



Munich Personal RePEc Archive

The dividend policy of the Portuguese corporations: Evidence from Euronext Lisbon

José Benzinho

ISCAC - IP Coimbra

March 2004

Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/1137/>

MPRA Paper No. 1137, posted 12. December 2006

First draft, March 15th 2004
Preliminary, Comments welcome

The dividend policy of the Portuguese corporations Evidence from Euronext Lisbon^{*}

José Manuel Benzinho

Finanças Empresariais

ISCA (Coimbra)

IP Coimbra

Quinta Agrícola – Bencanta

3040-316 Coimbra, Portugal

Tel. +351 239 802000

Fax +351 239 445445

E-mail jbenzinho@iscac.pt

^{*} Paper selected for presentation at the International conference “*Economic Policies in the New Millennium*” at University of Coimbra (Portugal), April 16 and 17, 2004.

A política de dividendos das empresas portuguesas

Evidência a partir da Euronext Lisboa

José Manuel Benzinho*

ISCA (Coimbra), IP Coimbra

Abstract

Dividend policy behaviour of corporations is significantly different from country for country. Although dividend policy has attracted a great deal of research, it is not satisfactory explained why corporations distribute a portion of their earnings as dividends or why investors pay attention to dividends. The research and theory on the “dividend puzzle” (Black, 1976) have also been influenced by the empirical observations of the market corporate and investor attitude towards the dividend policy. Lintner (1956) observes that corporations trading in developed capital markets follow stable dividend policies and pay out a substantial part of their earnings as dividends. The focus of this study is to study how the corporations that trade in the Lisbon Stock Exchange (Euronext Lisbon), a small European stock market, set their dividend policies in a different institutional environment and research empirically whether the Euronext Lisbon corporations follow stable cash dividend policies as in developed markets where dividend smoothing is a management tendency. For testing dividend stability and institutional effects we use the dividend policy model of Lintner (1956). The data are from Euronext Lisbon and excluded financial institutions, since these corporations are governed by different regulations in regard to their dividend policies. The sample is an unbalanced panel data.

We estimate the Lintner model by using panel data regressions which are significantly different from the estimation methodologies used in Lintner’s and Fama and Babiak’s studies. In panel data regression, time-series and cross-sectional observations are combined and estimated. The main advantage of pooling is that it is possible increase the number of observations, which is important when each individual cross-section sample is so small that sample size effects affect the degrees of freedom adversely. The panel data methodology is also important to eliminate heterogeneity, namely the unobservable characteristics of the contracting environment. In the research we use the three common techniques for estimating models with panel data, which are: pooled ordinary least squares, the fixed effects model and random effects model. Subsequently, we use proper test statistics, namely the F -statistic and the Hausman test to choose the most appropriate model for the particular sample. The F -statistic tests the null hypothesis that the efficient estimator is the pooled ordinary least squares compared to the fixed effects model. The Hausman statistic tests the null hypothesis that random effects model is appropriated for the particular sample compared to the fixed effects model.

This study provides evidence from the Euronext Lisbon, a European stock market, and analyses empirically whether the Portuguese corporations follow stable cash dividends. The empirical results show that the Euronext Lisbon corporations follow a relatively stable cash dividend policies and the main factors that determines the dividends is the earnings of the firm in that year and the lagged dividends.

JEL classifications: G300; G350; G380

Keywords: Dividend policy; Stability; Micro panel data; Euronext Lisbon.

* Quinta Agrícola, Bencanta, 3040-316 Coimbra (Portugal). Tel.: +351239802000; Fax: +351239445445.
E-mail address: jbenzinho@iscac.pt.

1. Introdução

Ao longo de mais de quarenta anos, a política de dividendos tem merecido a atenção dos investigadores, com o objectivo de procurar encontrar uma solução para este “puzzle cujas peças não encaixam perfeitamente entre si” (Black, 1976). Contudo, a controvérsia em torno deste tema continua a ser um dos problemas de finanças empresariais que continua por resolver (Brealey e Myers, 2002).

