

DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS: COMPARAÇÃO ENTRE EMPRESAS COTADAS NO PSI-20 E NO BEL-20

DETERMINANTS OF DIVIDEND POLICY: COMPARISON BETWEEN LISTED COMPANIES ON PSI-20 AND BEL-20

Ana Paula Monte¹ e Tânia Isabel Barra²

Resumo

Os fatores que determinam a política de dividendos têm sido alvo de intensa pesquisa nas últimas décadas, existindo, por vezes, conflitos no que concerne ao comportamento deste tipo de rendimentos. O presente trabalho tem como objetivo principal identificar os determinantes das políticas de distribuição de dividendos entre empresas cotadas. A amostra em estudo foi constituída por empresas do PSI 20 e do BEL 20, durante o período de 2008 a 2013. Através da utilização de regressões lineares multivariadas, foram estudadas três variáveis dependentes, Dividend Rate, Dividend Payout e Dividend Yield. Os resultados das regressões evidenciam que a rentabilidade é o fator mais significativo para a decisão de distribuir dividendos. A seguir, os determinantes mais importantes obtidos foram a estrutura de capital, as oportunidades de crescimento, a dimensão e as despesas com juros.

PALAVRAS-CHAVE: Política de dividendos, Rendimento dos dividendos, Determinantes, PSI-20, BEL-20.

Abstract

The factors that drive dividend policy of a company have been the subject of extensive research over time, sometimes there are conflicts regarding the behavior of such earnings. The study attempts to find the determinants of dividend policies. A sample of companies of PSI-20 and BEL-20 has been considered for the period from 2008 to 2013. Through the use of multivariate linear regressions, three dependent variables, Dividend Rate, Dividend Payout and Dividend Yield have been studied. The regression results show that profitability is most significant factor for the decision to distribute dividends. Subsequently the most important determinants obtained were capital structure, growth opportunities, size and interest expenses.

KEYWORDS: Dividend Policy, Dividend Yield, Determinants, PSI-20, BEL-20.

¹ apmonte@ipb.pt, Instituto Politécnico de Bragança, UNIAG e NECE.

² taniabarrap@hotmail.com, Instituto Politécnico de Bragança.

1. INTRODUÇÃO

A política de dividendos das empresas tem captado o interesse de economistas financeiros ao longo do último século e tem sido objeto de modelagem teórica e empírica intensiva ao longo dos últimos 50 anos. Foram estudados e analisados alguns modelos, todos eles sem suporte empírico conclusivo, para conseguir explicar o fenómeno dos dividendos. Na literatura existem duas linhas de pensamento sobre as teorias da política de dividendos. Uma parte prende-se com o estudo de Lintner (1956), que defende uma política de dividendos em função dos lucros correntes e dos dividendos passados, relacionada com o valor da empresa. A outra tem por base a investigação de Miller e Modigliani (1961), que defende a teoria da irrelevância dos dividendos, afirmando que os dividendos pagos pelas empresas aos seus acionistas não alteram o valor das suas ações nem a rentabilidade dos investidores.

Os dividendos são comumente definidos como a distribuição de lucros, passados ou presentes, em ativos reais entre os acionistas da empresa, na proporção das suas participações (Frankfurter & Wood Jr., 2003). Rozeff (1982) considera que a distribuição de dividendos não segue uma distribuição aleatória entre as empresas e que uma distribuição de lucros elevada ajuda na redução dos conflitos de agência entre os diretores e os investidores. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) sugerem que o pagamento de dividendos varia consoante os regimes legais de cada país. Contudo, Anil e Kapoor (2008) indicam que tem havido consensos na literatura de que não existe apenas uma explicação para as políticas de pagamento dos dividendos e, por isso, tem sido um tema que gera bastante controvérsia. Daí, já na investigação de 1976, Black sugere a existência de um “dividend puzzle”, pois a distribuição de dividendos não segue uma linhagem idêntica para todas as empresas, dependendo de diversos fatores, sociais e económicos, mediante o meio onde estas se inserem

Este trabalho visa identificar os fatores que determinam as políticas de distribuição dos dividendos nas empresas presentes nos índices PSI-20 e BEL-20. Através da análise comparativa pretende-se perceber se os mesmos fatores influenciam o pagamento de dividendos nos dois mercados ou se, ao contrário disso, cada um possui os seus próprios determinantes. Foram selecionados determinantes que se enquadram nos diversos grupos de teorias já exploradas pela literatura, nomeadamente a teoria da agência (ativos fixos tangíveis, oportunidades de crescimento), teoria da sinalização (participação institucional, rentabilidade), teoria pecking order (liquidez) (Al-Najjar, 2011).

O presente trabalho está estruturado em três secções, além desta introdução e das conclusões. Na secção que se segue é feito o enquadramento breve e sucinto sobre as políticas de dividendos e as suas teorias, depois descreve-se na secção 2 os procedimentos metodológicos a aplicar na análise empírica (definição dos objetivos, hipóteses e variáveis, bem como a amostra e o período de análise). Na secção 3 apresenta-se e discute-se os resultados das regressões multivariadas implementadas usando três variáveis dependentes como proxies da política de dividendos (Dividend Rate, Dividend Payout and Dividend Yield) para a totalidade da amostra e por mercado (país). Por fim, expõe-se as principais conclusões, limitações e sugestões para investigação futura.

1. TEORIAS E DETERMINANTES DA POLITICA DE DIVIDENDOS

1.1. MODELOS E TEORIAS DE POLÍTICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

A literatura sobre política de dividendos divide-se em três grupos de modelos teóricos que explicam o seu comportamento. O primeiro grupo, designado por “modelos de informação completa”, argumenta que os investidores exigem um maior retorno esperado nas ações com pagamento de dividendos, em contrapartida do pagamento de um imposto sobre estes lucros

(Miller & Scholes, 1978; DeAngelo & Masulis, 1980). A imposição de um imposto sobre os lucros faz com que o pagamento dos mesmos antes da aplicação de impostos seja uma via para aumentar o retorno dos acionistas, sendo uma das consequências do modelo dos impostos ajustados a divisão dos investidores quanto ao chamado “efeito clientela de dividendos” (Frankfurter & Wood Jr., 2002).

O segundo grupo, os modelos de informação assimétrica, é baseado na hipótese de ineficiência do mercado relacionado com a informação assimétrica (Jensen, 1986). A existência de informação assimétrica entre os gestores e os proprietários das empresas, causada pelas mudanças inesperadas nas políticas de dividendos das próprias instituições, é a base da existência de modelos de sinalização de dividendos (Frankfurter & Wood Jr., 2002; Kapoor & Anil, 2007; Kajtazi, 2010). Este tipo de modelo explica a razão dos dividendos serem mais estáveis que os lucros das empresas, e o porquê destas permanecerem relutantes ao corte dos primeiros (Aivazian, Booth & Cleary, 2003). Desde que os economistas financeiros Ross (1977) e Bhattacharya (1979) exploraram as propriedades dos dividendos provenientes dos modelos de sinalização, as teorias de sinalização foram desenvolvidas para explicar os retornos positivos anormais, após o anúncio de aumento de dividendos por parte das empresas (Bernhardt, Douglas & Robertson, 2005). O efeito de sinalização prevê que quanto maior o nível de assimetria de informação, maior será o nível de dividendos pagos (Patra, Poshakwale e Ow-Yong, 2012). A teoria dos custos de agência sugere que a estrutura de capital de uma empresa é influenciada pelas tentativas de minimizar os custos associados com a separação da gerência e dos acionistas (Patra et al., 2012). As empresas com maior percentagem de participação deverão ter menos custos de agência, devido a um melhor alinhamento das metas dos gestores e dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976). Os problemas de agência resultam de assimetrias de informação, transferência de riqueza dos obrigacionistas para os acionistas por meio da aceitação de projetos de alto risco por parte dos gestores, a incapacidade de aceitar projetos positivos ao valor atual líquido e as gratificações em excesso por parte dos gestores (Barnea, Haugen, e Senbet, 1981). Rozeff (1982) sugere que as empresas com maior alavancagem financeira tendem a pagar dividendos mais baixos para reduzir os custos de transação associados com o financiamento externo. O pagamento de dividendos e de juros da dívida diminuem o fluxo livre de caixa disponível para os gestores receberem gratificações (Frankfurter & Wood Jr., 2002). A combinação das teorias da agência e da sinalização oferecem uma melhor explicação da política de dividendos do que cada uma das teorias só por si, daí que a hipótese dos free cash flow explique melhor a agitação existente na gerência das empresas na década de 1980 em fornecer uma completa e observável política de dividendos (Myers, 1987).

