Tipo I, que admite a possibilidade de se rejeitar a hipótese nula sendo esta verdadeira.

No teste significância individual, define-se duas hipóteses, a hipótese nula ( $H_0$ ) e a hipótese alternativa ( $H_1$ ).

O objetivo deste teste é eliminar a variável independente contida nos modelos que não tenham significância estatística suficiente para explicar a variável dependente, tal como exemplificado na Tabela 3.

**Tabela 3 - Teste de significância individual**

Decisão afeta a $H_0$	Estado de $H_0$	
	Falso	Verdadeiro
Rejeita $H_0$	Rejeição correta	Erro tipo I
Não Rejeita $H_0$	Erro tipo II	Não-rejeição correta

O teste de Significância Global é uma ferramenta usada para determinar se pelo menos uma das variáveis independentes em um modelo estatístico é estatisticamente significativa para explicar a variável dependente. O objetivo é determinar se o modelo em questão é apropriado para explicar as variações na variável dependente e se as variáveis independentes como um todo têm algum impacto conjunto sobre a variável dependente. Este teste baseia-se nas seguintes hipóteses:

$$H_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_K = 0;$$

$$H_1 = \beta_1 \neq 0 \vee \beta_2 \neq 0 \vee \dots \vee \beta_K \neq 0;$$

Para realizar o teste de significância global, é estabelecido uma hipótese nula ( $H_0$ ). Caso não se rejeite a hipótese nula, ou seja, o conjunto de variáveis independentes propostas no modelo não são estatisticamente significativas para explicar a variável dependente. E uma hipótese alternativa ( $H_1$ ), isto é, rejeita-se a hipótese nula, o conjunto das variáveis independentes propostas no modelo são estatisticamente significativas para explicar a variável dependente.

O coeficiente de determinação, também conhecido como  $R^2$ , é uma medida estatística que indica o quanto a variabilidade de uma variável dependente é explicada pelos conjuntos das variáveis independentes em um modelo de regressão. Em outras palavras, o coeficiente de determinação mede a proporção da variabilidade da variável dependente que pode ser explicada pelas variáveis independentes do modelo.

O coeficiente de determinação varia entre 0 e 1. Um valor de 0 indica que nenhuma parte da variabilidade da variável dependente é explicada pelas variáveis independentes, enquanto um valor de 1 indica que toda a variabilidade é explicada. Em termos gerais, quanto mais próximo o valor de  $R^2$  estiver de 1, melhor o modelo se ajusta aos dados.

É importante destacar que o coeficiente de determinação não indica a causalidade entre as variáveis. Ele apenas informa o quanto a variável dependente é explicada pelas variáveis independentes no modelo de regressão. Outros fatores podem influenciar a variável dependente, mas não estão incluídos no modelo.

O coeficiente de determinação ajustado, também conhecido como  $R^2$  ajustado, é uma versão modificada do coeficiente de determinação ( $R^2$ ) que considera o número de variáveis independentes em um modelo de regressão. O  $R^2$  ajustado é uma medida estatística que ajusta o  $R^2$  para penalizar o uso excessivo de variáveis independentes no modelo, evitando assim um ajuste excessivamente otimista.

Enquanto o  $R^2$  simplesmente aumenta à medida que mais variáveis independentes são adicionadas ao modelo, o  $R^2$  ajustado leva em consideração o número de variáveis independentes e o tamanho da amostra para fornecer uma medida mais realista do ajuste do modelo. Este coeficiente considera o grau de liberdade do modelo, penalizando o uso de variáveis independentes desnecessárias que não contribuem significativamente para a explicação da variabilidade da variável dependente.

## Capítulo 4 - Amostra

### 4.1 Definição de amostra

Neste estudo a população selecionada são as empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa.

Para definir a amostra foram considerados os seguintes pressupostos:

- i. As empresas de natureza financeira e as empresas desportivas, não foram incluídas, para que todas as empresas da amostra utilizem as mesmas normas de relato contabilístico, ao contrário das empresas do setor financeiro que possuem normas contabilísticas específicas.
- ii. Apenas foram incluídas na amostra as empresas que tenham informação financeira disponível e que apresentem cotação em bolsa no dia 15 de novembro de 2022.

Com base nos critérios definidos a amostra incluída neste estudo é constituída por 19 empresas que atendem integralmente aos critérios de seleção definidos para a inclusão das empresas na amostra. A Tabela 4 apresenta as empresas incluídas na amostra desta dissertação.

**Tabela 4 - Seleção da amostra**

<b>SIGLA</b>	<b>Empresas</b>
EDP	Energias de Portugal SGPS, S.A.
NVG	The Navigator Company SGPS, S.A.
GALP	GALP Energia SGPS, S.A.
JMT	Jerónimo Martins SGPS, S.A.
SCT	Toyota Caetano Portugal S.A.
NOS	NOS, SGPS, S.A.
SEM	Semapa - Sociedade De Investimento E Gestão SGPS, S.A.
CDU	Conduril-Engenharia SGPS, S.A.
SON	Sonae SGPS, S.A.
REN	Redes Energéticas Nacionais SGPS, S.A.
ALTR	Altri SGPS, S.A.
EGL	Mota-Engil SGPS, S.A.
GVOLT	Greenvolt Energias Renováveis S.A.
SNC	Sonaecom SGPS, S.A.
COR	Corticeira Amorim-SGPS, S.A.
COPAN	Companhia Portuguesa de Amidos S.A.
GLINT	GLINTT, S.A.

SNG	Sonagi SGPS, S.A.
IPR	IMPRESA SGPS, S.A.

## 4.2 Análise estatística

Inicialmente, foram calculados diversos indicadores financeiros que, de acordo com a teoria financeira, têm influência sobre o valor de mercado das empresas. Esses indicadores foram calculados com base em informações obtidas nas demonstrações financeiras das entidades e de informações bolsistas. Na Tabela 5 é apresentado uma análise das variáveis utilizadas na análise empírica.

**Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis**

ME	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std.Dev.	Observations
VANC	0.048607	0.008355	1.642531	-0.473196	0.212832	198
VRL	-0.293808	-0.038277	49.70814	-49.33671	6.657319	198
VVN	0263734	0.000000	31.27620	-1.000000	2.281968	198
GAF	1.553694	1.013454	55.65015	-9.449907	4.891935	198
EEND	0.477742	0.459553	0.985896	0.000000	0.256809	198
GASTF	-1.149192	-0.034629	94.23260	-90.96057	11.64325	198
PAY	0.555318	0.582462	9.816876	-8.161370	1.104774	198
LQ	33.56877	0.867822	1241.002	0.000000	140.8014	198
ROA	6.038216	3.915963	36.69467	-27.1294	8.236233	198
ROE	11.53986	9.163539	105.9430	-54.19444	15.73998	198
CPMA	0.111030	0.024993	4.486284	-0.760000	0.526842	198

A amostra de dados em painel, é constituído por 19 empresas de dados anuais no período de 2011 a 2021. De acordo com Hsiao, (1986) essa metodologia oferece diversas vantagens em relação aos modelos de corte transversal e séries temporais puras. Por exemplo, os modelos de painel permitem controlar explicitamente a heterogeneidade presente nos indivíduos (nesse caso, empresas), efetivamente a precisão das esperadas para os parâmetros de interesse.

Cada uma das empresas estudadas possui características específicas que influenciam o seu valor de mercado. Essas características podem estar relacionadas à qualidade da gestão, marcas próprias, setor de atuação, entre outros fatores. Muitas dessas variáveis não são facilmente mensuráveis, mas a sua omissão no modelo de regressão pode resultar em cálculos enviesados. O uso de dados em painel é compatível, pois permite

controlar os efeitos dessas variáveis não observáveis. Além disso, a utilização de dados em painel possibilita o uso de um número maior de observações, aumentando o número de graus de liberdade e a diminuição de colineariedade entre as variáveis explicativas. A multicolinearidade forte pode dificultar a identificação de uma relação casual clara entre os regressores e a variável dependente.

Na revisão da literatura, os estudos analisados visam a uma discordância no que diz respeito à influência da política de dividendos no valor da empresa, por intermédio da alteração da cotação das ações. Assim, é opção neste capítulo desenvolver uma análise para o mercado português.

A amostra em análise tem o propósito de testar as hipóteses formuladas e verificar se os resultados são similares aos estudos analisados. Para isso, são estimados os modelos apresentados na metodologia e analisada a relação entre as potenciais variáveis explicativas e as duas variáveis explicadas. A análise inicia-se com os modelos previamente estabelecidos por Lintner (1956) e Gordon (1968). Este estudo, examina a preferência da distribuição de dividendos com base no nível de minimização do risco, pelos investidores.

Em concordância com as variáveis segue-se uma análise às variáveis dependentes, dividendo por ação (DIV\_ACAO) e cotação média da ação (YM), incluídas na amostra. Na Tabela 6 apresenta-se algumas estatísticas descritivas relativas às variáveis independentes.

**Tabela 6 - Estatísticas descritivas dos dividendos por ação e cotação média por ação.**

<b>ME</b>	<b>DIV_ACAO</b>	<b>YM</b>
Mean	0.315758	7.285838
Median	0.177082	2.967500
Maximum	5.989000	71.69500
Minimum	0.000000	0.119500
Std. Dev.	0.613676	10.60546
Sum	62.83590	1442.596
Sum Sq. Dev.	74.56643	22157.73
Observations	198	198

De acordo com a Tabela 6 e para a amostra constituída por 198 observações. A variável dividendo por ação apresenta uma média (*mean*) do dividendo por ação é de 0,31 euros

(trinta e um cêntimos) e a mediana (*median*) é de 0,17 euros (dezassete cêntimos) sendo que existe ações que não distribuem dividendos 0,00 euros, e o máximo dos dividendos distribuídos é de 5,98 euros. Pode-se observar um desvio padrão do valor de dividendo por ação de 0,61 euros. Sendo assim, a nossa análise apresenta que a distribuição da variável de dividendo por ação está mais concentrada em redor da sua média do que seria esperado. Logo, não é de surpreender a rejeição da variável dependente no teste Jarque-Bera.

Em relação à cotação média por ação, regista-se um valor médio (*mean*) das cotações em bolsa de 7,28 euros (sete euros e vinte oito cêntimos), sendo o valor máximo observado de 71,69 euros e o seu mínimo de 0,11 euros (onze cêntimos). É registado um desvio padrão da variável dependente de 10,60 euros. Desta forma, concluiu-se que a variável dependente (cotação média das ações) encontra-se mais concentrada e, redor da sua média do que seria esperado.

O estudo da correlação permite, em princípio, eliminar as variáveis estimadas do modelo que estejam altamente correlacionados, o que poderia levar a problemas de multicolinearidade. A correlação mede a relação estatística entre duas variáveis e indica se elas têm uma tendência a variar em conjunto ou inversamente. Na Tabela 7 mostra a correlação entre as variáveis independentes.

Tabela 7 - Correlações

	VANC	VRL	DIV_ ACAO	VVN	GAF	EEND	GASTF	PAY	LQ	ROA	ROE	CMPA	YM
VANC	1												
VRL	- 0.092913	1											
DIV_ ACAO	0.047812	0.084673	1										
VVN	0.000839	0.000235	- 0.018576	1									
GAF	0.034792	0.026322	0.335311	- 0.021152	1								
EEND	-0.03986	0.037837	- 0.161036	- 0.000828	- 0.132147	1							
GASTF	0.106333	- 0.035514	0.031206	0.005899	- 0.003859	- 0.123047	1						
PAY	- 0.032310	0.071934	0.075784	0.010590	- 0.025069	0.068901	- 0.004293	1					
LQ	- 0.019146	0.073662	0.114899	-0.20206	- 0.013914	- 0.305997	0.018818	0.209611	1				
ROA	0.153749	0.001715	0.164138	0.025010	- 0.013228	0.167073	- 0.019735	0.057720	-0.01643	1			
ROE	0.106718	- 0.027436	0.142401	0.061873	- 0.000599	0.286255	- 0.008748	0.077133	- 0.070633	0.886187	1		
CMPA	- 0.017465	0.048410	0.119030	0.031674	0.459053	- 0.134509	- 0.046606	- 0.084489	0.009240	0.032437	0.035411	1	
YM	0.118134	0.138771	0.468355	- 0.041375	0.199042	- 0.120499	0.053638	0.055586	0.002802	0.145629	0.085508	0.006912	1

Com base na Tabela 7 constata-se que o coeficiente de correlação entre a variação do ativo não corrente (VANC) e a variação do volume negócios (VVN) é muito próximo de zero, ou seja, indica quase ausência completa de correlação linear entre as variáveis.

