



DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS

MESTRADO EM GESTÃO DE EMPRESAS

UNIVERSIDADE AUTÓNOMA DE LISBOA

“LUÍS DE CAMÕES”

**DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE
DIVIDENDOS DAS PME NÃO COTADAS NO CONTEXTO
PORTUGUÊS**

Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Gestão de Empresas

Autor: Rafael Pereira Lopes

Orientadores: Professor Doutor Sérgio Leonel Pinto da Costa Pontes

Professor Doutor Bruno Henrique Prazeres de Melo e Maia

Número do candidato: 30001176

Dezembro de 2019

Lisboa

Agradecimentos

Quero começar por agradecer aos meus pais, à minha irmã e a minha avó, Lúcia, pelo apoio e confiança que depositaram em mim para a realização deste trabalho que exigiu muita determinação e dedicação.

Aos meus orientadores, Professor Doutor Sérgio Pontes e Professor Doutor Bruno Maia, um especial obrigado pela ajuda e pela disponibilidade.

Deixo uma merecida palavra de apreço ao Banco de Portugal pela disponibilização dos dados, fulcrais a este trabalho.

Ao Bruno pelo incentivo e motivação, e pelas jornadas de trabalho em que me acompanhou, um muito obrigado.

A todos os restantes que diretamente ou indiretamente contribuíram para que este projeto pudesse ser realizado. Obrigado!

“Self-belief and hard work will always earn you success.”

Virat Kohli

Resumo

O estudo da política de dividendos é um dos temas sobre os quais os investigadores mais se têm debruçado, desenvolvendo na área das finanças empresariais estudos empíricos e teorias que ainda hoje se destacam pela falta de consenso existente, sendo evidentes as lacunas na literatura sobretudo acerca das micro, pequenas e médias empresas sem títulos admitidos à cotação.

O principal objetivo desta dissertação é o de estudar os determinantes das políticas de distribuição de dividendos no contexto das PME em Portugal. O trabalho inclui uma revisão da literatura e uma abordagem empírica para que se tenha por base dados reais das empresas no período em estudo (2010-2017).

A metodologia adotada seguiu um modelo de regressão linear múltipla, de dados em painel através do *software* econométrico STATA 15.1. A amostra é constituída por um painel de dados balanceado e foi definida como variável dependente o pagamento de dividendos, tendo sido testadas as seguintes variáveis independentes: os dividendos do ano anterior, o endividamento, as oportunidades de investimento, a dimensão, a rendibilidade e a idade das empresas.

Os resultados sugerem a influência positiva do valor dos dividendos do ano anterior, da dimensão e da rendibilidade no montante de dividendos distribuídos pelas empresas, porém as variáveis endividamento, oportunidades de investimento e idade não seguem as linhas da literatura, pois não apresentam uma correlação estatisticamente significativa com a variável dependente.

Após algumas limitações, como a disponibilização restrita de dados que reduziu o número de hipóteses testadas, e também o facto de mais de metade das empresas da amostra não terem apresentado dados relativos à distribuição de resultados, foi possível concluir que os dividendos tendem a manter-se regulares, estando o pagamento de dividendos significativamente correlacionado com os resultados distribuídos no ano anterior, assim como com a rendibilidade e a dimensão das empresas.

Palavras-chave: Política de dividendos; PME; Regressão Linear Múltipla; Painel de Dados.

Abstract

The study of dividend policy is one of the subjects on which researchers have been most concerned, developing empirical studies and theories in the area of corporate finance that still stand out due to the lack of existing consensus, this is peculiarly evident in the literature regarding micro, small and medium-sized companies with no titles admitted on stock market.

The main objective of this dissertation is to study the determinants of dividend distribution policies in micro, small and medium-sized enterprises in Portugal. The work includes a literature review and an empirical application where real corporate data for the period under study (2010-2017) is considered.