Por último, Lam, Sami e Zhou (2012) descreveram o terceiro grupo como “modelos comportamentais”. Estes modelos sugerem que o comportamento dos investidores é substancialmente influenciado pelas atitudes e normas da sociedade (Shiller, 1984) e que o pagamento de dividendos pode considerar-se como um efeito socioeconómico que decorre da evolução das empresas (Frankfurter & Lane, 1992). Antes do trabalho de Miller e Modigliani (1961) existia uma crença comum de que quanto maiores fossem os dividendos, mais aumentava o valor da empresa (Al-Malkawi, Rafferty & Pillai, 2010). Miller e Modigliani (1961) mostram como os dividendos e a sua política de distribuição podem afetar o valor da empresa quando os pressupostos de mercados estão relaxados. Os autores argumentam que, dada a política de investimentos de uma empresa, os investidores calculam o valor desta com base no valor capitalizado dos seus ganhos futuros, que não é afetado pelo facto de se pagar ou não dividendos, ou como definem as suas políticas. Após a publicação deste trabalho, numerosos trabalhos se seguiram (Patra, et al., 2012). Dadas as premissas de mercado de capitais perfeitos, os fluxos de caixa futuros da empresa, com origem nas atividades de investimento, são o único determinante do valor da empresa. Logo, a política de pagamento de lucros deve, portanto, ser independente do valor da empresa (Bishop, Crapp, Faff & Twite, 2000).

A teoria “bird-in-the-hand” ou “pássaro-na-mão” afirma que, no nosso mundo incerto com a assimetria de informação, os dividendos são entendidos de forma diferente quando comparados com os lucros (Gordon, 1959).

O modelo pecking order sugerido por Myers & Majluf (1984) sugere que, devido aos custos associados às transações e à assimetria de informação, as empresas financiam os novos investimentos recorrendo, primeiramente, aos lucros acumulados. Caso seja necessário recorrer ao financiamento externo, as empresas preferem emitir dívida antes da emissão de capital (Singhania & Gupta, 2012). Assim, uma empresa em crescimento, com boas oportunidades de investimento, terá pagamento de dividendos mais baixos que as empresas maduras, onde as expectativas para pagar dividendos são elevadas (Al-Malkawi et al. 2010).

Finalmente, a teoria do ciclo de vida de dividendos descreve como as empresas ajustam as suas políticas de pagamento ao longo do tempo, e como enfrentam as mudanças entre o declínio dos custos de informação e o aumento dos custos de agência (Brockman & Unlu, 2011). Os dividendos tendem a ser pagos por empresas maduras, refletindo um ciclo de vida financeiro onde as empresas jovens enfrentam oportunidades de crescimento relativamente abundantes com recursos limitados, de modo a que a retenção impede a distribuição de dividendos, enquanto as empresas maduras são as melhores candidatas para distribuírem lucros, pois possuem uma maior rentabilidade e menores oportunidades de crescimento atraentes (Shin, Know & Kim, 2010).

1.2. OS DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Diversos fatores podem ser considerados como determinantes da política de dividendos. A alavancagem de uma empresa desempenha um papel fundamental para explicar a política de dividendos desta (Shubiri, 2011). Empresas alavancadas são mais propensas a acumular dinheiro devido à maior probabilidade de dificuldades financeiras (Al-Najjar, 2011). Rozeff (1982) sugere que as empresas com maior alavancagem financeira tendem a pagar menos dividendos, com o intuito de reduzir os custos de transação associado ao financiamento externo. A participação institucional pode atuar como um dispositivo de supervisão alternativo, que vai reduzir a necessidade de utilizar os mercados de capitais como sistemas de controlo externo (Shubiri, 2011).

A rentabilidade é um fator determinante da política de dividendos, como sugerem Lintner (1956), Aivazian et al., (2003), Naceur, Goaid e Belanes (2006) e Patra et al., (2012). Isto acontece porque, as empresas mais rentáveis, estão dispostas a pagar valores mais elevados de dividendos. O risco de negócio é, também, considerado um dos determinantes da política de dividendos, dado que uma empresa com ganhos estáveis pode prever ganhos futuros com maior precisão (Shubiri, 2011). As empresas com alto risco de negócio são mais propensas a enfrentar dificuldades financeiras e, conseqüentemente, têm maior probabilidade de entrar em falência (Al-Najjar, 2011).

Relativamente aos ativos de uma empresa, Koch e Shenoy (1999) afirmam que existe uma relação entre a estrutura de ativos e a política de dividendos, já que as empresas com mais ativos fixos tangíveis têm benefícios fiscais maiores, sem depender da dívida e, por isso, podem utilizar a política de dividendos para influenciar a assimetria da informação e os custos de agência. Também é expectável que o pagamento de dividendos seja influenciado pela liquidez da empresa (Patra et al., 2012). Naceur et al. (2006) e Imran (2011) sugerem que liquidez tem um impacto negativo na distribuição de lucros, contrariando Ho (2003), Anil e Kapoor (2008), Al-Najjar (2011), Shubiri (2011) e Patra et al., (2012) que afirmam que a liquidez tem uma relação positiva com a política de distribuição de dividendos. A liquidez do mercado de ações e os dividendos são substitutos aos olhos de investidores, o que leva a liquidez das suas ações ordinárias a estar associada às políticas de distribuição e, por isso, quanto maior essa liquidez, menos dividendos serão pagos (Imran, 2011). No sentido inverso, as empresas com

maior disponibilidade de caixa pagam dividendos mais elevados que as empresas com dinheiro insuficiente (Shubiri, 2011). As oportunidades de crescimento também influenciam a decisão quanto às políticas de distribuição. Quanto maiores são as oportunidades de crescimento, maior é a necessidade de utilização de fundos para se financiar, e maior é a retenção de lucros, já que não serão pagos dividendos (Chang & Rhee, 2003).

O tamanho ou dimensão das empresas é outro dos determinantes das decisões de pagamento de dividendos (Al-Najjar, 2011). As grandes empresas têm acesso mais facilitado aos mercados de capitais e, por isso, são mais suscetíveis a pagar dividendos (Shubiri, 2011). Sawicki (2005) afirma que a distribuição de resultados pode ajudar, de uma forma indireta, a controlar o desempenho dos gestores neste tipo de sociedades. O pagamento de dividendos pode solucionar o problema da assimetria de informação, pois elevam a necessidade de financiamento externo, e a necessidade de financiamento leva ao aumento do controle das grandes empresas, em virtude da existência de credores (Shubiri, 2011). Lintner (1956) também defende que a maturidade de uma empresa influencia o pagamento de dividendos. Segundo este, as empresas maduras com ganhos estáveis pagam, normalmente, uma alta proporção de lucros. No sentido oposto, afirma que nas empresas ainda em fase de crescimento, os pagamentos de lucros são baixos e os gerentes possuem uma certa relutância em distribuir dividendos mais elevados, pois são situações que poderão ter de ser revertidas no futuro.

A percentagem de ações detidas por diferentes acionistas pode não ser o único determinante na relação entre os gerentes e o pagamento de dividendos (relação dividendo-agência ou “dividend-agency relationship”), o fluxo de caixa livre também pode ser significativo (Shubiri, 2011). Jensen (1986) entende que os fluxos de caixa livres são “dinheiro em caixa em excesso” dos fundos necessários para os projetos de financiamento. Assim, enquanto os acionistas desejam ver o valor das suas ações maximizadas, os gestores têm interesses diferentes em obter benefícios para si próprios (Jensen, 1986). Desta forma, e tendo por base a teoria da agência, prevê-se que o pagamento de dividendos reduza os fluxos de caixa livres (Easterbrook, 1984).

Os impostos também podem influenciar o padrão de pagamento dos dividendos (Jeong, 2013). São vários os estudos que relacionam a questão fiscal com a teoria da sinalização, dado que tem sido demonstrado que os dividendos podem ser utilizados como sinal de confiança no valor da empresa, devido à sua desvantagem fiscal (Jeong, 2013). As empresas que se encontram no sistema clássico de tributação apresentam menores níveis de lucros pagos (Shinozaki & Uchida, 2013). O pagamento elevado de impostos significa uma menor quantidade disponível para pagar dividendos. Mas ao mesmo tempo, o pagamento de impostos mais altos também significa ganhos mais elevados. Por isso, rendimentos mais elevados traduzem-se numa maior capacidade para pagar dividendos, dada a liquidez da empresa (Parua & Gupta, 2009). Se uma empresa tem de pagar um valor elevado de despesas de capital durante o ano em curso, a quantidade de fundos disponíveis para pagar dividendos vai diminuir (Parua & Gupta, 2009). Os requisitos para as despesas de capital com a finalidade de adicionar capacidade produtiva à empresa geram um impacto sobre os fluxos de caixa durante um determinado período. Daí se conclui que o nível de impostos a pagar pode ser um dos determinantes das políticas de distribuição de dividendos (Parua & Gupta, 2009).