Verifica-se uma relação positiva para as variáveis independentes volume negócios, grau de alavanca financeira, gastos financeiros, rentabilidade do ativo e rentabilidade do capital próprio. Inversamente, constata-se uma relação negativa entre o resultado líquido, estrutura do endividamento, payout, liquidez e o comportamento das ações.

Em geral, os níveis de correlação entre variáveis explicativas são bastantes baixos, indicando que existe uma pequena tendência de as variáveis se moverem no mesmo sentido. Assim, conclui-se que não existe problemas de multicolinearidade.

## Capítulo 5 - Resultados Empíricos

Este capítulo tem o objetivo de analisar as variáveis com poder explicativo sobre o valor dos dividendos na valorização das empresas cotadas em Portugal. Após a explicação e a seleção da amostra, prossegue-se na estimação dos modelos, de acordo com a metodologia definida no capítulo anterior e com base nos dados amostrais que permite obter estimativas para os parâmetros das equações especificadas.

A metodologia seguida é estimar os modelos pelo método dos mínimos quadrados como descrito no capítulo da metodologia. Inicia-se a estimação com os modelos de regressão linear simples e posteriormente os modelos de regressão linear múltipla.

As apresentações das tabelas com os resultados estimados dos modelos contêm: (1) os modelos com as estimativas dos coeficientes de regressão, (2) o *p-value* indicador da significância estatística de cada coeficiente, (3) o coeficiente de determinação ajustado ( $R^2a$ ) e (4) o *p-value* associado à estatística F de forma a medir a significância global da regressão.

As Tabelas 8 a 21 apresentam os resultados das regressões linear simples dos modelos (1) e (2) descritos na metodologia.

**Tabela 8 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa variação do ativo não corrente**

---

$$YM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VANC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

---

Variável	Coeficiente	p-value (T)	$R^2a$	P-value (F)
C	6.999703	0.0000	0.008925	0.097402
VANC	5.886647	0.0974		

---

**Tabela 9 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa variação do resultado líquido**

---

$$YM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VRL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

---

Variável	Coeficiente	p-value (T)	$R^2a$	P-value (F)
C	7.350790	0.0000	0.014254	0.051205
VRL	0.221069	0.0512		

---

**Tabela 10 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa variação do volume de negócios**

$$YM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VVN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variável	Coeficiente	p-value (T)	R <sup>2</sup> a	P-value (F)
C	7.336552	0.0000	-0.003381	0.562749
VVN	-0.192292	0.5627		

**Tabela 11 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa grau de alavancagem financeira**

$$YM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GAF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variável	Coeficiente	p-value (T)	R <sup>2</sup> a	P-value (F)
C	6.615401	0.0000	0.034718	0.004935
GAF	0.431512	0.0049		

**Tabela 12 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa estrutura do endividamento**

$$YM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EEND_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variável	Coeficiente	p-value (T)	R <sup>2</sup> a	P-value (F)
C	9.663208	0.0000	0.009492	0.090836
EEND	-4.976266	0.0908		

**Tabela 13 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa gastos financeiros**

$$YM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GASTF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variável	Coeficiente	p-value (T)	R <sup>2</sup> a	P-value (F)
C	7.341985	0.0000	-0.002210	0.452944
GASTF	0.048857	0.4529		

**Tabela 14 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa payout**

$$YM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PAY_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Variável	Coeficiente	p-value (T)	R <sup>2</sup> a	P-value (F)
C	6.989518	0.0000	-0.001997	0.436681

<b>PAY</b>	0.533605	0.4367
------------	----------	--------

Tabela 15 - Equação (1): Modelo com a variável explicativa liquidez

$YM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
Variável	Coefficiente	p-value (T)	R <sup>2</sup> a	P-value (F)
<b>C</b>	7.278754	0.0000	-0.005904	0.968750
<b>LQ</b>	0.000211	0.9687		

Tabela 16 - Equação (2): Modelo com a variável explicativa rentabilidade do ativo

$DIV\_ACAO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
Variável	Coefficiente	p-value (T)	R <sup>2</sup> a	P-value (F)
<b>C</b>	0.225540	0.0000	0.024220	0.013842
<b>ROA</b>	0.012439	0.0138		

Tabela 17 - Equação (2): Modelo com a variável explicativa *return on equity*

$DIV\_ACAO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
Variável	Coefficiente	p-value (T)	R <sup>2</sup> a	P-value (F)
<b>C</b>	0.240728	0.0000	0.012425	0.058585
<b>ROE</b>	0.005079	0.0586		

Tabela 18 - Equação (2): Modelo com a variável explicativa comportamento das ações

$DIV\_ACAO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CMPA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
Variável	Coefficiente	p-value (T)	R <sup>2</sup> a	P-value (F)
<b>C</b>	0.301930	0.0000	0.009138	0.094872
<b>CMPA</b>	0.138907	0.0949		

Tabela 19 - Equação (2): Modelo com a variável explicativa liquidez

$DIV\_ACAO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LQ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
Variável	Coefficiente	p-value (T)	R <sup>2</sup> a	P-value (F)