Um marco importante para esta problemática é o artigo de Merton Miller e Franco Modigliani (MM), “*Dividend policy, growth and the valuation of shares*”, publicado em 1961. Na mesma linha do que haviam feito para a estrutura de capital¹, demonstraram que, existindo mercados perfeitos, a política de dividendos não influencia o valor da empresa. A conclusão de MM é que, dada uma política de investimentos óptima, nenhuma política de dividendos pode aumentar ou reduzir a riqueza dos accionistas da empresa. A proposição de irrelevância de MM assenta na hipótese de que os mercados são perfeitos, os investidores racionais, as políticas de investimento e dividendos são independentes. Apesar de, inicialmente, considerarem que existe um contexto de certeza absoluta, MM (p. 651) mostram que a política de dividendos também é irrelevante num ambiente de incerteza.

Para além da não relevância da política de dividendos, MM identificaram, igualmente, as fricções de mercado que poderiam explicar o seu efeito sobre o valor da empresa. Mais objectivamente referiram-se à assimetria fiscal entre dividendos e mais valias (p. 432) e às clientelas induzidas pelos impostos², às assimetrias de informação entre os diferentes grupos interessados na empresa, em particular os internos e os externos, aos custos de monitorização a suportar pelos proprietários com o objectivo de controlar os administradores (p. 432, nota de rodapé 34) e aos custos de transacção e de emissão dos títulos (p. 431).

A partir deste artigo seminal, toda a investigação sobre a relevância da política de dividendos partiu do abandono das hipóteses básicas do modelo de MM, em virtude daquelas imperfeições de mercado ou da possibilidade dos investidores terem um comportamento irracional, puderem tornar relevante para o valor da empresa a decisão de distribuição de riqueza pelos accionistas. De entre as imperfeições que podem

¹ Modigliani e Miller (1958).

² Existindo diferentes grupos de investidores sujeitos a distintas taxas de imposto, este argumento sustenta que as empresas têm interesse em minimizar a carga fiscal de cada uma dessas clientelas.

potencialmente afectar a teoria da irrelevância da política de dividendos e que são essenciais para a análise da sua relação com o valor da empresa, mereceram particular atenção os impostos, a assimetria de informação e os conflitos de interesses entre os principais actores na empresa³.

Na realidade os mercados de capitais não são perfeitos e das diferentes fricções existentes, irá merecer a nossa particular atenção o conflito entre os diversos agentes envolvidos com a empresa, ocasionado pela existência de divergência de interesses e informação assimétrica entre internos (por exemplo, os gestores) e externos (o mercado). Contudo, não deixaremos de fazer uma referência sumária às distintas teorias avançadas para tentar explicar o quebra-cabeças dos dividendos.

Após a apresentação da tese da irrelevância de Miller e Modigliani (1961), que rompeu definitivamente com a postura tradicional sustentada por Gordon (1959), uma primeira linha de investigação preocupou-se com a existência de um efeito fiscal dos dividendos, dada a assimetria existente que favorecia as mais valias. Os resultados dos diferentes estudos⁴ efectuados não foram conclusivos, o que deu origem a investigações sobre outras explicações alternativas, designadamente as relacionadas com os problemas de informação.

No âmbito da literatura da sinalização, a questão está associada à teoria que sustenta que o pagamento de dividendos pode ser um modo de sinalizar o valor da empresa, em virtude dos *insiders* possuírem mais e melhor informação sobre os *cash flows* futuros. Assim, os dividendos são um mecanismo de sinalização para o mercado da rendibilidade futura esperada. Apesar da importância atribuída aos dividendos como instrumento que contém informação sobre a empresa e que o mercado não conhece remontar a MM (1961), o primeiro modelo de sinalização foi proposto apenas no final da década de setenta por Bhattacharya (1979). Posteriormente, destacam-se os modelos de John e Williams (1985), Miller e Rock (1985)⁵. A ideia base dos modelos de sinalização é a de que as empresas podem utilizar a sua política de dividendos para

³ Lease, Kalay, Loewenstein e Sarig (2000, 45-46) classificam as diferentes fricções de mercado em dois grupos: o das pequenas imperfeições, que inclui os custos de transacção, de emissão e comportamento irracional dos investidores, e o das grandes imperfeições, no qual se inserem os impostos, a assimetria de informação e os custos de agência, merecendo este último mais atenção da literatura financeira.