Relativamente aos ganhos futuros, através da teoria da sinalização prevê-se que, se os lucros futuros crescerem, no ano em curso a empresa irá pagar mais dividendos e vice-versa (Parua & Gupta, 2009). O padrão de dividendos pagos no passado despenha um papel muito importante na determinação do dividendo atual (Lintner, 1956). As empresas tendem a manter um registo ininterrupto de pagamento de resultados e estão, normalmente, relutantes em diminuir a taxa de lucros pagos, já que preferem uma política de dividendos estável (Parua & Gupta, 2009). Assim, se no histórico de pagamentos o valor do lucro atribuído aumentar, a tendência é para aumentar também no ano presente. Mas, no caso de os resultados serem decrescentes nos anos transatos, no ano em curso as empresas evitam que também diminua o valor do dividendo (Parua & Gupta, 2009).

Os juros sobre os dividendos devem ser pagos antes destes serem distribuídos. Estes pagamentos são de natureza contratual e devem ser pagos, independentemente dos ganhos obtidos no ano financeiro. Deste modo, a magnitude do pagamento de juros tem impacto sobre os rendimentos disponíveis para pagar dividendos, sobre o dinheiro em caixa e os fluxos de caixa livres no final do ano financeiro (Parua & Gupta, 2009). O comportamento do preço das ações no ano n é importante na decisão de pagar dividendos, pois se o histórico dos preços mostrar tendência de queda, para estabilizar o preço no mercado, a empresa deve manter ou pagar mais dividendos, para transmitir uma boa imagem das políticas da empresa aos seus investidores (Parua & Gupta, 2009). Baker, Farrelly e Edelman (1986) aludem que os principais determinantes do pagamento de dividendos é o nível esperado de rendimentos futuros e o padrão de dividendos passados. Os dividendos são, geralmente, pagos através de lucros ou ganhos do período corrente. Logo, os lucros do ano tornam-se um importante determinante da decisão de pagar dividendos. O valor dos lucros só é conhecido após o pagamento de impostos contratuais da empresa. Assim, só depois de proceder às obrigações fiscais, é que se torna um fator de decisão de distribuição de lucros (Parua & Gupta, 2009).

1.3. ESTUDOS SOBRE AS POLÍTICAS DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS EUROPEIAS E AMERICANAS

Lintner (1956) afirma que as empresas se preocupam essencialmente com a estabilidade dos dividendos, e que os gestores acreditam que, mantendo uma política de dividendos estável, o mercado coloca um prêmio sobre as empresas. Observou também que os lucros são o fator determinante na decisão de distribuir dividendos, e se ocorre um aumento repentino do lucro, as empresas ajustam-se os seus dividendos lentamente. Desde que Miller e Modigliani publicaram o seu estudo em 1961, uma vasta literatura investigou as políticas de dividendos nas empresas norte americanas (Eije & Megginson, 2008). Contudo, poucos são os estudos efetuados sobre as políticas de distribuição de lucros em empresas fora dos EUA (Choy, Gul & Yao, 2011).

As empresas dos países com melhor proteção ao investidor fazem pagamentos de dividendos mais elevados do que aquelas sitas em países com menor proteção aos mesmos (La Porta et al., 2000). Além disso, nos estados com uma proteção legal mais elevada, as empresas que possuem maiores probabilidades de crescimento têm rácios de pagamento mais baixos. Desta forma, os autores suportam a teoria da agência onde os investidores usam o seu poder legal para forçar a distribuição de resultados quando as perspetivas de crescimento são baixas. Assim, La Porta et al. (2000) concluem que, sem o incentivo à distribuição de dividendos, não se consegue transmitir a qualidade das empresas através das suas políticas de pagamento.

DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004) observaram que, durante o período do seu estudo (1978-2000) os dividendos nominais pagos pelas empresas nos EUA aumentou exponencialmente e os dividendos reais duplicaram nesse período. Este aumento agregado de lucros acompanha o declínio do número de contribuintes a receber dividendos. Apesar do modelo de Miller e Modigliani (1961) defender que a política de dividendos é irrelevante para uma empresa, evidências empíricas, como as de Brav, Graham, Harvey, e Michaely, (2005) e Dhanani (2005), mostram que tanto investidores como gestores se preocupam com as políticas de dividendos. Dhanani (2005) demonstra que os gestores de empresas dos EUA e do Reino Unido mantêm ativas essas mesmas políticas. Estudos sobre as políticas norte americanas mostram que os gestores têm mais em conta a mudança na distribuição de dividendos que os níveis de crescimento destes resultados, e que tendem a suavizar o padrão de crescimento de dividendos (Baker, Veit & Powell, 2001). Os mesmos autores também defendem que os gerentes normalmente tentam aumentar os dividendos apenas e só quando sabem que estes aumentos são sustentáveis e que a sua diminuição irá causar uma reação adversa nos preços.

Frankfurter, Kosedag, Chiang, Collison, Poer, Schmidt e Topalov (2004), na sua análise com-

parativa efetuada em cinco países, de três continentes (Hong Kong, Turquia, Reino Unido, EUA e Alemanha) encontraram percepções uniformes para alguns aspetos relacionados com os dividendos, mas desvendaram ainda mais diferenças. Estes concluem que não se podem criar teorias e explicações sobre o pagamento de dividendos por parte das empresas que sejam aplicadas de forma consistente em todos os países. Frankfurter et al. (2004) vão ainda mais longe e negam a possibilidade de aplicação universal das teorias atuais, mesmo dentro de um país apenas.

As diferenças existentes entre os países são expostas por Bancel, Mittoo e Bhattacharya (2005) na sua pesquisa que envolve 16 países europeus. No entanto, ao explorarem os determinantes das políticas de dividendos noutros países, os seus resultados estão em linha com os de Lintner (1956), nomeadamente no que se refere à relutância em reduzir o pagamento de dividendos. Bancel et al. (2005) concluíram que a política de dividendos é fortemente influenciada pela estrutura da empresa. Contudo, e contrariando a ideia de La Porta et al. (2000), Archbold e Vieira (2010) encontraram pouca evidência de que essas políticas sejam influenciadas pela natureza dos sistemas jurídicos. De acordo com Baker, Saadi, Dutta e Gandhi (2007), os determinantes mais importantes da política de dividendos são o nível de expectativa de rentabilidade no futuro, a estabilidade de rendimentos, o padrão de dividendos passados e o nível de salário atual, contrariando a ideia de Bancel et al. (2005), onde as políticas de distribuição não são influenciadas pela estrutura da empresa.

Eije e Megginson (2008) verificaram que os dividendos e a recompra de ações nas empresas da Europa são semelhantes, em vários aspetos, às empresas americanas. Estes, a título de exemplo, referem que as sociedades europeias que distribuem resultados sofreram um declínio severo nos anos mais recentes, enquanto o valor total e real de dividendos pagos aumentou. Também referem que os dividendos estão concentrados nitidamente tanto nas empresas europeias como nas americanas e, enquanto a probabilidade global das empresas da UE que distribuem lucros diminui continuamente com o tempo, a probabilidade de recompra de ações caminha em sentido contrário, aumentando constantemente. Em Portugal, nos últimos 20 anos, as empresas cotadas em bolsa distribuíram cerca de 25% dos seus lucros pelos acionistas, sob a forma de dividendos (Farinha & Soro, 2012). Archbold e Vieira (2010) estudaram as políticas de dividendos nas empresas de Portugal e do Reino Unido. Estes encontraram um número considerável de semelhanças entre as políticas destes dois países, mas também encontraram algumas diferenças. Relativamente a Portugal, Archbold e Vieira (2010) concluem que as políticas de pagamento são de natureza mais conservadora e que alterações nos lucros têm pouco impacto sobre as decisões de dividendos, enquanto as políticas históricas dos resultados, a estabilidade e a sustentabilidade de ganhos futuros são fatores importantes na determinação das políticas. Vieira e Raposo (2007) afirmam que as empresas portuguesas não têm políticas de distribuição de dividendos estáveis, devido a uma grande dependência da dívida bancária e porque as suas empresas são, normalmente, de capital fechado, o que ajuda a reduzir a assimetria de informação. Na Bélgica, segundo Annaert, Buelens e Ceuster (2012), além da distribuição de dividendos, as empresas também optam pela recompra de ações. Porém, o pagamento de dividendos continua a ser mais importante, constituindo a maior parte do retorno do capital próprio. Além disso, os autores verificaram um padrão sazonal na distribuição de lucros, onde o período mais suscetível a esta ocorrência é entre janeiro e junho.