The methodology adopted consists of a multiple linear regression model of panel data using the STATA 15.1 econometric software. The sample consists of balanced panel data where the dividend payment was defined as the dependent variable, and the following independent variables were tested: the previous year's dividends, debt, investment opportunities, size, profitability and the age of the companies.

The results suggest the positive influence of the previous year's dividend value, size, and profitability on the number of dividends distributed by companies. On the other hand, the results regarding debt, investment opportunities, and age are not in line with the literature, as they do not present a statistically significant correlation with the dependent variable.

After some limitations, such as the restricted availability of data that reduced the number of hypotheses tested and the fact that more than half of the sampled companies did not provide data on earnings distribution, it was concluded that dividends tend to remain regular, with dividend payments significantly correlated with earnings distributed in the previous year, as well as the profitability and size of companies.

Keywords: Dividend Policy; SMEs; Multiple Linear Regression; Panel Data.

Índice Geral

Agradecimentos.....	2
Resumo	3
Abstract.....	4
Índice Geral.....	5
Índice de Quadros.....	7
Índice de Tabelas.....	8
Índice de Figuras	9
Lista de Abreviaturas.....	10
Lista de Siglas	11
I. INTRODUÇÃO	12
I.1 Importância do tema.....	12
I.2 Fundamento teórico.....	14
I.3 Lacunas da investigação	14
I.4 Objetivo da investigação.....	17
I.5 Estrutura do trabalho	18
II. REVISÃO DA LITERATURA	20
II.1 PME.....	20
II.1.1 Definição e importância das PME.....	20
II.1.2 Características das PME	24
II.2 Teorias explicativas da política de dividendos.	26
II.2.1 Teoria da Relevância dos Dividendos	27
II.2.2 Teoria do Pássaro na Mão.....	29
II.2.3 Teoria da Irrelevância dos Dividendos.....	29
II.2.4 Teoria da Sinalização	31
II.2.5 Teoria do Catering.....	33
II.2.6 Teoria Residual dos Dividendos	34
II.2.7 Teoria <i>Pecking Order</i>	35
II.2.8 Efeito Clientela	36
II.2.9 Teoria dos Custos de Agência.....	38
III. METODOLOGIA.....	42
III.1. Introdução	42

III.2. Formulação das hipóteses do estudo	42
III.2.1 Dividendos do ano anterior	42
III.2.2 Endividamento.....	43
III.2.3 Oportunidades de investimento	44
III.2.4 Dimensão.....	45
III.2.5 Rendibilidade.....	45
III.2.6 Idade.....	46
III.3 Definição das variáveis	48
III.4 Caracterização da amostra.....	50
III.5 Método de estimação	51
IV. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	53
IV.1 Estatísticas descritivas.....	53
IV.2 Correlação entre as variáveis explicativas	56
IV.3 Resultados da regressão linear múltipla.....	57
V. CONCLUSÕES	63
V.1 Considerações finais.....	63
V.2 Limitações ao estudo	68
V.3 Linhas de investigação futura	69
VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	70
VII. APÊNDICES	78
VIII. ANEXOS.....	80

Índice de Quadros

Quadro 1 – Sistematização dos trabalhos empíricos analisados	16
Quadro 2 – Definição oficial de pequenas e médias empresas	22
Quadro 3 – Categorização das empresas de acordo com o novo normativo contabilístico.....	22
Quadro 4 – Principais teorias sobre dividendos	40
Quadro 5 – Síntese das variáveis em estudo	47
Quadro 6 – Notação das variáveis a utilizar no modelo econométrico	47
Quadro 7 – Operacionalização das variáveis independentes	49
Quadro 8 – Testes das hipóteses formuladas	65
Quadro 9 – Contributo dos resultados da regressão obtida	67

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Representação das PME portuguesas e europeias.....	23
Tabela 2 – Principais indicadores por dimensão da empresa em Portugal (2017).....	24
Tabela 3 – Tabela síntese das características das PME	25
Tabela 4 – Estatísticas descritivas das variáveis em estudo	53
Tabela 5 – Matriz de correlação entre variáveis	56
Tabela 6 – Resultados da regressão linear múltipla	58
Tabela 7 – Resultados da regressão linear múltipla (micro empresas)	60
Tabela 8 – Resultados da regressão linear múltipla (pequenas empresas)	61
Tabela 9 – Resultados da regressão linear múltipla (médias empresas).....	61