⁴ Entre os principais trabalhos destacam-se os seguintes: Brennan (1970), Black e Scholes (1974), Miller e Scholes (1978), Litzenberger e Ramaswamy (1979, 1980), Elton e Gruber, 1970), Litzenberger e Ramaswamy (1979), Kalay (1982), Michaely e Vila (1996) e Ang, Blackwell e Megginson (1991).

⁵ Para além destes trabalhos, podem ainda destacar-se os estudos de Ambarish, John e Williams (1987), Williams (1988), Kumar (1988), Constantinides e Grundy (1989), Kang e Kumar (1991), Bernheim (1991), e Raviv e Sarig (1991). Mais recentemente, é de mencionar o trabalho de Allen, Bernardo e Welch (2000).

transmitir informação para o mercado sobre a rentabilidade futura. Neste caso, o pagamento de dividendos por parte das empresas subavaliadas, que podem mais facilmente suportar o custo de tal acção, permite que se distingam das empresas sobreavaliadas, para quem replicar o mesmo tipo de política é bastante mais oneroso. Contudo, a teoria dos sinais não explica porque é que as empresas recorrem ao pagamento de dividendos e não, por exemplo, à recompra de acções, que é um mecanismo menos oneroso. Em síntese, os modelos de sinalização sugerem que as sociedades que pagam em dividendos, em especial as que os aumentam, são empresas subavaliadas pelo mercado e que utiliza esse instrumento para transmitir essa (boa) informação. Todavia, estes modelos não consideram a possibilidade do aumento dos dividendos se dever a alterações no perfil de risco da sociedade, como sugerem Grullon, Michaely e Swaminathan (2000), que sustentam que tal facto se dever à não existência de oportunidades de investimento, que designam por hipótese de maturidade.

A perspectiva de agência sugere que a empresa é uma entidade na qual existem diferentes forças, com interesses que podem ser divergentes e que podem ter influência sobre a política de dividendos. Os potenciais conflitos podem ocorrer entre gestores e investidores (Jensen e Meckling, 1976), entre proprietários e credores (Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1977) e entre accionistas maioritários e minoritários (Faccio e Lang, 2001, 2002). No primeiro caso, dada a existência de recursos financeiros à disposição da administração, pode acontecer que esta privilegie os seus interesses aos dos investidores, dando origem à hipótese de sobreinvestimento. Uma solução para reduzir o *cash flow* à disposição da direcção é, como sugerem Grossman e Hart (1982), Easterbrook (1984) e Jensen (1986), a distribuição de resultados, colocando, assim, em causa a hipótese da irrelevância dos dividendos (MM, 1961)⁶. O conflito potencial entre proprietários e credores está associado à hipótese de expropriação da riqueza dos financiadores da empresa, através do pagamento de dividendos excessivos e não antecipados. Finalmente, o conflito entre accionistas maioritários e minoritários assenta na ideia de que os primeiros expropriam a riqueza dos segundos, o que pode ser limitado através do pagamento de dividendos (La Porta e outros, 2000). É neste contexto que o enfoque de agência ganha importância Megginson (1997).

Mas a investigação sobre a importância da decisão de distribuição de riqueza, também tem sido influenciado pela observação do comportamento das empresas e dos

⁶ Apesar desta hipótese ter sido sustentada por diversos estudos, existem também algumas críticas a este argumento, designadamente as apresentadas por Zwiebel (1996), Fluck (1999) e Myers (2000).

investidores. Lintner (1956) concluiu que as empresas norte-americanas seguem um conjunto de procedimentos relativamente regulares. Mais em concreto, constatou que a distribuição de resultados tende a ser estável, seguindo um processo de ajustamento parcial em direcção a um *payout* objectivo definido como óptimo a longo prazo, e que os gestores têm relutância em diminuir os dividendos.