2. DESIGN DO ESTUDO EMPÍRICO

2.1. OBJETIVOS E DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

O objetivo deste estudo prende-se com a análise dos fatores que possuem um papel preponderante aquando da tomada de decisão de pagar, ou não, dividendos, por parte das empresas. Por outras palavras, mediante o número de variáveis em investigação, pretende-se perceber

qual ou quais desses determinantes que exercem uma maior influência sobre a distribuição de dividendos pelos acionistas e, da mesma forma, que atuam sobre a definição do valor do lucro a pagar. A população selecionada para este estudo abrange as empresas sujeitas à negociação nos índices PSI20 e BEL20, à data de seis de novembro de 2012. Foram escolhidas as empresas pertencentes a estes dois mercados pelo facto de, ambos os índices, serem compostos pelo mesmo número de empresas. No entanto, dadas as características de algumas empresas, algumas foram eliminadas, criando uma amostra composta por 22 entidades, das quais 12 empresas portuguesas e 10 belgas (ver Tabela 3 em anexo). Esta foi estabelecida tendo por base os seguintes pressupostos: (i) Ser uma empresa não-financeira, dado que este tipo de organizações tem uma contabilidade muito específica (Santos, 2011) e os seus dados poderiam incrementar e influenciar os resultados obtidos nesta investigação. Devido à falta de participação pública ou então uma participação pública muito seletiva (Parua & Gupta, 2009), as empresas da indústria financeira, referenciadas no site da Euronext com o código “8000, Financials”, foram eliminadas da amostra; (ii) Estar cotada na Euronext Lisboa e Euronext Brussels no dia 6 de novembro de 2012; (iii) Ter os relatórios e contas anuais consolidados disponíveis na sua página de internet; (iv) Distribuir dividendos em todos os anos da amostra.

O período de amostragem é 2008 a 2013, de modo que o objetivo é ter pelo menos cinco anos de dados.

2.2. DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS, HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO E MODELO DE ANÁLISE

Com base nos fatores e determinantes identificados e sugeridos pelas teorias sobre a política de dividendos apresentadas na revisão da literatura, optou-se, em seguida, por definir três variáveis dependentes:

- (i) Dividend rate (DR), calcula-se através do quociente entre o valor total dos dividendos do ano n e o valor nominal do total das ações em circulação nesse mesmo ano. Um rácio elevado de dividendos revela uma compulsão por parte de uma empresa em pagar dividendos relativamente altos para que continuem a atrair o capital necessário ao financiamento das suas operações, por parte de investidores interessados (Parua & Gupta, 2009);
- (ii) Dividend Payout (DP): é calculado dividindo-se o total dos dividendos de um ano contabilístico (Dividend Per Share ou DPS) pelos lucros totais desse ano (Earning Per Share ou EPS). Esta relação nem sempre indica a proporção de lucros anuais pagos, dado que podem ser compensados com lucros acumulados no passado. Um valor deste rácio superior a 100 sugere, definitivamente, que o pagamento contém resultados de anos anteriores (Parua & Gupta, 2009);
- (iii) Dividend Yield (DY): obtém-se através da divisão dos dividendos do próprio ano (DPS) pelo preço de mercado das ações das respetivas empresas (Price Per Share ou PPS). Segundo Parua e Gupta (2009), o preço das ações de mercado são tomadas a cada final de ano em relação aos dividendos que são pagos. Através desta relação, é expressa o retorno real para o investidor. Mas esta relação não é tão precisa como as definidas nas variáveis anteriores. Esta imprecisão, segundo os autores, deve-se ao fator tempo associado aos componentes desta divisão, DPS e PPS. O fator tempo em DPS está associado à data em que o dividendo é declarado pela empresa na sua Assembleia Geral Anual. Contudo, o PPS é definido à data do encerramento do exercício financeiro. Logo, esta relação que é estabelecida entre estes dois dados correspondem a datas diferentes, pelo que expressam apenas uma aproximação à imagem real.

As variáveis independentes são os fatores que determinam a distribuição de dividendos. Na Tabela 1 apresenta-se as variáveis independentes utilizadas na pesquisa (e autores que as sugerem).

Tabela 1- Variáveis dependentes usadas no estudo empírico

Variável independente	Abreviatura	Fonte
Ativos Fixos Tangíveis	AFT	Aivazan et al. (2003)
Endividamento (Alavancagem)	ALV	Rozeff (1982); Jensen (1986)
Cash Flow	CF	Parua & Gupta (2009); Imran (2011)
Cash Holding	CH	Al-Najjar & Belghitar (2011); Ozkan & Ozkan (2004)
Despesas de Capital	DP	Parua & Gupta (2009)
Estrutura de Capital	EC	Frank & Goyal (2004)
Liquidez	LIQ	Al-Najjar (2011); Imran (2011)
Maturidade da Empresa	MAT	Fairchild, Guney & Thanatawee (2014)
Oportunidades de Crescimento	OC	Myers & Majluf (1984), Chang & Rhee (2003)
Rentabilidade	RENT	Al-Najjar (2011); Imran (2011)
Setor de Atividade	SACT	Santos (2011); Fatemi & Boldik (2012)
Dimensão (tamanho)	TAM	Aivazian et al. (2003); Ho (2003)
Despesas com Juros	DJ	Parua & Gupta (2009)
Participação Institucional	PI	Short, Zhang & Keasey (2002); Shubiri (2011)
Estrutura do Ativo	EA	Aivazian et al. (2003); Shubiri (2011)
Impostos	IMP	Parua & Gupta (2009)
Comportamento das ações	CA	Parua & Gupta (2009)
Dividendos passados	DIP	Parua & Gupta (2009)
Resultados Futuros	DF	Parua & Gupta (2009)
Resultados do ano corrente	LUN	Parua & Gupta (2009)
Resultados do ano anterior	LUN-1	Parua & Gupta (2009)

[Fonte: Elaboração própria.]

A Tabela 2 sintetiza as hipóteses sobre as relações entre variáveis dependentes a serem testadas para cada variável independente sob análise.

Tabela 2 - Hipóteses de investigação

H1: Há uma relação negativa entre a proporção de ativos fixos tangíveis (AFT) e o DR, DP e DY.
H2: Há uma relação negativa entre a alavancagem e o DR, DP e DY.
H3: Há uma relação negativa entre o Cash Flow e o DR, DP e DY.
H4: Há uma relação negativa entre o Cash Holding e o DR, DP e DY.
H5: Há uma relação negativa entre as Despesas de Capital e o DR, DP e DY.
H6: Há uma relação positiva entre a Estrutura de Capital e o DR, DP e DY.
H7: Há uma relação positiva/negativa entre a liquidez e o DR, DP e DY.
H8: Há uma relação positiva entre a maturidade da empresa e o DR, DP e DY.
H9: Há uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o DP, DR e DY.
H10: Há uma relação positiva entre a rentabilidade e o DR, DP e DY.
H11: Há uma relação positiva entre o setor de atividade e DR, DP e DY.
H12: Há uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o DR, DP e DY.
H13: Há uma relação negativa/positiva entre as despesas com juros e o DR, DP e DY.
H14: Há uma relação negativa/positiva entre o grau de participação institucional e o DR, DP e DY.
H15: Há uma relação negativa entre a estrutura do ativo e o DR, DP e DY.
H16: Há uma relação negativa entre o valor dos impostos a pagar e o DR, DP e DY.
H17: Há uma relação negativa entre o preço da ação e o DR, DP e DY.
H18: Há uma relação positiva entre os dividendos passados e DR, DP e DY.
H19: Há uma relação positiva entre os ganhos futuros e DR, DP e DY.
H20: Há uma relação positiva entre o lucro do ano corrente e o DR, DP e DY.
H21: Há uma relação positiva entre o lucro do ano anterior e o DR, DP e DY.

[Fonte: Elaboração própria.]