<b>C</b>	0.283837	0.0000		
<b>LQ</b>	0.000528	0.0831	0.009675	0.083118

**Tabela 20 - Equação (2): Modelo com a variável explicativa estrutura do endividamento**

<b><math>DIV\_ACAO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EEND_{i,t} + \varepsilon_{i,t}</math></b>				
<b>Variável</b>	<b>Coeficiente</b>	<b>p-value (T)</b>	<b>R<sup>2</sup>a</b>	<b>P-value (F)</b>
<b>C</b>	0.481457	0.0000		
<b>EEND</b>	-0.376711	0.0205	0.020976	0.020452

**Tabela 21 - Equação (2): Modelo com a variável explicativa grau de alavancagem financeira**

<b><math>DIV\_ACAO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GAF_{i,t}</math></b>				
<b>Variável</b>	<b>Coeficiente</b>	<b>p-value (T)</b>	<b>R<sup>2</sup>a</b>	<b>P-value (F)</b>
<b>C</b>	0.234357	0.0000		
<b>GAF</b>	0.041176	0.0000	0.102084	0.000001

Na análise às Tabelas 8 a 15 da equação (1) constata-se que as variáveis independentes variação do volume de negócios, gastos de financiamento, *payout* e liquidez não são estatisticamente significativas a um nível de significância de 10% para explicar a variável dependente cotação média da ação. Da análise às Tabelas 16 a 21 da equação (2) verifica-se que todas as variáveis independentes são estatisticamente significativas a um nível de significância de 10%.

De seguida, é apresentado as Tabelas 22 e 23, no qual é analisado os modelos de regressão linear múltipla das equações (14) e (15), de acordo com o apresentado na metodologia.

Tabela 22 -Equação (14): Modelo de regressão linear múltipla da variável cotação da ação

$$YM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VANC_{i,t} + \beta_2 VRL_{i,t} + \beta_3 VVN_{i,t} + \beta_4 GAF_{i,t} + \beta_5 EEND_{i,t} + \beta_6 GASTF_{i,t} + \beta_7 PAY_{i,t} + \beta_8 LQ_{i,t}$$

Variável	Coefficiente	p-value (T)	R <sup>2</sup> a	P-value (F)
C	8.330711	0.0000		
VANC	5.907460	0.0930		
VRL	0.224786	0.0456		
VVN	-0.185133	0.5671	0.050302	0.022257
GAF	0.385818	0.0121		
EEND	-4.260675	0.1711		
GASTF	0.032373	0.6143		
PAY	0.693566	0.3163		
LQ	-0.003844	0.4996		

Tabela 23 - Equação (15): Modelo de regressão linear múltipla da variável dividendo por ação

$$DIV\_ACAO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 EEND_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 GAF_{i,t} + \beta_5 CMPA_{i,t} + \beta_6 LQ_{i,t}$$

Variável	Coefficiente	p-value (T)	R <sup>2</sup> a	P-value (F)
C	0.315660	0.0000		
ROA	0.008839	0.4066		
EEND	-0.341382	0.0563	0.148066	0.000002
ROE	0.003315	0.1708		
GAF	0.044106	0.0000		
CMPA	-0.080463	0.3556		
LQ	0.000368	0.2253		

Da análise à regressão linear múltipla das equações (14) e (15), apresentadas nas Tabelas 22 e 23 respetivamente verifica-se a existência de variáveis independentes que não são estatisticamente significativas para explicar a variável dependente a um nível de significância estatística máxima de 10%.

Assim sendo, é estimado um novo modelo, com base na regressão da equação (14), neste novo modelo retira-se uma variável independente de cada vez, por ordem decrescente de *p-value*, obtendo um modelo final com apenas variáveis explicativas estatisticamente significativas. Por conseguinte, elimina-se uma variável independente e volta-se a estimar novamente até se obter um modelo com todas as variáveis

explicativas estatisticamente significativas a um nível de significância estatística de 10%. Deste modo, forma-se uma nova equação final (16) constituídas pelas variáveis variação do ativo não corrente, variação do volume de negócios e grau de alavancagem financeira. A Tabela 24, apresenta o modelo (16) final.

$$YM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 VANC_{i,t} + \beta_2 VRL_{i,t} + \beta_3 GAF_{i,t} \quad (16)$$

Do mesmo modo, apresenta-se na Tabela 25 com os valores da estimação do modelo (17) que resultou de procedimento explicitado, é eliminada uma a uma a variável independente com valor menos significativo estatisticamente, até se obter um modelo com todas as variáveis estatisticamente significativas para explicar a variável dependente. Formando assim, uma nova equação (17) constituída pelas variáveis estrutura do endividamento, rendibilidade do capital próprio e grau de alavancagem financeiro.

$$Div.ACAO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EEND_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 GAF_{i,t} \quad (17)$$

A Tabela 24 apresenta o resultado da estimação ao modelo de regressão linear múltipla, representado pela equação (16).

**Tabela 24 - Equação (16): Estimação ao modelo de regressão linear múltipla**

<b><math>YMi,t = \beta_0 + \beta_1 VANCi,t + \beta_2 VRLi,t + \beta_3 GAFi,t</math></b>				
<b>Variável</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>p-value (T)</b>	<b>R<sup>2</sup>a</b>	<b>P-value (F)</b>
<b>C</b>	6.408211	0.0000		
<b>VANC</b>	6.228742	0.0736	0.058593	0.002064
<b>VRL</b>	0.231568	0.0377		
<b>GAF</b>	0.413788	0.0064		

Da análise à Tabela 24, com os resultados da estimação do modelo 16 concluiu-se que a totalidade das variáveis explicativas presentes são estatisticamente significativas para explicar a cotação média das ações (YM) ao apresentarem individualmente um *p-value* inferior ao nível de significância estatístico definido (10%). Pode-se afirmar que as variáveis independentes explicam a cotação das ações.

No teste de significância global é rejeitada a hipótese nula, isto é, o conjunto de variáveis explicativas propostas no modelo são estatisticamente significativas para explicar a variável dependente. O coeficiente de determinação ajustado apresenta um valor não muito elevado, significando que as variáveis explicativas propostas no modelo explicam aproximadamente 5,9% da variação da cotação média da ação.