Adicionalmente, têm vindo a surgir novas “peças” para este puzzle, sendo visível uma diminuição do volume de dividendos pagos pelas empresas, principalmente nos EUA e Reino Unido (Fama e French, 2001). Por que é que isto ocorre? Fama e French (2001) questionam mesmo se não estaremos a assistir à mudança das características da empresa e se esta alteração não poderá ajudar a explicar a tendência para aquela diminuição. De facto, existem mais empresas de pequena e média dimensão, com maiores investimentos em capital humano, apoiadas em novas tecnologias e com elevadas oportunidades de investimento, as quais não estão interessadas em distribuir resultados (Sarnoff, 2002). Por outro lado, a compra de acções próprias tem vindo a crescer e pode ser encarada como uma alternativa aos dividendos em dinheiro⁷, principalmente para aquelas empresas que mostram alguma relutância em suprimir a remuneração dos accionistas (DeAngelo, DeAngelo e Skinner, 2002), dado o seu conteúdo informativo. Para além do efeito sinalização a recompra de acções evidencia, ainda, vantagens fiscais (DeAngelo, DeAngelo e Skinner, 2002; Grullon e Ikenberry, 2000; Jagannathan, Stephens e Weisbach, 2001). Contudo, nos países da Europa continental ainda existem restrições legais que limitam o papel deste instrumento de distribuição de riqueza.

A influência dos aspectos legais sobre as decisões de dividendos foi evidenciada nos trabalhos desenvolvidos por LLSV (2000) e Faccio, Lang e Young (2001) que sugerem que quanto maior é o nível de protecção legal dos accionistas, maior é o *payout* da empresa. Assim, a eficiência do sistema de governo da empresa depende não só do nível de protecção legal existente, mas, ainda, da estrutura de propriedade da empresa escolhida.

Tendo presente muitos dos aspectos anteriormente referidos, torna-se interessante analisar o comportamento das empresas cujas acções são transaccionadas num pequeno mercado europeu desenvolvido, com um enquadramento institucional distinto, e

⁷ Registe-se, a propósito, que Allen e Michaely (2001) alteraram a designação do seu estudo de “*dividend policy*” para “*payout policy*”, dada a crescente importância de outras formas de distribuição de riqueza, para além do pagamento de dividendos em dinheiro.

verificar se o padrão das políticas de dividendos seguidas é semelhante ao que caracteriza os mercados de capitais dos países com outra origem legal.

2. Revisão da literatura

O estudo de Lintner (1956), desenvolvido a partir de um questionário aos directores financeiros de empresas norte-americanas, conduziu à apresentação do primeiro modelo sobre o comportamento em matéria de política de dividendos. Lintner verificou que o seu modelo explicava 85% das alterações nos dividendos e que a velocidade média de ajustamento era de 30% ao ano, para um rácio-objectivo de 50%.

Entre outros, o modelo de Lintner foi testado e comprovado por Brittain (1966), Fama e Babiak (1968) e Cobbaut (1969). Fama e Babiak reformularam o modelo de Lintner, incluindo como variável explicativa adicional, o benefício por acção desfasada de um período e omitindo o termo constante. No estudo efectuado, desenvolvido a partir de uma amostra maior de empresas, concluíram no mesmo sentido. Posteriormente, Lee e outros (1987) generalizaram o modelo de ajustamento parcial incluindo a variável dividendo por acção desfasada de dois períodos, sustentando que assim, se aumentavam as capacidades de previsão do modelo. Mais recentemente, Dewenter e Warther (1998) documentaram que as empresas norte-americanas, no período 1982-1993, seguiram políticas de dividendos ainda mais estáveis, do que as que foram constatadas por Fama e Babiak.