Índice de Figuras

Figura 1 – Relação das variáveis do estudo	18
Figura 2 – Evolução do pagamento médio de dividendos no período de 2010 a 2017	55
Figura 3 – Resultados do estudo empírico realizado.....	64

Lista de Abreviaturas

AFT – Ativos fixos tangíveis

AI – Ativos intangíveis

DF – Demonstrações financeiras

IF – Investimentos financeiros

MM – Miller e Modigliani

MMQO – Método dos mínimos quadrados ordinários

MRLM – Modelo de regressão linear múltipla

RLM – Regressão linear múltipla

VN – Volume de negócios

Lista de Siglas

BdP – Banco de Portugal

CE – Comissão Europeia

INE – Instituto Nacional de Estatística

OLS – *Ordinary Least Squares*

PME – Pequenas e Médias Empresas

UE – União Europeia

VAL – Valor Atual Líquido

ROA – *Return On Assets*

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

I. INTRODUÇÃO

I.1 Importância do tema

Entre os diferentes tipos de decisões financeiras tomadas em contexto empresarial, a decisão relativa ao dividendo periódico a distribuir aos proprietários tem sido um dos temas mais debatidos, sendo objeto de modelagem teórica e empírica ao longo das últimas 6 décadas, onde foram testados vários modelos com vista a esclarecer a sua importância e consequências para as empresas e para o investidor, e na sua maioria apresentam resultados contraditórios para que se possa explicar o fenómeno dos dividendos (Watts, 1973; Miller e Scholes, 1982; DeAngelo *et al* 2006; Miller e Modigliani, 1961; Lintner, 1956; Gordon, 1959), ficando assim por se conhecer perfeitamente como as empresas definem a sua política de dividendos. Esta problemática gerou grande controvérsia logo após a investigação de Miller e Modigliani (1961), que defende a teoria da irrelevância dos dividendos, alegando que a rendibilidade e o valor das ações das empresas não se altera pelo pagamento de dividendos aos acionistas, contrastando com a outra linha de pensamento, sobre a política de dividendos, existente na literatura onde aparecem Lintner (1956) e Gordon (1959) a defender que os dividendos passados e os lucros correntes da empresa influenciam a política de dividendos e o valor da empresa.

Segundo Rozeff (1982) uma elevada distribuição de dividendos favorece a redução dos conflitos de agência entre os gestores e os investidores e considera que os dividendos não seguem uma distribuição aleatória entre as empresas.

De acordo com Anil e Kapoor (2008) as várias investigações, com conclusões contrárias, relativas aos fatores que determinam e alteram o pagamento de dividendos, indicam-nos um consenso de que não existe apenas uma explicação para as políticas de pagamento dos dividendos e daí Black (1976) sugerir a existência de um “*dividend puzzle*” e que quanto mais esse *puzzle* for analisado menos as peças se encaixam.

Os investidores consideram o pagamento de dividendos como um diferencial para as empresas pois eles optam por aquelas que lhe pareçam mais rentáveis (Brealey *et al* 2008), sendo que o conteúdo informacional dos dividendos é importante para o efeito (Fonteles *et al* 2012). Segundo Hahn *et al* (2010) quando uma empresa paga dividendos, esta pode estar a

sinalizar que tem vindo a ter bons resultados valorizando e aumentando assim o valor da empresa.

A política de dividendos pode ser entendida como a decisão que a empresa toma entre reter o lucro líquido e reinvesti-lo ou distribuí-lo aos acionistas, sendo que o *payout ratio* mostra quanto foi distribuído em forma de dividendos, correspondendo à razão entre os dividendos distribuídos e o lucro líquido (Neto e Lima, 2010).