Pode-se assim afirmar que são confirmadas as hipóteses de investigação H<sub>1</sub>, H<sub>2</sub> e H<sub>4</sub>. Conclui-se que no modelo (16) as variáveis independentes variação do ativo não corrente, variação do resultado líquido e o grau de alavancagem financeira explicam a cotação média das ações.

A variável variação do ativo não corrente, demonstra ser importante na cotação das ações, pois empresas com fortes ativos não correntes permite uma maior capacidade de gerar lucro no futuro sendo mais atrativas aos investidores. Da mesma linha de raciocínio, os investidores sentem-se mais encorajados a investir em empresas cuja variação do resultado líquido seja positiva, e conseqüentemente provoca uma variação na cotação das ações.

A Tabela 25 apresenta o resultado da estimação ao modelo de regressão linear múltipla, representado pela equação (17).

**Tabela 25 - Equação (17): Estimação ao modelo de regressão linear múltipla**

<b><math>DIV\_ACAO_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EEND_{i,t} + \beta_2 ROE_{i,t} + \beta_3 GAF_{i,t}</math></b>				
<b>Variável</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>p-value (T)</b>	<b>R<sup>2</sup>a</b>	<b>P-value (F)</b>
<b>C</b>	0.355522	0.0000		
<b>EEND</b>	-0.414651	0.0099	0.138729	0.000000
<b>ROE</b>	0.006974	0.0081		
<b>GAF</b>	0.038429	0.0000		

Da análise à Tabela 25 da equação (17), a totalidade das variáveis explicativas presentes apresentam individualmente um *p-value* inferior ao nível de significância estatístico mínimo definido na metodologia, o que significa que as variáveis são estatisticamente significativas para explicar a variável dividendo por ação (DIV\_ACAO).

No teste de significância global, através da estatística F, é rejeitada a hipótese nula, o que se conclui que o conjunto das variáveis explicativas revelam ser estatisticamente significativas para explicar a variável dependente.

O coeficiente de determinação ajustado apresenta um valor não muito elevado. O que revela existir mais variáveis que explicam a variação do valor dividendo por ação.

Pode-se assim afirmar que são confirmadas as hipóteses de investigação H<sub>4</sub>, H<sub>5</sub> e H<sub>10</sub>. Conclui-se que de modelo (17), as variáveis independentes estrutura do endividamento, a rentabilidade do capital próprio e o grau de alavanca financeira explicam a variável dividendo por ação.

A variável rentabilidade dos capitais próprios tem impacto no valor do dividendo por ação pois um valor positivo indica que a empresa está a gerar um retorno positivo sobre o valor investido pelos acionistas. Consequentemente cria uma maior confiança aos acionistas por a empresa ter a capacidade de manter ou aumentar os seus dividendos.

## **Capítulo 6 - Conclusões, Limitações do Estudo e Sugestões para Futura Investigação**

Neste capítulo reúne de forma sintética os objetivos e contribuições desta investigação assim como a metodologia utilizada. De seguida, expõe os principais resultados e conclusões da investigação estudada. Por fim, apresenta as limitações da investigação e indica sugestões para futuras investigações.

A presente dissertação é relevante para aumentar o conhecimento sobre as variáveis que explicam a maximização do valor das empresas após a decisão da política de dividendos. A existência de poucos estudos empíricos com amostras de empresas portuguesas, é um fator relevante na elaboração deste estudo.

A política de dividendos é uma componente crítica da gestão financeira de uma empresa e está intrinsecamente ligada a várias teorias e abordagens em finanças empresariais. A relevância da política de dividendo defende que as decisões de distribuir dividendos provoca alterações no valor da empresa. John Lintner (1956) concentra o seu estudo na Teoria da preferência dos dividendos ao verificar que os investidores preferem dividendos às mais-valias ou ganhos de capital via valorização da ação. De acordo com Lintner (1956), os investidores escolhem empresas que distribuem dividendos de forma estáveis ao longo do tempo.

A teoria de Gordon e Shapiro (1956) relaciona o preço das ações de uma empresa ao valor esperado do dividendo futuros e à sua taxa de crescimento do qual se pode concluir que os investidores têm preferência por dividendos e pelo seu crescimento. Os dividendos são considerados pelos investidores “dinheiro na mão” ao contrário da utilização dos resultados não distribuídos para reinvestimento, mesmo sabendo que pode gerar dividendos futuros acrescidos.

Modigliani e Miller (1961) desenvolvem uma teoria sobre a política de dividendos de uma empresa, argumentando, sob certas condições, que a estrutura de capital não afeta o valor da empresa. A teoria da irrelevância da política de dividendos afirma que a política de dividendos não afeta o valor da empresa. Modigliani e Miller (1961) colocam certas premissas (como mercados perfeitos, sem impostos, sem custos de

falência, e todos os agentes possuir a mesma informação). Em um mundo sem imperfeições as atividades de investimento das empresas que originam fluxos de caixa futuros são o único determinante do valor da empresa. Deste modo, a política de distribuição de dividendos, deve ser independente do valor da empresa.

A teoria da sinalização explora como as empresas podem usar as suas decisões de distribuição de dividendos como sinais para transmitir informações aos investidores sobre a saúde financeira, estabilidade e perspectivas de crescimento da empresa. Isso pode influenciar a composição da base de investidores e afetar o valor das ações da empresa no mercado.

Com base nas várias teorias explicativas dos dividendos constata-se que não existe um consenso sobre se o montante dos dividendos a distribuir interferem ou não com o valor da empresa. O objetivo desta dissertação é encontrar as variáveis explicativas da política de dividendos na maximização do valor da empresa: evidência empírica nas empresas cotadas na Euronext Lisboa. Na análise empírica é com base em uma amostra constituída por 18 empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa no período de 2011 a 2021.