Para além dos EUA, foram efectuadas investigações semelhantes para empresas de outros países com mercados de capitais desenvolvidos, designadamente Canadá, França e Reino Unido, tendo as conclusões obtidas sido no mesmo sentido. Por exemplo Malécot (1990)⁸ propôs um modelo que pretendia, adicionalmente, integrar restrições de agência⁹, recorrendo à *proxy*, novas dívidas contratadas durante o período. Em síntese, o modelo proposto por Lintner (1956) continua a ser o mais adequado para analisar a estabilidade dos dividendos. Benartzi, Michaely e Thaler (1997, p. 1032) concluem mesmo que o modelo continua sendo a melhor forma de descrever o método de fixação dos dividendos.

⁸ Malécot, J. F., «Hypothèses de Profit Permanent et d'Anticipations Rationelles: Une Nouvelle Modélisation des Politiques de Versement de Dividendes», *Cahier du Centre de Recherches sur la Gestion*, 9004, Janvier 1990, Paris.

⁹ A teoria da agência respeita à relação entre um mandante, neste caso um accionista, e um procurador, p.e., o gestor da empresa.

3. Metodologia empírica

a) Modelo

Tendo em vista testar a estabilidade da política de dividendos, utilizar-se-á o modelo de comportamento desenvolvido por Lintner (1956). Considerando os factores identificados no âmbito das entrevistas efectuadas, Lintner desenvolveu o seguinte modelo:

$$DPS_{i,t} - DPS_{i,t-1} = a_i (DPS_{i,t}^* - DPS_{i,t-1}) \quad [1]$$

onde $(DPS_{i,t})$ é o dividendo por acção no período t , $(DPS_{i,t-1})$ o dividendo por acção no período $t - 1$, $(DPS_{i,t}^*)$ o rácio objectivo do dividendo por acção no período t , a é a taxa de ajustamento do dividendo, situando-se os seus valores entre 0 e 1.

O modelo construído por Lintner permite constatar que as alterações nos dividendos de um período para outro são função do nível desejado para os dividendos de um período e do montante de dividendos pagos no período anterior, sendo o ajustamento função do coeficiente a .

No modelo, $(DPS_{i,t}^*)$ representa o dividendo que a empresa pagaria se o ajustamento ao benefício por acção fosse imediato, em vez de ser parcial e progressivo. Por outro lado, o dividendo-objectivo a que a empresa se cinge e que não é directamente observável, sendo função do *payout*-objectivo (p), e do lucro por acção do período t (EPS_t) o que pode ser escrito do seguinte modo:

$$DPS_{i,t}^* = p \times EPS_t \quad [2]$$

Substituindo o valor de $DPS_{i,t}^*$ na equação [1] temos:

$$DPS_{i,t} - DPS_{i,t-1} = a (\rho \times EPS_t - DPS_{i,t-1}) \quad [3]$$

Resolvendo em ordem a $DPS_{i,t}$, obtemos a equação:

$$DPS_{i,t} = a \times p \times EPS_t + DPS_{i,t-1} - a \times DPS_{i,t-1} \quad [4]$$

que pode ser reescrita do seguinte modo:

$$DPS_{i,t} = a \times p \times EPS_t + (1 - a) DPS_{i,t-1} \quad [5]$$

Esta equação permite concluir que, quanto mais conservadora for a política de dividendos da empresa, mais baixo é o coeficiente de ajustamento na equação [5] e,

consequentemente, mais lentamente a empresa caminha em direcção ao seu rácio-objectivo para o *payout*. Permite também, concluir que os dividendos dependem dos lucros actuais e dos dividendos do ano anterior. Como estes, por sua vez, dependem dos lucros desse ano e dos dividendos do ano anterior, temos que os dividendos podem ser definidos como uma média ponderada dos lucros actuais e passados.