A recolha de dados foi realizada recorrendo a todas as páginas da internet das diversas empresas. Através dessa pesquisa, definiu-se o período da amostra, de 2008 a 2013. Foram recolhidos os Relatórios e Contas Anuais das empresas portuguesas e os *Annual Reports e Financial Reports* das empresas belgas, que disponibilizam nas suas páginas este tipo de informações nas línguas do país e também em inglês. Em alguns dos casos, quer em Portugal ou na Bélgica, as empresas apenas disponibilizavam alguns dados *online* mas com livre acesso.

Após a recolha destes relatórios, todos eles foram analisados um a um, ano por ano, ao mesmo tempo que, recorrendo ao *Microsoft Office Excel 2007*©, eram preenchidas tabelas com os dados para o cálculo das diversas variáveis. Depois de terminada toda a recolha, o tratamento de dados é efetuado no programa *IBM SPSS Statistics*©. A escolha do modelo para o teste das hipóteses recaiu sobre método dos mínimos quadrados, através do cálculo de várias regressões múltiplas. Este modelo de regressão linear assenta em pressupostos que foram, posteriormente, validados:

- (i) Os erros ε_i são variáveis aleatórias de média zero;
- (ii) Os erros ε_i são variáveis aleatórias de variância constante (σ^2);
- (iii) As variáveis aleatórias $\varepsilon_k, \varepsilon_1, \dots, \varepsilon_n$ são independentes, pelo que $\text{cov}(\varepsilon_i, \varepsilon_k) = 0$ com $i \neq k; i, k = 1, 2, \dots, n$;
- (iv) As variáveis explicativas X_1, X_2, \dots, X_k são não correlacionadas;
- (v) Os erros ε_i seguem uma distribuição normal: $\varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2)$.

Depois da validação dos pressupostos, o *IBM SPSS Statistics*© procede à escolha do “melhor modelo” recorrendo a um dos três métodos: Forward, Backward e Stepwise.

O modelo geral a ser usado está expresso na equação 1:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + \varepsilon_i \quad (i=1, 2, \dots, n) \quad (1)$$

Onde,

Y_i : Variável dependente (serão testadas as variáveis dependentes identificadas acima)

X_1, X_2, \dots, X_k : são as variáveis independentes apresentadas na tabela 2 acima;

β_0 : é o coeficiente de intercepção;

β_k : é o declive parcial das variáveis independentes ($k=1, \dots, n$);

ε_i : erro aleatório.

3. ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

3.1. ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS DA AMOSTRA EM ESTUDO

Os dados analisados remontam ao período de 2008 a 2013 para 22 empresas cotadas nas bolsas Euronext LISBON e Euronext BRUSSELS, pertencentes aos índices PSI20 e BEL20, respetivamente. Apesar da crise financeira que se tem vivido desde 2008, algumas empresas não sentiram necessidade de alterar as suas políticas para distribuição de dividendos. Pode-se observar, na Figura 1, as empresas da amostra que mais dividendos pagaram aos seus acionistas, em Portugal, no período analisado.

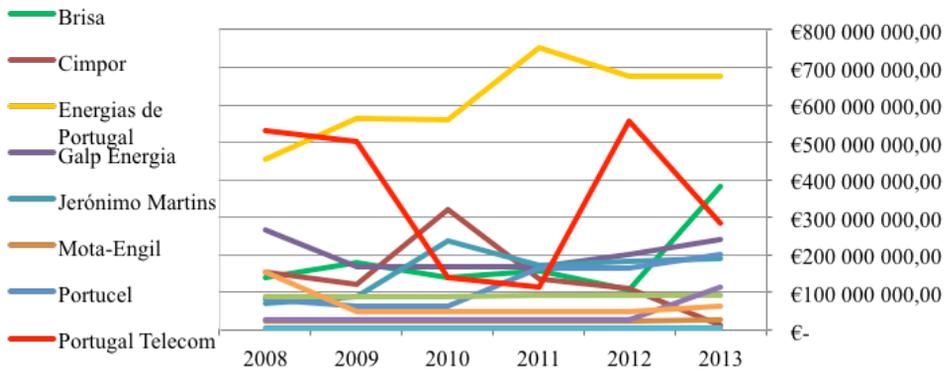


Figura 1- Distribuição de dividendos nas empresas portuguesas pertencentes ao PSI20, no período de 2008 a 2013.

[fonte: Elaboração própria]

Da análise da Figura 1 pode concluir-se que a EDP é a empresa que distribuiu mais resultados aos seus investidores, seguida da PT. Verifica-se também uma quebra no ano 2009 para a maioria das empresas cujos dividendos correspondem a 2008. Contudo, nesse mesmo ano, empresas como a EDP, a Brisa e a REN, aumentaram ligeiramente os seus dividendos, provavelmente para, em “período de crise”, os investidores não sentirem qualquer tipo de alteração nas contas da empresa, bem como atrair ainda mais investimento. No sentido inverso, já em 2013 começa a notar-se um aumento no pagamento de resultados, perspetivando, assim, uma melhoria no desempenho económico das empresas, que sofreu algumas alterações nos últimos anos devido à instabilidade económica que se instalou em Portugal. No geral, a grande maioria das empresas portuguesas distribuem dividendos abaixo de 300 milhões de euros.

Em seguida, na Figura 2, são analisados os dividendos distribuídos pelas empresas do BEL20 que constam na amostra, ao longo do período em análise.

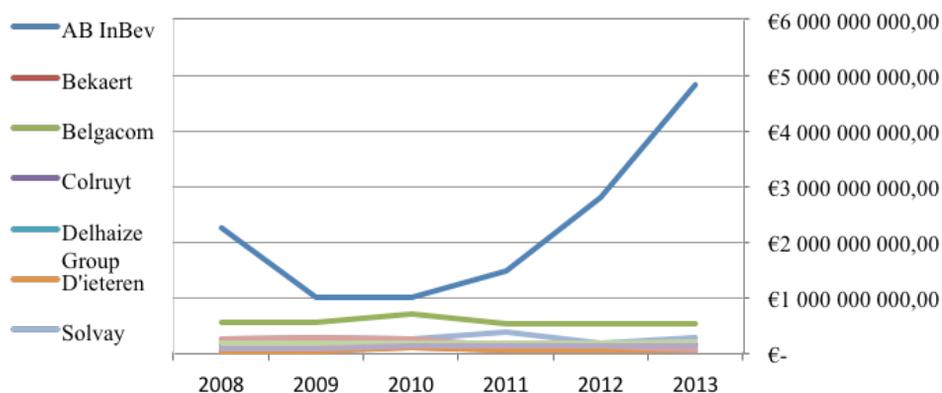


Figura 2 - Distribuição de dividendos nas empresas belgas pertencentes ao BEL20 no período de 2008 a 2013

[fonte: Elaboração própria]

Observando a Figura 2, conclui-se que a empresa AB InBev é a que mais largamente atribui dividendos aos seus acionistas. Levando em consideração a instabilidade económica vivida não só na Europa, mas em todo o mundo, nos últimos anos, a AB InBev acompanha as alterações nos mercados vividas nesse período: tem um declínio em 2009, com dividendos de 2008 a serem pagos a um valor inferior aos correspondentes a 2007, e em 2011 teve início a recuperação, sendo que em 2013 a empresa distribuiu cerca de cinco mil milhões de euros pelos seus investidores. Em relação às outras empresas em estudo, observa-se que a Belgacom é a segunda empresa que mais lucros atribui aos acionistas, sendo que a D'ieteren é a que menos distribui. De uma forma genérica, as empresas belgas, à semelhança de Portugal, pagam dividendos não superiores a 300 milhões de euros.

Para complementar a análise anterior, o gráfico da Figura 3 mostra a evolução do pagamento de dividendos nos dois mercados, desde 2008 a 2013.