As pesquisas que correlacionam diversos fatores com as distintas políticas de dividendos, enquadradas num contexto de mercado imperfeito, apresentam resultados divergentes (Hahn *et al* 2010, Fonteles *et al* 2012), fatores estes como a rentabilidade, o endividamento, a dispersão de capital, o tamanho da empresa e o setor económico (Al-Najjar, 2009) que podem explicar a propensão de uma empresa pagar ou não dividendos. Os trabalhos encontrados que tratam de correlacionar estes fatores são feitos em duas vertentes: uma delas é usar modelos econométricos dos dados apresentados pelas empresas (Fama e French, 2001, Aivazian e Booth, 2003) e a outra é feita através da investigação direta, por meio de questionários e entrevistas junto dos gestores (Lintner 1956, Décourt 2009) e as conclusões em ambas as vertentes são divergentes e variam com o período, a região e os fatores em análise.

As divergências existentes nos trabalhos desenvolvidos e testados empiricamente durante estas últimas décadas, que se baseiam nos mercados financeiros norte-americanos, brasileiros e espanhóis, podem ser explicadas pela utilização de diferentes métodos estatísticos e a exclusão de variáveis significantes para o estudo, não sendo assim viável a comparação entre os resultados apresentados pelos diversos autores (Al-Najjar, 2009). Contudo, o mercado de capitais português tem merecido pouca atenção por parte dos investigadores nesses estudos empíricos (Ribeiro, 2010).

Sendo um tema com crescente relevância na literatura financeira, a política de dividendos vem de encontro ao benefício de um conjunto de *stakeholders*: para os investidores, pois estes procuram uma fonte estável de rendimentos; para os credores, visto que os dividendos podem pôr em questão os reembolsos que esperam receber; para os analistas, que a utilizam como ferramenta de avaliação; para os gestores, dado que ficam perante um *trade-off* entre financiar o crescimento da empresa e distribuir dinheiro aos acionistas.

I.2 Fundamento teórico

Os registos encontrados acerca da investigação sobre o impacto da política de dividendos remontam ao ano 1938, onde foi estabelecida uma relação entre os dividendos e o valor da empresa, por John Burr Williams (1938), mas só mais tarde nas décadas de 1950 e 1960 o tema começou a ganhar relevância depois de Modigliani e Miller (1961) refutarem os estudos conservadores de Lintner (1956) e Gordon (1959) e afirmarem como irrelevante a política de dividendos, seguida pelas empresas. Sendo que desde o aparecimento do estudo, apresentado por MM (1961), não houve até hoje consenso sobre qual a política adequada a utilizar nem sobre a sua importância no valor da empresa.

A política de dividendos é retratada pela tomada de decisão no que se refere à fração do resultado líquido a ser retida na empresa e a ser distribuída aos acionistas, e quando se discute a informação que os dividendos podem apresentar, temos contraposições por parte dos estudos realizados, começando por referir um dos primeiros que foi feito neste contexto, por MM (1961), onde se apresenta a Teoria da Irrelevância da política de dividendos para o preço das ações e que, por oposição, em anos seguintes Gordon (1963) e Lintner (1962) relataram uma base teórica positiva em relação à política de dividendos. E ainda neste contexto, e por oposição aos referidos, Brennan (1970) apresenta uma teoria que sustenta a influência negativa dos dividendos no valor da empresa. Ao longo desses anos, através de várias investigações, na procura de uma solução para este painel contrastante de resultados e na tentativa de compreensão e explicação foram surgindo várias teorias, como a Teoria da Relevância dos dividendos, a da Irrelevância dos dividendos, a da Sinalização, o efeito Clientela, a Teoria do Catering, dentre outras. Contudo não vão todas de encontro a uma posição unânime, é como um puzzle (Black, 1976), tendo ficado assim em aberto este tema para novas investigações.