Tendo em vista analisar empiricamente a decisão de pagamento de dividendos o modelo de ajustamento parcial de Lintner, exprime-se do seguinte modo:

$$DPS_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 DPS_{i,t-1} + u_{i,t}$$

onde $(u_{i,t})$ é o termo de erro. Finalmente, com o objectivo de obter os valores para a taxa de ajustamento do dividendo (a) e para o rácio de distribuição de resultados (p), recorre-se às seguintes expressões:

$$a = 1 - \beta_2$$

$$p = \beta_1/a = \beta_1/(1 - \beta_2)$$

O valor obtido para a taxa de ajustamento reflecte a velocidade, a que a empresa ajusta o seu pagamento de dividendos ao seu rácio-objectivo e exprime a propensão a curto prazo para a empresa reter resultados. O valor $(1 - a)$ corresponde, por outro lado, ao factor de segurança que os gestores utilizam para evitar o crescimento dos dividendos para níveis que não possam manter. Relativamente ao coeficiente p , é um indicador da política de distribuição de dividendos, exprimindo a propensão a longo prazo para a empresa pagar dividendos.

b) Amostra

Para concretização do estudo para as empresas portuguesas, consideram-se todas as sociedades não financeiras cotadas na Euronext Lisboa, no período compreendido entre 1990 e 2002, tendo os dados sido obtidos a partir da base *Datastream/Worldscope*. Complementarmente, foi recolhida alguma informação na base de dados *Dathis* da *Euronext* Lisboa. Das empresas seleccionadas, posteriormente, excluíram-se as sociedades que nos anos em análise não apresentavam pelo menos cinco anos com pagamento de dividendos, tendo em vista identificar um padrão de comportamento associado ao pagamento de dividendos (Dewenter e Wharther, 1998; Adaoglu, 2000).

A amostra final, relativa ao período 1990-2002, inclui empresas não financeiras cotadas, o que deu origem a um painel de dados incompleto, com 34 empresas e 335

observações. No Quadro 1 apresenta-se a estrutura da amostra relativa às empresas consideradas.

Os resultados da análise estatística preliminar estão evidenciados no Quadro 2, onde se apresentam a média, o desvio padrão e os valores máximo e mínimo.

c) Metodologia

Contrariamente à metodologia utilizada por Lintner (1956) e Fama e Babiak (1968), a análise da estabilidade da política de dividendos das empresas portuguesas cotadas é efectuada a partir de um painel de dados.

O modelo básico é do seguinte tipo:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_k X_{i,t} + u_{i,t}$$

O painel de dados observações para os anos considerados ($t = 1 \dots T_i$) e para cada uma das empresas consideradas ($i = 1 \dots n$). Assim, temos uma amostra com 34 (n) empresas e 13 (T) anos. As variáveis independentes continuam a ser as mesmas (EPS_i e $DPS_{i,t-1}$). Relativamente ao termo de erro ($u_{i,t}$), assume-se que tem média zero e variância constante.

As regressões de dados em painel têm a vantagem de combinar séries temporais com dados *cross-section*, possibilitando, assim, aumentar o número de observações, o que se torna particularmente útil e importante quando a pequena dimensão das amostras afectam negativamente os graus de liberdade. Adicionalmente, a metodologia de dados em painel permite eliminar a heterogeneidade, designadamente as características institucionais não observáveis.

No estudo serão utilizadas as técnicas de regressão usuais para estimar modelos com dados de painel, ou seja, os seguintes modelos: efeitos *pooled* estimados por OLS, efeitos fixos (*within groups*) e efeitos variáveis (*between*). Posteriormente, com o objectivo de escolher o modelo que melhor se adapta à amostra seleccionada, recorreremos a alguns testes, designadamente aos testes F (F-stat), χ^2 e o teste de Hausman (H). No primeiro teste, comparam-se os modelos de efeitos fixos e “*pooled*”. O teste χ^2 permite comparar os modelos de efeitos variáveis e *pooled*. Finalmente, o teste de Hausman possibilita a análise dos modelos de efeitos fixos e variáveis a hipótese do modelo de efeitos variáveis ser mais apropriado do que o modelo de efeitos fixos.