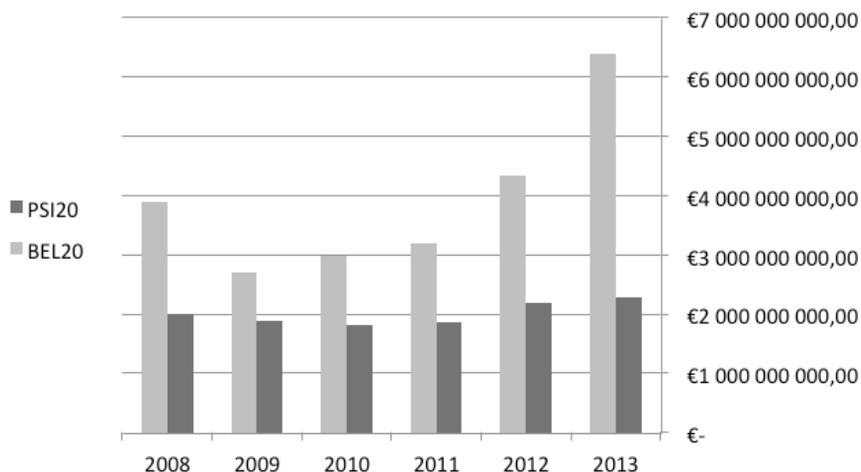


Figura 3 - Evolução do pagamento de dividendos de 2008 a 2013

[fonte: Elaboração própria]

A Figura 3 mostra que, em Portugal, 2010 e 2011 foram os anos onde os resultados distribuídos foram menores, seguido de 2009 e 2008. Já na Bélgica, 2008 foi o ano com menos lucros pagos aos investidores, seguido de 2010 e 2011. Contudo, verifica-se em ambos os mer-

cados que 2013 foi o ano onde mais dividendos se distribuíram, pelo que, perante a imagem que os dividendos transmitem para os outsiders, se percebe que as empresas estão a recuperar a sua estabilidade económica.

3.2. DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO MERCADO BELGA E PORTUGUÊS

Tomando em consideração a equação (1) do modelo de regressão linear multivariada apresentada na secção 2, aplicou-se esse modelo primeiramente a todas as empresas na amostra (juntando as empresas portuguesas com as belgas). Os pressupostos do modelo foram validados usando o gráfico da distribuição normal dos resíduos das variáveis dependentes e o teste de Durbin-Watson para validar a independência dos resíduos. Para estimar o modelo, de modo a encontrar o “melhor modelo”, foram aplicados três métodos sequenciais providenciados pelo pacote estatístico do SPSS: o método *Forward*, *Backward* e *Stepwise*. O melhor modelo foi selecionado analisando o que apresentava maior R^2 ajustado (R_a^2). Para cada variável dependente estudada, o melhor modelo era obtido pelo método *Backward*.

Assim para a variável dependente *Dividend Rate* (DR), o melhor modelo que se obteve foi o seguinte:

$$DR_i = 39,69 - 1,296 \cdot ALV + 0,252 \cdot PI - 6,049 \cdot LIQ - 0,702 \cdot OC - 2,257 \cdot TAM - 2,737 \cdot MAT - 13,225 \cdot IMP + 2,081 \cdot DC + 2,465 \cdot DJ + 0,055 \cdot GF - 1,247 \cdot CF - 4,268 \cdot LU + 1,106 \cdot LUN1 + 1,818 \cdot CH - 8,443 \cdot EC, \text{ com } R_a^2 = 87,7\% \quad (1a)$$

(onde, *ALV* = alavancagem; *PI* = participação institucional; *LIQ* = liquidez; *OC* = oportunidades de crescimento; *TAM* = dimensão; *MAT* = maturidade; *IMP* = impostos; *DC* = despesas de capital; *DJ* = despesas com juros; *GF* = ganhos futuros; *CF* = cash flows; *LU* = resultados do ano atual; *LUN-1* = resultados do ano anterior; *CH* = cash holding e *EC* = estrutura de capital).

Todos os coeficientes se apresentaram estatisticamente significativos a um nível de significância de 10% ($\alpha=10\%$) com exceção da variável relativa aos resultados do ano anterior (*LUN-1*). Tendo em conta estes resultados, as seguintes hipóteses foram validadas: endividamento ou alavancagem (H2); *cash flow* (H3), oportunidades de crescimento (H9) e impostos (H16), que apresentaram uma relação negativa com DR. As hipóteses da liquidez (H7), participação institucional (H14), Ganhos futuros (H19) e resultados do ano anterior (H21), também foram validadas, apresentando relação positiva com DR. Assim, devido à elevada significância estatística dos coeficientes (considerando $\alpha=5\%$), as variáveis endividamento (alavancagem), impostos, ganhos futuros e *cash flow* parecem ser os fatores preponderantes para a decisão do montante de dividendos a pagar.

Para a variável dependente *Dividend Payout* (DP) o modelo obtido foi o seguinte:

$$DP_i = 18,48 - 1,572 \cdot LIQ - 1,04 \cdot MAT - 1,141 \cdot IMP + 1,667 \cdot DC - 1,064 \cdot LU + 0,762 \cdot CH - 2,793 \cdot EC - 2,314 \cdot RENT + 1,533 \cdot EA + 0,513 \cdot CF - 2,385 \cdot AFT \quad \text{com } R_a^2 = 70,20\% \quad (1b)$$

(onde, *LIQ* = liquidez; *MAT* = maturidade; *IMP* = impostos; *DC* = despesas de capital; *LU* = resultados do ano atual; *CH* = cash holding; *EC* = estrutura de capital; *RENT* = rentabilidade; *EA* = estrutura do ativo; *CF* = cash flows e *AFT* = ativo fixo tangível).

Usando este modelo 1b, foi possível validar as seguintes relações entre as variáveis independentes e dependente: maturidade (H8); estrutura de capital (H6); rentabilidade (H10) e ativos fixos tangíveis (H1) que apresentaram uma relação negativa e estatisticamente significativa a um nível de significância de 10% com a variável DP.

Finalmente, para a variável dependente *Dividend Yield* (DY), o modelo obtido foi o seguinte:

$$DY_i = -4,435 - 0,1LIQ + 0,352MAT - 0,142CH + 1,831EC + 0,212CF - 0,276DJ - 0,333DIP - 0,003GF + 0,307LUN - 1$$

com $R_a^2 = 70,80\%$ (1c)

(onde, LIQ = liquidez; MAT = maturidade; CH = *cash holding*; EC = estrutura de capital; CF = cash flows; DJ = despesas com juros; DIP = dividendos passados; GF = ganhos futuros; LUN-1 = resultados do ano anterior).

Estes resultados indicam que todos os coeficientes são estatisticamente significativos para um nível de significância de 10%, exceto para a variável liquidez. Assim, a maturidade (H8); estrutura de capital (H6); os resultados do ano anterior (H21) apresentam uma relação positiva com DY. As variáveis *cash holdings* (H4); despesas com juros (H13) e liquidez (H7) que apresentaram uma relação negativa com a variável DY.

De seguida procedeu-se à análise por mercado, seguindo a mesma metodologia. Em relação ao mercado português e para a variável dependente *Dividend Rate* (DR) foi possível validar as seguintes hipóteses: há uma relação positiva entre DR e rentabilidade (H10), dividendos passados (H18) e resultados do ano anterior (H21); e existe uma relação negativa entre DR e a estrutura de ativos (H15), impostos (H16) e o comportamento do preço das ações (H17). Relativamente à variável *Dividend Payout* (DP), pode-se verificar que os fatores que afetam este rácio entre as empresas portuguesas são os ativos tangíveis (H1), o endividamento (alavancagem) (H2); a liquidez (H7), rentabilidade (H10), dimensão da empresa (H12), despesas com juros (H13), impostos (H16) e resultados futuros (H19). Todas as relações entre estas variáveis e o *Dividend Payout* foram validadas, enquanto para a variável liquidez, cuja hipótese previa uma relação positiva ou negativa, se obteve uma relação positiva com DP. Para finalizar a análise para as empresas portuguesas, considerando a variável dependente *Dividend Yield*, apenas foi possível validar as relações como previstas na hipótese de investigação para as variáveis oportunidades de crescimento (H9) e despesas com juros (H13).

Procedeu-se a uma análise idêntica para as empresas belgas. Em relação à variável *Dividend Rate*, modelo obtido explica em 75,3% da sua variação ($p\text{-value} < 0,001$), observando-se uma relação positiva com a rentabilidade (H10) e dimensão (H12) e uma relação negativa com a variável *Cash holdings* (H4), liquidez (H7) e participação institucional (H14). Do mesmo modo, para a variável *Dividend Payout*, o modelo gerado apenas explica 42,8% da variação da variável ($p\text{-value} < 0,001$). Dez variáveis foram excluídas e para as nove que remanesceram (endividamento ou alavancagem, rentabilidade, liquidez, dimensão, impostos, despesas de capital, despesas com juros, estrutura de capital e resultado no ano atual) apenas duas possuíam coeficientes estatisticamente significativos para $\alpha=10\%$ e se validaram as hipóteses: a liquidez apresenta uma relação positiva com o *Dividend Payout* e os impostos tem uma relação negativa com a variável dependente. Por último, em relação à variável *Dividend Yield*, o modelo que explica apenas 26,3% ($p\text{-value} = 0,026$) da sua variação, sendo explicado por nove variáveis: alavancagem, rentabilidade, liquidez, dimensão, impostos, despesas de capital, despesas com juros, resultados do ano atual e estrutura de capital. Porém, apenas a alavancagem, os impostos, as despesas de capital e a estrutura de capital têm um coeficiente estatisticamente significativo, para $\alpha=10\%$. Quanto às hipóteses estabelecidas, relativamente às variáveis selecionadas neste modelo, todas foram validadas através do sinal esperado, com exceção dos resultados do ano atual, cuja relação foi contrária à esperada.

4. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÃO FUTURA

O objetivo deste trabalho pretendia determinar quais os fatores que influenciam as políticas de distribuição das empresas, atualmente nos mercados de Portugal e Bélgica. A atribuição dos dividendos tem em vista satisfazer, primeiramente, as preferências dos investidores, mesmo que existam fatores fiscais que produzem os seus efeitos negativos nas respetivas políticas. Contudo, a política de dividendos é utilizada como um sinal credível das empresas. Por um lado, a teoria da agência justifica a distribuição de lucros, por outro, a teoria comportamental revelou-se uma das possíveis explicações para a preferência dos investidores pelos dividendos.

Em relação à presente investigação, a primeira conclusão que se pode obter é que cada mercado possui características muito próprias, como a conjuntura económica e as empresas em questão, pelo que os resultados obtidos no estudo individual de cada mercado não foram de todo semelhantes aos que foram alcançados quando se analisou a amostra em conjunto. Os determinantes da política de distribuição de resultados varia de país para país e consoante se considera a variável dependente (variável *proxy*) da política de distribuição de resultados. Para além da rentabilidade, em Portugal a distribuição de lucros é afetada pela carga fiscal dos impostos e pelas despesas com juros. Já na Bélgica, a alavancagem, a liquidez, a dimensão da empresa e a participação institucional são os determinantes das políticas de distribuição de lucros.

Relativamente às variáveis dependentes consideradas neste estudo, a *Dividend Rate* foi a que apresentou R2 mais elevado e cujo modelo inclui maior número de variáveis explicativas e com níveis de significância estatística mais elevada. Por outro lado, a *Dividend Yield* é a variável dependente com menor associação aos fatores. Ainda assim, apesar das poucas relações existentes entre elas, praticamente todas foram validadas. A variável *Dividend Payout* também é pouco explicada pelos determinantes em estudo. Apesar de incluir mais de metade dos fatores nos seus modelos, são poucos os que são validados pelas hipóteses formuladas.

Perante a teoria da sinalização, a conclusão obtida indica que a rentabilidade é o fator que mais influencia a distribuição de dividendos. Confirma-se, entre outras, as teorias de Al-Najjar (2011) e Imran (2011) da existência de uma relação positiva entre a rentabilidade e as políticas de dividendos. A variável resultados do ano corrente aparenta ser, inicialmente, um dos fatores mais determinantes das políticas de dividendos. Porém, de todas as hipóteses que envolviam esta variável, nenhuma foi validada, mostrando esta um sinal negativo quando o seu sinal esperado seria positivo. Logo, não se confirmou a teoria de Parua e Gupta (2009). A variável “setor de atividade” mostrou-se pouco relevante neste estudo, não sendo sequer significativa em nenhum dos casos em análise. Ainda assim, pode concluir-se que o setor que mais distribui é o da venda de alimentação e medicação a retalho. Esta análise permitiu também verificar alguns determinantes que pouca ou nenhuma influência exercem sobre as políticas de dividendos. No caso das empresas portuguesas, a estrutura de capital e a participação institucional são fatores excluídos à partida em todos os casos. Já nas sociedades belgas, são os ativos fixos tangíveis e a estrutura do ativo que em nada influenciam a decisão de pagamento de dividendos. Pode então comprovar que a rentabilidade é o fator que mais influência exerce na decisão das políticas de dividendos das empresas. Os restantes determinantes variam de acordo com o mercado onde estas se inserem bem como as características particulares de cada uma das sociedades. Assim, conclui-se que a política de distribuição de dividendos continua a ser um *puzzle*, onde não se pode definir um único modelo que sirva a todas as empresas e a todos os mercados.

Para finalizar e tendo em conta a revisão de literatura efetuada, apesar da existência de um grande número de estudos sobre os dividendos, a maior parte incide sobre empresas dos EUA e do Reino Unido. Contudo, apesar de nas últimas décadas a quantidade de investigações em outros países e em outros continentes se encontre em crescimento, são muito raros os que avaliam a prestação dos dividendos nas empresas portuguesas e belgas. Em relação à parte metodológica, uma grande limitação é a divulgação da informação financeira na *internet* por parte

das empresas. Nesta análise em particular, nota-se que as empresas portuguesas ainda não estão tão desenvolvidas como as empresas belgas. Depois da entrada do Euro em circulação, as sociedades começaram a publicar os relatórios e contas na sua página de internet. Observa-se uma clara discrepância na divulgação da informação entre as empresas de Portugal e da Bélgica. Isto deve-se, provavelmente, ao facto das entidades belgas serem mais maduras e se manterem presentes na Bolsa de Valores de forma mais constante. As empresas portuguesas apenas nos últimos seis anos é que começaram a divulgar constantemente as suas contas, contrastando com grande parte das empresas belgas, onde muitas já divulgam informação há cerca de 20 anos. Pelo que isso acabou por influenciar os resultados, já que apenas a partir de 2008 se conseguiu formar um grupo de empresas com informação divulgada publicamente e, a partir daí, proceder à análise dos dados. Outra limitação, talvez a que mais influenciou este estudo, é a forma como as empresas apresentam os seus dados. Os relatórios e contas utilizados para a recolha de informação não seguem a mesma linha, e particularmente sobre os dividendos, ainda não existe um tratamento exemplar que possa servir de modelo. Ainda relativamente aos dividendos, enquanto as empresas belgas se dedicam a apresentar capítulos sobre dados históricos de vários indicadores, como o DPS, o EPS, cotações de abertura, de fecho, entre outros, as empresas nacionais apenas fazem uma breve referência às suas políticas de distribuição de resultados, deixando de lado os indicadores essenciais sobre os dividendos, e sobre a definição das suas políticas de distribuição. Desta forma, verificou-se uma maior dificuldade na pesquisa dos mesmos dados, sendo que, por esse motivo, os respetivos indicadores foram calculados manualmente. Para efetuar a recolha destes mesmos dados recorreu-se a sites de internet, com dados históricos.

No que respeita a linhas de investigação futura, seria interessante estudar também as empresas que entram no índice bolsista da França, CAC 40, e de Amesterdão, AEX. Seria também interessante analisar os determinantes das políticas de dividendos em empresas do setor financeiro, que foram excluídas da amostra por influenciarem os resultados, dado que as suas políticas são diferentes das empresas dos restantes setores. Poderia também verificar-se até que ponto a recompra de ações atua como substituto da distribuição de dividendos, dado que, como foi já verificado, os dividendos estão a desaparecer. Sugere-se ainda utilizar metodologias como a análise de dados em painel para testar se as características específicas das empresas ou do país ou se se verifica diferenças temporais na política de dividendos.