Na parte da metodologia recorre-se a dados em painel e à estimação e análise de vários modelos através do método dos mínimos dos quadrados. Na avaliação dos modelos que são estimados são utilizados alguns testes estatísticos, o teste de significância individual de cada variável explicativa, o coeficiente de determinação ajustado ( $R^2_a$ ) e o teste de significância global do modelo.

Nesta dissertação analisa-se duas variáveis dependentes, o dividendo por ação e a cotação média da ação. Inicialmente estima-se modelos de regressão linear simples, com as variáveis explicativas: (1) ativo não corrente, (2) resultado líquido, (3) volume de negócios, (4) grau de alavanca financeira, (5) estrutura do endividamento, (6) gastos de financiamento, (7) *pay-out*, (8) liquidez, (9) rendibilidade do ativo, (10) *return on equity* e (11) comportamento das ações. Posteriormente para cada variável dependente estima-se um modelo de regressão linear múltipla

Os modelos analisados correspondem a um conjunto de teorias e trabalhos similares observados no início da dissertação. Já as variáveis independentes escolhidas são as

mais aceites da revisão da literatura. São utilizadas as seguintes variáveis explicativas: (1) variação do ativo não corrente, (2) variação do resultado líquido, (3) variação do volume de negócios, (4) grau de alavanca financeira, (5) estrutura do endividamento, (6) gastos de financiamento, (7) *pay-out*, (8) liquidez, (9) rendibilidade do ativo, (10) *return on equity* e (11) comportamento das ações.

Os resultados obtidos nesta investigação permitem enunciar conclusões de maior ou menor importância. O modelo de RLM que inclui as variáveis independentes: (1) variação do ativo não corrente, (2) variação do resultado líquido, (3) variação do volume de negócios, (4) grau de alavanca financeira, (5) estrutura do endividamento, (6) gastos de financiamento, (7) *pay-out* e (8) liquidez. Conclui-se que as variáveis, variação do ativo não corrente, variação do resultado líquido e grau de alavancagem financeiro que revelam ser estatisticamente significativas da variável dependente (cotação média da ação) a

O modelo (15) inclui as variáveis independentes: (4) grau de alavanca financeira, (5) estrutura do endividamento, (8) liquidez, (9) rendibilidade do ativo, (10) *return on equity* e (11) comportamento das ações. Constata-se que as variáveis, estrutura do endividamento, grau de alavancagem financeira e rendibilidade do capital próprio revelam ser estatisticamente significativas para explicar o dividendo por ação.

Os modelos (16) e (17) resultam dos modelos (14) e (15), respetivamente, ao ser removida uma variável independente de cada vez, a que apresenta maior *p-value*, repetindo-se este processo até todas as variáveis serem estatisticamente significativas para explicar a variável dependente a um nível de significância de 10%.

Do modelo (16), verifica-se a veracidade das hipóteses de investigação [H<sub>1</sub>], [H<sub>2</sub>] e [H<sub>4</sub>], sendo as variáveis independentes variação do ativo não corrente, variação do resultado líquido e o grau de alavancagem financeira a explicação para a cotação média das ações.

A variável variação do ativo não corrente emerge como um fator importante na avaliação das ações, pois empresas com fortes ativos não correntes permite uma maior capacidade de gerar lucro no futuro sendo mais atrativas aos investidores.

Do modelo (17), observa-se a análise das variáveis independentes estrutura do endividamento, a rentabilidade do capital próprio e o grau de alavanca financeira à explicação da variável dependente dividendo por ação que vão de acordo com as hipóteses de investigação [H<sub>4</sub>], [H<sub>5</sub>] e [H<sub>10</sub>].

A variável rentabilidade dos capitais próprios tem impacto no valor do dividendo por ação pois um valor positivo indica que a empresa está a gerar um retorno positivo sobre o valor investido pelos acionistas. Consequentemente cria uma maior confiança aos acionistas por a empresa ter a capacidade de manter ou aumentar os seus dividendos.

A Teoria da Irrelevância dos dividendos de Modigliani e Miller (1961) não se comprova nos resultados obtidos em ambos os modelos. O grau de alavancagem financeiro é um indicador presente nos dois modelos estudados, e uma variável com poder explicativo significativo, logo torna-se um indicador importante na decisão da política de distribuição dos dividendos, refutando a teoria de Modigliani e Miller (ano). Consta-se a veracidade da hipótese de investigação H<sub>4</sub> grau de alavancagem financeira.

Constata-se as seguintes variáveis (*return on equity* e estrutura do endividamento) estatisticamente significativas para explicar as seguintes hipóteses de investigação: [H<sub>5</sub>] - Existe uma relação positiva entre a estrutura do endividamento com o dividendo por ação e a cotação da ação e [H<sub>10</sub>] - Existe uma relação positiva entre o *return on equity* e o dividendo por ação.

Pode-se concluir a importância para a empresa em deter na sua estrutura de capital meios financeiros obtidos por capitais alheios, uma vez que, afeta a capacidade da empresa de gerar fluxo de caixa disponível para distribuição de dividendos aos acionistas. Já a variável *return on equity*, estando com valores mais elevados oferece à empresa capacidade de pagar dividendos mais altos. Isto ocorre porque um *return on equity* alto, indica que a empresa está a gerar lucros sólidos criando a capacidade de distribuir uma parte desses lucros aos acionistas. Sendo estas duas das variáveis presentes no modelo (17) variável denominada pelo nome (5) estrutura do endividamento e (10) *return on equity*, respetivamente, é observado um poder explicativo significativo no que respeita à variável dependente dividendo por ação. O que origina uma atenção a estes indicadores, no que representa à política de distribuição de dividendos.

Sabe-se que o valor do resultado líquido é um dos indicadores de avaliação utilizado pelos investidores, que relaciona o preço das ações ao lucro por ação. Constata-se a significância da variável explicativa à hipótese de investigação [H<sub>2</sub>] - variação do resultado líquido com a variável dependente cotação média da ação, estudado pelo modelo (16).