4. Resultados

A estimação do modelo foi efectuada com recurso ao programa estatístico *STATA 8.1 for Windows*. Tendo em vista o reconhecimento por parte do STATA de que se tratava de um painel de dados com informação sobre 34 empresas para o período 1990-2002, recorreremos ao comando “*tsset*”. Por outro lado, dado tratar-se de uma pequena amostra utilizámos os comandos para “*maximum likelihood estimation*” e para modelos de efeitos fixos, efeitos variáveis e efeitos “*pooled*”.

Os resultados obtidos para a estimação do modelo de Lintner, para o período 1990-02 constam do quadro seguinte:

Resultados da estimação

Modelo de efeitos variáveis (Random effects model)

$$DPS_{i,t} = .062 + .078 EPS_{i,t} + .352 DPS_{i,t-1}$$

(7.55) (4.46) (6.78)

Teste F: 3.03

Teste χ^2 : 0.99

Teste de Hausman: 138.92

Coefficientes de Lintner

Velocidade de ajustamento (c): 0.363

Rácio-objectivo para *payout* (p): 0.26

Os testes F, χ^2 e de Hausman sugerem o modelo de efeitos variáveis como sendo o mais adequado para efectuar a estimação. Adicionalmente, verifica-se que as variáveis independentes com maior poder de explicação são os resultados do período (EPS) e os dividendos do período anterior (DPS). Dada a importância da variável desfasada, é possível concluir pela preocupação dos gestores em seguirem alguma estabilidade nas políticas de dividendos das empresas cotadas. Por outro lado, constata-se que coeficiente de ajustamento é de 0.65, o que reforça a ideia anterior. Finalmente, o rácio-objectivo para o *payout* é de 0.12, o que é consistente com a análise estatística preliminar.

5. Conclusões

O estudo do comportamento das empresas em matéria de política de dividendos tem merecido bastante atenção desde que Lintner efectuou o estudo da realidade norte-americana, em 1956. Apesar de, inicialmente, as preocupações se terem centrado nos mercados dos EUA, Reino Unido, Canadá, França e outros países mais desenvolvidos, também já existem alguns trabalhos para países com mercados de capitais de menor dimensão e para economias emergentes. Por outro lado, este tipo de

investigação permite, igualmente, confrontar resultados para realidades diferentes, designadamente no que se refere à sua origem (por exemplo, *legal civil law vs. common law*).

Relativamente a Portugal, trata-se de um país inserido no contexto da *civil law*, mas onde prevalece a regulação legislativa e a baixa protecção dos investidores, que caracteriza os países cuja origem legal é a *French civil law*. Assim, dada a existência de um mercado de capitais com um papel limitado e da estrutura de propriedade das empresas estar bastante concentrada e muitas vezes com forte presença familiar, o conflito mais significativo é entre grandes e pequenos accionistas. é neste contexto que se torna interessante estudar o comportamento das empresas em matéria de distribuição de riqueza.

O estudo empírico foi efectuado para o período 1992-2002, tendo-se constatado pela existência de alguma estabilidade na política de dividendos das empresas cotadas na *Euronext* Lisboa. Verificou-se, ainda, que os principais factores que afectam a decisão de distribuição são o dividendo do ano anterior e o resultado líquido do exercício, com um coeficiente de ajustamento de 0.65.

Apesar das conclusões virem na linha do que se verifica em mercados mais desenvolvidos, parece interessante procurar analisar o impacto do sistema de governo prevalecente, confrontando os resultados com os obtidos para países cuja origem legal não é a mesma.

Referências

Adaoglu, C. (2000), *Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: evidence from an emerging market*, *Emerging Markets Review*, 1, 252-270.

Ambarish, R., K. John, J. Williams (1987), *Efficient signalling with dividends and investments*, *Journal of Finance*, 32, 321-343.