I.3 Lacunas da investigação

Conforme decorre do ponto anterior, os trabalhos empíricos, no contexto da distribuição de dividendos, revistos apresentam resultados e conclusões divergentes e não consensuais. Estes foram realizados na sua maioria nos Estados Unidos da América e seguindo uma amostra de empresas cotadas. Neste seguimento, observa-se uma clara lacuna da investigação quanto às políticas de dividendos para empresas de menor dimensão e não cotadas em bolsa. As PME

representam quase o total de sociedades não financeiras em Portugal, segundo o Instituto Nacional de Estatística, no ano de 2017, estas representavam 99,9% das empresas portuguesas, ou seja 1.259.234 de empresas de um universo de 1.260.436 de empresas, produzindo mais de 55% do volume de negócios e empregando uma grande parte da população ativa, cerca de 60% (INE, 2019).

O trabalho realizado no contexto português surge dado o facto de não existirem até hoje investigações nas PME não cotadas em Portugal, sendo que os fatores que determinam as políticas de dividendos são ainda uma incógnita. Segue-se um quadro que sistematiza as lacunas da investigação.

Quadro 1 – Sistematização dos trabalhos empíricos analisados

Autor / Ano	Objeto de estudo	País	Amostra*
Lintner (1956)	Empresas cotadas	Estados Unidos	-
Gordon (1956)	Empresas cotadas	Estados Unidos	-
MM (1961)	Empresas cotadas	Estados Unidos	-
Fama e Babiak (1968)	Empresas cotadas	Estados Unidos	392
Wats (1973)	Empresas cotadas	Estados Unidos	
Fama (1974)	Empresas cotadas	Estados Unidos	298
Miller e Scholes (1982)	Empresas cotadas	Estados Unidos	-
Baker e Powell (1999)	Empresas cotadas	Estados Unidos	
Fernandez (1988)	Empresas cotadas	Espanha	98
Niekel (1994)	Empresas cotadas	Espanha	79
Fumás e Bagüés (1995)	Empresas cotadas	Espanha	73
Requejo (1996)	Empresas cotadas	Espanha	165
La porta <i>et al</i> (2000)	Empresas cotadas / não cotadas	Estados Unidos	-
Baker e Wurgler (2004)	Empresas cotadas	Estados Unidos	5583
Guzmán (2004)	Empresas cotadas	Espanha	2004
DeAngelo <i>et al.</i> (2006)	Empresas cotadas	Estados Unidos	-
Vera (2007)	Empresas cotadas	Espanha	65
Ribeiro (2010)	Empresas cotadas	Portugal	38
Salsa (2010)	Empresas cotadas / não cotadas	6 países da UE	517
Couto e Ferreira (2010)	Empresas cotadas	Portugal	-
Corso <i>et al</i> (2010)	Empresas cotadas	Brasil	-
Almeida <i>et al</i> (2015)	Empresas cotadas	Portugal	-
Júnior e Ponte (2015)	Empresas cotadas	Brasil	47

Fonte: elaboração própria

*A amostra considera o número de empresas que foram utilizadas no estudo.