REFERÊNCIAS

- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S., (2003). Dividend policy and the organization of capital markets. *Journal of Multinational Financial Management*, 13, 101-121.
- Al-Malkawi, H., Rafferty, M., & Pillai, 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.
- Al-Najjar, B., & Belghitar, Y. (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and Decision Economics*, 32(4), 231-241.
- Annaert, J., Buelens, F., & Ceuster, M. (2012). New Belgian Stock Market Returns: 1832–1914. *Explorations in Economic History*, 49, 189–204.
- Anil, K., & S. Kapoor. (2008). Determinants of dividend payout ratios: A study of Indian information technology sector. *International Research Journal of Finance and Economics* 15 (May): 63–71.
- 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., Farrelly, G., & Edelman, R. (1986). Corporate dividends: Views of the policymakers. *Akron Business and Economics Review*, 17 (4), 62-74.
- Baker, H., 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.
- Baker, H., Veit, E., & Powell, G., (2001). Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq firms. *The Financial Review*, 36, 19-38.
- Bancel, F., Bhattacharya, N., & Mittoo, U., (2005). *Cross-country determinants of pay-out policies: A survey of European firms*. Working Paper Series, 1-45. Acedido a 11 de julho de 2011, em file:///C:/Users/T%C3%A2nia/Downloads/SSRN-id683111.pdf.
- Barnea, A., Haugen, R. A., & Senbet, L., (1981). Market imperfections, agency problems, and capital structure: a review. *Financial Management*, 10, 7-22.
- Bernhardt, D., Douglas, A. & Robertson, F. (2005). Testing dividend signaling models. *Journal of Empirical Finance*, 12, 77-98.
- Bhattacharya, S., (1979). Imperfect information, dividend policy, and the 'bird in the hand' fallacy. *Bell Journal of Economics*, (10), 259-270.
- Bishop, S., Crapp, H., Faff, R., & Twite, G., (2000). *Corporate Finance* (3ª Edição). Sidney: Prentice Hall Inc.
- Black, F., (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R., (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- Brockman, P., & Unlu, E., (2011). Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. *Journal of Banking & Finance*, 35, 1610-1625.
- Chang, R., & Rhee, S., (2003). The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions. *Financial Management Association*, 19, 21-31.
- 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, 16-35.
- DeAngelo, H., & Masulis, R., (1980). Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation. *The Journal of Finance*, 35 (2), 453-464.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D., (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72, 425-456.
- Dhanani, A., (2005). Corporate dividend policy: the views of British financial managers, *Journal of Business Finance & Accounting*, 32 (7), 1625-1672.
- Easterbrook, F., (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, (4), 650-659.
- Eije, H., & Megginson, W., (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89, 347-374.
- Fairchild, R., Guney, Y., & Thanatawee, Y., (2014). Corporate dividend policy in Thailand: Theory and evidence. *International Review of Financial Analysis*, 31, 129-151.
- Farinha, J., & Soro, M., (2012). *Dividendos e Recomprou de Ações: da teoria à prática* (1ª Edição). Porto: Vida Económica – Editorial, S.A.
- Fatemi, A., & Boldik, R., (2012). Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36, 662-677.
- Frank, M., & Goyal, V., (2004). *Capital structure decisions: Which factors are reliably important?* Acedido a 30 de Junho de 2014, em <http://mba.tuck.dartmouth.edu/ccg/PDFs/2004conf/CapStr-DecisionsFrankGoyal.pdf>.
- Frankfurter, G., & Lane, W., (1992). The rationality of dividends. *The International Review of Financial Analysis*, 1, 115-130.
- Frankfurter, G., & Wood Jr., B., (2002). Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11, 111-138.
- Frankfurter, G., & Wood Jr., B., (2003). *Dividend Policy – Theory and Practice* (1st Edition). San Diego: Academic Press.

- Frankfurter, G., Kosedag, A., Chiang, K., Collison, D., Power, D., Schmidt, H., So, R. & Topalov, M., (2004). A comparative analysis of perception of dividends by financial managers. *Research in International Business and Finance*, 18, 73-113.
- Gordon, M., (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *Review of Economics and Statistics*, 41(2) Part 1, 99-105.
- Ho, H., (2003). Dividend policies in Australia and Japan. *International Advances in Economic Research*, 9 (2), 91-100.
- Imran, K., (2011). Determinants of Dividend Payout Policy: A Case of Pakistan Engineering Sector. *The Romanian Economic Journal*, 14 (41), 47-60.
- Jensen, M., & Meckling, W., (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Jensen, M., (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jeong, J., (2013). Determinants of dividend smoothing in emerging market: The case of Korea. *Emerging Markets Review* 17, 76-88.
- Jiang, J., & Jiranyakul, K., (2013). Capital Structure, Cost of Debt and Dividend Payout of Firms in New York and Shanghai Stock Exchanges. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3 (1), 113-121.
- Kajtazi, M., (2010). Information Asymmetry in the Digital Economy. *International Conference on Information Society*, 148-155.
- Kapoor, S., & Anil, K., (2007). Relevance of information asymmetry models: a study of Indian information technology sector. *International Journal of Business Research*, 7 (5), 1-9.
- Koch, P., & Shenoy, C., (1999). The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies. *Financial Management*, 28 (4), 16-35.
- 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.
- Lam, K., Sami, H., & Zhou, H., (2012). The role of cross-listing, foreign ownership and state ownership in dividend policy in an emerging market. *China Journal of Accounting Research*, 5, 199-216.
- Lintner, J., (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46, 97-113.
- Miller, M., & Modigliani, F., (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34, 411-433.
- Miller, M., & Scholes, M., (1978). Dividends and Taxes. *Journal of Financial Economics*, 6, 333-364.
- Myers, S. C. (1987). *The informational content of dividends*. In Bosons J, Dornbusch R., & Fischer S. (1st Edition), *Macroeconomics: essays in honor of Franco Modigliani*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Myers S.C. and Majluf N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Naceur, B., Goaid, M., & Belanes, A., (2006). On the determinants and dynamics of dividend policy. *International Review of Finance*, 6 (1, 2), 1-23.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance*, 28, 2103-2134.
- Parua, A., & Gupta, A., (2009). Dividend history and determinants in selected Indian companies: a study during 1993-'94 to 2004-'05. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 3 (4), 45-83.
- Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K., (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22 (13), 1079-1087.
- Ross, S., (1977). The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. *Bell Journal of Economics*, 1, 23-40.
- Rozeff, M., (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios.

- Journal of Financial Research*, 5, 249–259.
- Santos, S., (2011). *Os determinantes da política de distribuição de dividendos: o caso das empresas não financeiras do índice PSI-20*. Dissertação de Mestrado in Finanças Empresarias. Universidade Cabo Verde. Acedido a 11 Julho de 2011, em <http://www.portaldoconhecimento.gov.cv/bitstream/10961/1563/1/UNICV%20Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Sandrine%20Santos%20-%20Finan%C3%A7as%20Empresarias.pdf>.
- Sawicki, J., (2005). *An Investigation into the Dividend of Firms in East Asia*. Working Paper, Nanyang Technological University, Singapore.
- Shiller, R., (1984). Stock prices and social dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, 457-510.
- Shin, M., Kwon, J., & Kim, S., (2010). Earned Surplus and Dividend Policy: A Test of the Financial Life Cycle Theory in Korean Capital Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 59, 86-100.
- Shinozaki, S., & Uchida, K., (2013). Ownership structure, tax regime, and dividend smoothing: international evidence. *Kyushu University Working Paper*. Acedido a 8 de Dezembro de 2013 em <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2139897>.
- Shubiri, F., (2011). Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange. *Far East Journal of Psychology and Business*, 4 (2), 1-15.
- Singhania, M., & Gupta, A., (2012). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Tobit Model Approach. *Vision*, 16 (3), 153-162.
- Short, H., Zhang, H., & Keasey, K., (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8, 105-122.
- Vieira, E. & Raposo, C., 2007, “Signaling with dividends? The signaling effects of dividend change announcements: New evidence from Europe”. *Working Paper*. Acedido a 18 de Dezembro de 2013, em <http://ssrn.com/abstract=955768>.

ANEXO

Tabela 3 - Descrição das empresas da população e respetivos setores de atividade

BEL20		PSI20	
Empresa	Setor	Empresa	Setor
Ackermans & van Haaren	Serviços financeiros	Altri	Indústria Geral
Ageas	Seguros de vida	BPI	Bancário
ABInBev	Bebidas	BCP	Bancário
Befimmo-Sicafi	Investimento imobiliário	BES	Bancário
Bekaert	Indústria Geral	Brisa	Transportes
Belgacom	Telecomunicações	Cimpor	Materiais de construção
Cofinimmo	Investimento imobiliário	EDP Renováveis	Eletricidade
Colruyt	Comida e medicamentos a retalho	EDP	Eletricidade
Delhaize Group	Comida e medicamentos a retalho	Galp Energia	Produtor de óleos e gases
DIETEREN	Retalho especializado	Inapa	Florestal e Papel
GBL	Serviços financeiros	Jerónimo Martins	Comida e medicamentos a retalho
GDF Suez	Gás, Água e Múltiplos	Mota-Engil	Materiais de construção
KBC Group	Bancário	Portucel	Florestal e Papel
Mobistar	Telecomunicações móveis	Portugal Telecom	Telecomunicações
NYRSTAR	Indústria de Metais e Mineração	REN	Eletricidade
Omega Pharma	Farmacêutico e Biotecnológico	Semapa	Florestal e Papel
Solvay	Químico	Sonae	Comida e medicamentos a retalho
Telenet Group	Média	Sonae Indústria	Materiais de construção
UCB	Farmacêutico e Biotecnológico	Sonaecom SGPS	Telecomunicações Móveis
Umicore	Químico	ZON Multimedia	Média

Fonte: www.euronext.com