Ang, J. (1987), *Do dividends matter? A review of corporate dividend theories and evidence*, New York University, New York.

Baker, H. K., G. E. Farrelly, R. B. Edelman (1985), *A survey of management views on dividend policy*, *Financial Management*, 14, 78-84.

Baltagi, B. H. (1995), *Econometric analysis of panel data*, John Wiley & Sons, Chichester.

Benartzi, S., R. Michaely, R. Thaler (1997), *Do changes in dividend signal the future or the past?*, *Journal of Finance*, 52, 1007-1034.

Bhattacharya, S. (1979), *Imperfect information, dividend policy and "The Bird in the Hand fallacy"*, *Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.

- Black, F. (1976), *The dividend puzzle*, Journal of Portfolio Management, 2, 5-8.
- Brittain, J. (1966), *Corporate dividend policy*, The Brookings Institute, Washington DC.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo (1990), *Dividend policy and financial distress: an empirical investigation of troubled NYSE firms*, Journal of Finance, 45, 1415-1431.
- Dewenter, K. L. e V. A. Warther (1998), *Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and US firms*, Journal of Finance, 53, 879-904.
- Easterbrook, F. (1984), *Two agency-cost explanations of dividends*, American Economic Review, 74, 650-659.
- Fama, E. F. e H. Babiak (1968), *Dividend policy: an empirical analysis*, Journal of the American Statistical Association, 63, 1132-1161.
- Greene, W. H. (1997), *Econometric Analysis*, 3rd ed., Prentice-Hall, New Jersey.
- Jensen, M. C. e W. H. Meckling (1976), *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, Journal of Finance, 3, 305-360.
- John, K. e J. Williams (1985), *Dividends, dilution, and taxes: a signalling equilibrium*, Journal of Finance, 40, 1053-1070.
- La Porta, R.; F. Lopez-de-Silanes; A. Shleifer e R. W. Vishny (2000), *Agency problems and dividend policies around the world*, Journal of Finance, 55, 1-33.
- Lang, L. H. P. e R. Litzenger (1989), *Dividend announcements: cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis*, Journal of Financial Economics, 24, 181-192.
- Lease, R. C.; K. John; A. Kalay; U. Lowenstein e O. Sarig (2000), *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*, Harvard Business School Press, Boston.
- Lasfer, M. (1996), *Taxes and dividends: the UK evidence*, Journal of Banking and Finance, 20, 455-472.
- Lintner, J. (1956), *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*, American Economic Review, 46, 97-133.
- Meggison, W. L. (1997), *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley, Reading.
- Miller, M. e F. Modigliani (1961), *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, Journal of Business, 34, 411-433.
- Miller, M. e K. Rock (1985), *Dividend policy under asymmetric information*, Journal of Finance, 40, 1031-1051.
- Myers, S. (1977), *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics, 5, 147-175.
- Zwiebel, J. (1996), *Dynamic capital structure under managerial entrenchment*, American Economic Review, 86, 1197-1215.

Anexos

Quadro 1

Perfil das empresas, por sectores de actividade

Nº de observações anuais	Nº de Empresas	Nº de observações totais
13	14	182
12	2	24
10	3	33
8	1	8
7	7	49
6	4	24
5	3	15
Total	34	335

Quadro 2

Política de dividendos 1990-2002

Ano	Dividend Payout
1990	37,38%
1991	33,21%
1992	45,13%
1993	37,13%
1994	60,23%
1995	52,88%
1996	33,60%
1997	36,06%
1998	51,62%
1999	44,92%
2000	44,00%
2001	38,40%
2002	28,91%

Quadro 3

Estatísticas descritivas

Variável	Obs.	Média	D. Padrão	Máximo	Mínimo
Dps _t	335	0.1250418	0.1526922	1.03	0
Eps _t	335	0.3144972	0.4107762	2.39	-0.371
Dps _{t-1}	335	0.1105045	0.1428851	1.03	0
Po _t	335	0.5413945	0.7291189	7.5	-5.333333