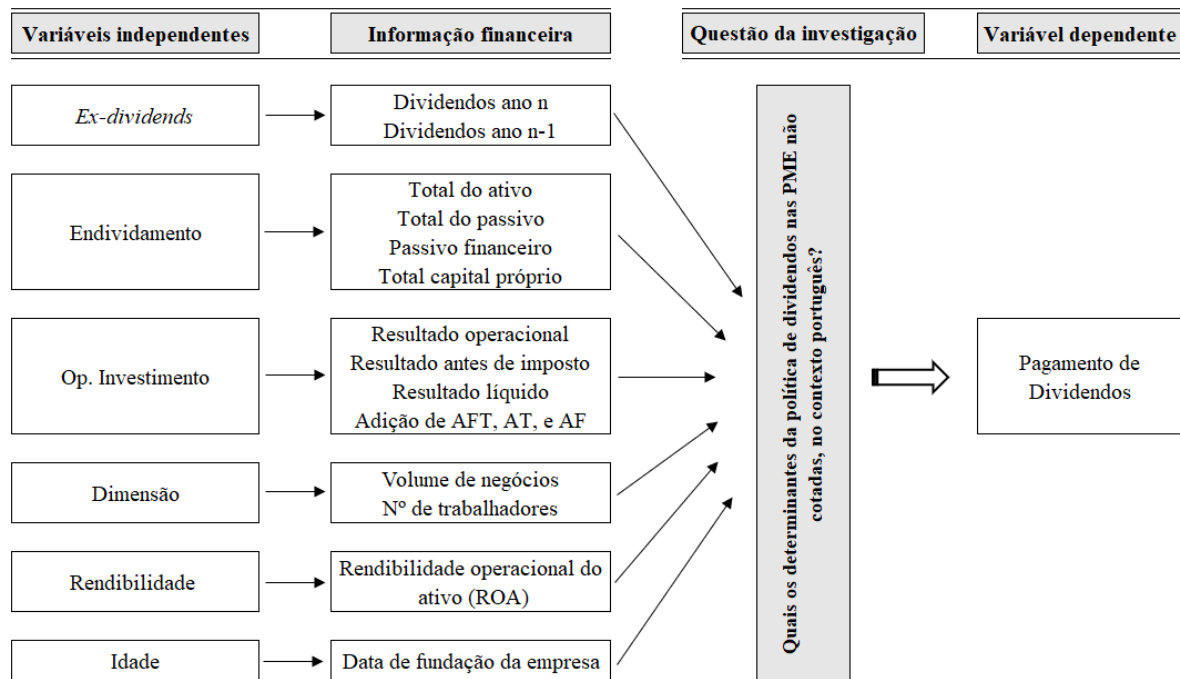
Como podemos observar no Quadro 1, as empresas cotadas são o alvo de investigação em quase todos os casos, assim como o facto de que grande parte da literatura existente, no ramo das finanças empresariais, referente à política de dividendos, ser relativa às empresas dos Estados Unidos da América, ainda que se tenha vindo a expandir para outros mercados.

I.4 Objetivo da investigação

Com o propósito de contribuir para colmatar as lacunas identificadas na literatura existente sobre este tema, procura-se obter evidências empíricas acerca dos fatores que determinam a política de dividendos nas pequenas e médias empresas não cotadas, no contexto português. Pretendem-se estudar fatores tais como: dividendos do ano anterior, rendibilidade, oportunidades de investimento, dimensão, endividamento e a idade da empresa. Esperando-se assim contribuir com este trabalho no fornecimento de evidências empíricas, alargando os conhecimentos existentes acerca da política de dividendos nas pequenas e médias empresas não cotadas em Portugal e oferecer um suporte para possíveis pesquisas futuras.

A Figura 1 abaixo apresentada conceptualiza os objetivos do estudo, que tem como variáveis independentes as características das PME, que se correlacionam com os dividendos e variável dependente a resposta à questão da investigação: quais os determinantes da política de distribuição de dividendos nas PME, no contexto português?

Figura 1 – Relação das variáveis do estudo



I.5 Estrutura do trabalho

O trabalho aqui apresentado está estruturado em 5 capítulos. No primeiro é elencada a importância do tema escolhido nesta investigação e apresentado um enquadramento geral baseado na literatura existente, acerca da política de dividendos, assim como a relação dos designados fatores com a questão central deste estudo.

No segundo capítulo, começamos por mostrar a importância das PME, não só na Europa, mas mais concretamente no contexto português, enunciando também algumas das características das mesmas. Sendo este o capítulo da revisão da literatura, iremos rever as teorias mais relevantes da política de dividendos das empresas, no âmbito das finanças empresariais.

No capítulo seguinte, é apresentada a metodologia seguida na presente investigação e expostas as hipóteses de estudo, que relacionam as variáveis independentes com a variável dependente definida. São também neste capítulo definidas as variáveis na forma como serão calculadas, e, por conseguinte, é apresentada a caracterização da amostra e o modelo econométrico seguido, englobando aqui também a equação da regressão utilizada.