Constata-se a significância estatística associada à seguinte hipótese de investigação: [H<sub>1</sub>] variação do ativo não corrente relativamente à variável dependente cotação média por ação. Esta variável pode ser explicada pelo motivo dos ativos serem fundamentais na capacidade de gerar receitas futuras e acelerar o crescimento da empresa. Quanto mais eficientes e produtivos esses ativos forem, maior a probabilidade de a empresa gerar rendimentos consistentes e sustentáveis, atraindo investidores para o financiamento da empresa.

Concluimos, adicionalmente, que o payout não detém uma relação significativa com a cotação média por ação, uma vez que esta variável foi excluída do modelo final. Isso nos leva a afirmar que a percentagem do lucro líquido a ser distribuída aos acionistas como dividendos não exerce um impacto significativo sobre o valor de mercado das empresas.

A presente dissertação obteve resultados aceites e que estão em concordância com a revisão de literatura analisada, porém é de referir algumas limitações da presente pesquisa.

Uma limitação está relacionada com as empresas incluídas na amostra, apenas foram analisadas empresas cotadas em Portugal, o que limita as conclusões em torno dos mercados globais.

A amostra é reduzida devido às limitações de acesso à informação financeira necessária para o estudo e é limitada ao período temporal de 10 anos o que significa que as conclusões retiradas possam diferir para um outro período.

Reconhece-se, que além disso, que há uma possível limitação no conjunto de variáveis analisadas neste estudo, todas as quais têm natureza quantitativa. De facto, pode haver outras variáveis, especialmente de natureza qualitativa, que poderiam fornecer uma explicação mais adequada para a variação da variável de resposta abordada neste

estudo. Portanto, em futuras pesquisas, poderia ser considerada a correção desse aspeto, visando obter uma perspectiva mais abrangente sobre os fatores que influenciam o valor de mercado nas empresas.

O estudo desenvolvido nesta dissertação, permite retirar algumas conclusões, e simultaneamente cria algumas questões e/ou hipóteses que sejam de interesse para futuras pesquisas.

Em futuros estudos pode-se incluir as variáveis explicativas não analisadas nesta dissertação, bem como abranger mais empresas e empresas de diferentes mercados. É de encorajar a realização de estudos que incorporem variáveis macroeconómicas bem como o foco em estudos de apenas um setor de atividades.

## Referências

- Abreu, J.F., & Gulamhussen, M. A. (2013). Dividend payouts: Evidence from U.S. bank holding companies in the context of the financial crisis. *Journal of corporate Finance*, 22, 54–65.
- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Dividend policy and the organization of capital markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 13(2), 101–121. [https://doi.org/10.1016/S1042-444X\(02\)00038-5](https://doi.org/10.1016/S1042-444X(02)00038-5)
- Al-Malkawi, H., Rafferty, M., & Pilai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9, 171–200.
- Al-Najjar, B. (2011). The inter-relationship between capital structure and dividend policy: empirical evidence from Jordanian data. *International Review of Applied Economics*, 25(2), 209–224. <https://doi.org/10.1080/02692171.2010.483464>
- Anandasayanan S 2. T. (2016). Dividend Policy and Corporate Profitability Econometric Analysis of Listed Manufacturing Firms in Sri Lanka. *International Journal of Commerce and Management Research*, 2(1), 53–58.
- Archbold, S. & Vieira, E. (2010). Corporate dividend policies in bank-based and market-based systems: survey evidence from UK and Portugal. *Portuguese Journal of Management Studies*, 15(1), 35–63.
- Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2002). Revisiting the dividend puzzle. *Review of Financial Economics*, 11(4), 241–261. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(02\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(02)00044-7)
- Baker, H. K., Saadi, S., Dutta, S., & Gandhi, D. (2007). The perception of dividends by Canadian managers: new survey evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 3(1), 70–91. <https://doi.org/10.1108/17439130710721662>
- Baker, H. K., Veit, E. T., & Powell, G. E. (2001). Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms. *Financial Review*, 36(3), 19–38. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2001.tb00018.x>
- Bancel, F., Mittoo, U. R., & Bhattacharyya, N. (2005). Cross-Country Determinants of Payout Policy: A Survey of European Firms. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.683111>
- Basse, T., Reddemann, S., Riegler, J.-J., & von der Schulenburg, J.-M. G. (2014). Bank dividend policy and the global financial crisis: Empirical evidence from Europe. *European Journal of Political Economy*, 34, S25–S31.

<https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2013.09.001>

- Bishop, S., Crapp, H., Faff, R., & Twite. (2000). *Corporate Finance* (P. Sidney: & I. . Hall (eds.); 3.<sup>a</sup> ed.).
- Bonaimé, A., Öztekin, Ö., & Warr, R. (2014). Capital Structure, Equity Mispricing, and Stock Repurchases. *Journal of corporate Finance*, 26, 182–200.
- Bouton, T. J., Braga Alves, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of corporate Finance*, 18(4), 968–979.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). Brealey, Myers, and Allen on Valuation, Capital Structure, and Agency Issues\*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(4), 49–57. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00203.x>
- Brigham, E. F., & Gordon, M. J. (1968). LEVERAGE, DIVIDEND POLICY, AND THE COST OF CAPITAL. *The Journal of Finance*, 23(1), 85–103.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb02999.x>
- Choy, H., Gul, F., & Yao, J. (2011). Does political economy reduce agency costs? Some evidence from dividend policies around the world. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 16–35.
- Cohn, A., Fehr, E., & Maréchal, M. A. (2014). Business culture and dishonesty in the banking industry. *Nature*, 516(7529), 86–89. <https://doi.org/10.1038/nature13977>
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 293–315.
- Diamond, J. J. (1967). Earnings Distribution and the Valuation of Shares: Some Recent Evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2(1), 15–30.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.2307/2329780>
- Domingues, R. T., & Lopes, C. M. (2008). O regime de tributação do rendimento das SGPS: Estudo comparativo na União Europeia (III). *Revista TOC n°99*.
- Ebire, K., Sadiq, M. S., & Lucky, O. (2018). Effect of dividend policy on the performance of listed oil and gas firms in Nigeria. *International Journal of Scientific and Research Publications (IJSRP)*, 8(6).  
<https://doi.org/10.29322/IJSRP.8.6.2018.p7837>
- Eije, H., & Megginson, W. (2008). Dividends and share repurchases in the European

Union. *Journal of Financial Economics*, 89, 347–374.

Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3–43.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00321.x>

Fama, E. (1976). *Foundations Of Finance*. Inc., Basic Books.

Fama, E. F. (1965). The Behavior of Stock Market Prices. *Journal of Business*, 38(1), 34–105.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 387–417.  
<http://www.jstor.org/stable/2325486> .

Farinha, J. & Soro, M. (2012). *Dividendos e Recompra de Ações - da teoria à prática*. (P. Editora (ed.)).

Farrukh, K., Irshad, S., Shams Khakwani, M., Ishaque, S., & Ansari, N. Y. (2017). Impact of dividend policy on shareholders wealth and firm performance in Pakistan. *Cogent Business & Management*, 4(1), 1408208.  
<https://doi.org/10.1080/23311975.2017.1408208>

Fatemi, A., & Bildik, R. (2012). Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36(3), 662–677.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.008>

Ferreira, R. F. (2002). *A Tributação das mais valias* (Fisco (ed.)).

Firer, C., Ross, S. A., Westerfield, W., & B.D, J. (2004). *Fundamentals of Corporate Finance* (McGraw Hil).

Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*, 118(2), 299–316. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.002>

Frankfurter, G. M., Kosedag, A., Chiang, K., Collison, D., Power, D. M., Schmidt, H., So, R., & Topalov, M. (2004). A comparative analysis of perception of dividends by financial managers. *Research in International Business and Finance*, 18(1), 73–114. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2004.02.002>

Friend, I., & Puckett, M. (1694). Dividends and Stock Prices. *The American Economic Review*, 54, 656–682.

Gitman, L. (1978). *Princípios de administração financeira* (E. H. & R. do Brasil (ed.)).  
Gitman, L. J. (1978) *Princípios de administração financeira*, Editora Harper & Raw

do Brasil Ltda

Gordon, & M.J. (1959). Dividends, earnings and stock price. *Review of Economics and Statistics, Vol.1-Vol.(No.5)*, 461-483. <https://doi.org/doi.org/10.2307/1927792>

Gordon, Myron, J., & Shapiro, E. (1956). Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science*, 3(1), 102–110. <https://www.jstor.org/stable/2627177>

Graham, B., & Dodd, D. (1934). *SECURITY ANALYSIS*.

Graham, B., & Dodd, D. (1951). *Security analysis: principles and techniques* (M. H. B. Company (ed.); New York).

Hsiao, C. (1986). *Analysis of panel data*.

Impostos, M. das F.-D.-G. das C. e. (1965). *Decreto-Lei n.º 46373 de 9 de junho*. <https://dre.pt/application/conteudo/294899>

Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283–298.

Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Review of Economics*, 76(323–329). <https://doi.org/https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Kuo, J., Philip, D., & Zhang, Q. (2013). What drives the disappearing dividends phenomenon? *Journal of Banking and Finance*, 37(9), 3499–3514.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>

Leite, S. M. (2011). *Sinalização dos Dividendos : Evidência Empírica na Europa*. Universidade de Aveiro.

Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371. <https://doi.org/10.2307/2326770>

Lin, C, Ma, Y, Maltesta P and Xuan, Y. (2013). Corporate ownership structure and the

- choice between nak debt and public debt. *Journal of Financial Economics*, 109, 517–534.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Lumby, S. (1991). *Investment appraisal and financing decisions: students' manual : a first course in financial management* (Chapman & Hall (ed.)).
- Matos, A. S. (1999). Código do Imposto do Rendimento das Pessoas Singulares, Anotado. *Instituto Superior de Gestao de Lisboa*.
- Michaely, R., & Roberts, M. (2012). Corporate Dividend Policies: Lessons from private firms. *Review Financial Study*, 25(3), 711–746.
- Michaely, Roni, & Moin, A. (2022). Disappearing and reappearing dividends. *Journal of Financial Economics*, 143(1), 207–226.  
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.06.029>
- Modigliani, F., & Miller Merton H. (1958). The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol.48., 261-297.  
<https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, & Miller. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, v.34.(n.4.), 411-433.
- Nascimento. (2007). *Eficiência Informacional do Mercado de Acções : O Caso Português*.
- Pacheco. (1999). *O Estado da Arte em Política de Dividendos* (Porto ABDP (ed.)).
- Parua, Anupam; Gupta, A. (2009). DIVIDEND HISTORY AND DETERMINANTS IN SELECTED INDIAN COMPANIES: A STUDY DURING 1993-'94 TO 2004-'05. *The Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 3(4), 45–83.
- Pereira, P. R. (2005). *Estudos sobre IRS: Rendimentos de Capitais e Mais-Valias* (Edições Almedina (ed.)).
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23.  
<https://doi.org/10.2307/3003485>
- Rozeff, M. S. (1982). GROWTH, BETA AND AGENCY COSTS AS DETERMINANTS OF DIVIDEND PAYOUT RATIOS. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x>

- Salsa, M.L.C.R. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Encontros científicos, Tourism e Management Studies*, 6, 162–174.
- Smith, C. e Watts, R. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 32, 263–292.
- Van Horne, J. C., & McDonald, J. G. (1971). DIVIDEND POLICY AND NEW EQUITY FINANCING. *The Journal of Finance*, 26(2), 507–519.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1971.tb00911.x>
- Vieira, E., & Raposo, C. (2007). *Signaling with dividends? The signaling effects of dividend change announcements: New evidence from Europe*.  
<http://ssrn.com/abstract=955768>.
- Vieito, J., & Maqueira, c. (2013). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática* (E. Editora (ed.)).
- Williams, J. B. (1938). *The theory of investment value*.
- Xavier de Basto, J. G. (2007). *IRS, Incidência Real e Determinação dos Rendimentos líquidos* (C. Editora (ed.)).