Após a obtenção dos resultados da investigação, segue-se o capítulo da apresentação e análise destes resultados com a apresentação da respetiva correlação, entre as variáveis independentes e a variável dependente, assim como uma análise periférica às variáveis.

Por fim e para concluir o presente trabalho teórico-empírico, são apresentadas as considerações finais, as limitações encontradas à realização do mesmo e as linhas de investigação futura.

II. REVISÃO DA LITERATURA

Esta capítulo inicia com o enquadramento e caracterização das PME, no contexto europeu e português, e uma revisão da literatura das teorias mais relevantes acerca da distribuição de dividendos.

Desempenhando as PME um papel central na economia portuguesa, europeia e mundial, foi necessário começar por realçar a sua relevância e enquadramento no estudo em causa, sendo estas caracterizadas de acordo com os dados disponíveis mais recentes.

A questão da política de dividendos é relevante por várias razões, quer ao nível da empresa ou do mercado (Imran, 2011). Relativamente ao primeiro a distribuição de dividendos representa-se como uma forma de transferir riqueza para os investidores, sendo também assim uma forma de os acionistas monitorizarem a atividade dos gestores, relativamente ao segundo, uma empresa pode usar a política de dividendos como um veículo de transmissão de informação para o mercado, evidenciando assim a sua estabilidade bem como as suas oportunidades de crescimento.

II.1 PME

II.1.1 Definição e importância das PME

Empresas são entidades jurídicas correspondentes a uma unidade organizacional na qual empresários e trabalhadores produzem e vendem bens ou serviços, onde usufruem de uma certa autonomia de decisão no que toca a afetação dos seus recursos (PorData, 2019). O papel que as PME representam é crucial na Europa, em particular na sociedade portuguesa, pois são o motor para o funcionamento das comunidades tanto locais como regionais e são a maior fonte de oportunidades de emprego.

Os dados mais recentes de acordo com os indicadores do Eurostat (2019) mostram que as PME na economia europeia contribuem para os mais de 99% de todas as empresas e representam cerca de 67% dos empregadores do setor privado. Sem dúvida que as microempresas são os verdadeiros gigantes da economia global e Portugal não constitui uma

exceção à regra, pois nas PME portuguesas são as micro que constituem 96,2% das empresas. Por outro lado, sabemos a grande dificuldade que as PME têm no início do ciclo de vida e que apenas uma porção delas sobrevive por longos períodos de tempo devido à grande competição no mercado. Nesse sentido é necessário contribuir para o conhecimento dos fatores importantes das PME, para o seu crescimento e sucesso, porque a sua existência é um grande contributo para o desenvolvimento e crescimento da inovação de um país.

Relativamente a União Europeia e de acordo com o relatório anual das PME (Comissão Europeia, 2018), estavam registadas, em 2017, mais de 24 milhões de empresas e apenas 0.2% na categoria de grandes empresas sendo que as PME representam 99,8% das empresas, das quais 93% são microempresas que integram menos de 10 pessoas ao serviço, e estas geram dois em cada três dos empregos no setor privado. São responsáveis por gerar mais de metade do volume de negócios criado pelas empresas na UE e empregam mais de 94 milhões de pessoas, representando cerca de 67% do emprego total no setor não financeiro da UE firmando-se como o núcleo da economia europeia (CE, 2018). Em 2018, Portugal apresentava uma população de 10.276.617 (INE, 2019), havendo 1.242.693 empresas não financeiras em atividade, sendo 99,9% classificadas como PME (PorData, 2019). Estas empregam 78% dos indivíduos e o valor acrescentado é de 68,6%, pois o volume de negócios do setor não financeiro gerado é de 56,7%, de acordo com os dados mais recentes (CE, 2018).

As PME compreendem três diferentes categorias de empresas, nomeadamente as microempresas, pequenas empresas e médias empresas (Quadro 2). A definição oficial de PME é dada pela Recomendação da Comissão 2003/361/CE, de 6 de maio, e esta agrega três categorizações diferentes em função da dimensão (nº de colaboradores, volume de negócios e o total do balanço) com as devidas limitações definidas pela legislação portuguesa no Decreto-Lei nº 372/20117 de 6 de novembro (CE, 2015), como está representado no Quadro 2.

Quadro 2 – Definição oficial de pequenas e médias empresas

Dimensão	Nº de funcionários	Volume de Negócios ou Balanço Total
PME	<250	<= 50 Milhões de euros (VN) ou <= 43 Milhões de euros (BT)
Micro	<10	<= 2 Milhões de euros
Pequena	<50	<= 10 Milhões de euros
Média	As PME que não forem nem micro nem pequenas empresas	

Fonte: Adaptado do Jornal Oficial da União Europeia (2003/361/CE)

Contudo esta classificação não é utilizada pela CE para efeitos de relato financeiro, e nesse sentido o Quadro 3, a seguir exposto, mostra a classificação para efeitos de relato financeiro, que sofreu alterações a 1 de janeiro de 2016 através da Diretiva 2013/34/EU. Sendo esta a classificação seguida para tratar os dados financeiros deste estudo.

Quadro 3 – Categorização das empresas de acordo com o novo normativo contabilístico

Categorias de entidades (desde que não ultrapassem dois dos três limites)		Até 31dez2015	A partir de 1jan2016
Microentidades	Total balanço	500.000 €	350.000 €
	Volume negócios líquido	500.000 €	700.000 €
	Nº médio empregados	5	10
Pequenas Entidades	Total balanço	1.500.000 €	4.000.000 €
	Total vendas líquidas e outros rendimentos	3.000.000 €	
	Volume negócios líquido		8.000.000 €
	Nº médio empregados	50	50
Médias Entidades	Total balanço		20.000.000 €
	Volume negócios líquido		40.000.000 €
	Nº médio empregados		250
Grandes Entidades	Total balanço		Ultrapassem dois dos três limites das médias entidades
	Volume negócios líquido		
	Nº médio empregados		

Fonte: Comissão de Normalização Contabilística - CNC (2016).

Num estudo levado a cabo pela Comissão Europeia, publicado em 2012, foi demonstrado que, em termos globais, o crescimento de emprego para as PME (1% ao ano) foi superior ao crescimento nas grandes empresas, que apresentam uma percentagem de 0.5% ao ano. Foi também concluído que entre o ano de 2002 e 2010 foram as PME as responsáveis pela criação de 85% nos novos empregos na UE, sendo uma média de 1.1 milhões de novos empregos por ano. Dadas as conclusões da CE podemos notar a grande relevância e contributo que as PME apresentam para a criação de emprego.

Tabela 1 – Representação das PME portuguesas e europeias

	Empresas		Emprego		Valor acrescentado	
	Portugal	U.E.	Portugal	U.E.	Portugal	U.E.
Micro	96,2%	92,8%	40,8%	29,8%	24,2%	20,9%
Pequena	3,2%	6%	20,9%	20%	22,1%	17,8%
Média	0,5%	1%	16,4%	16,7%	22,3%	18,2%
Total PME	99,9%	99,8%	78%	66,6%	68,6%	56,8%
Grande	0,1%	0,2%	22%	33,4%	31,4%	43,2%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Adaptado de Eurostat (2017)

As PME em Portugal, em 2017, contribuíram para 78% do emprego no setor não financeiro, assim estas são relevantes não só devido a sua produção agregada, cujo volume de negócios é superior a 50% volume de negócios do total das empresas, mas também devido ao seu papel social e de criação de emprego.

Segue-se uma tabela que mostra como é evidente a representatividade das micro empresas no tecido empresarial português, tal como é igualmente expressivo o número de pessoas que empregam e nesse sentido afirmando-se estas como o motor da empregabilidade.

Tabela 2 – Principais indicadores por dimensão da empresa em Portugal (2017)

	Empresas (nº)	Pessoal ao serviço (nº)	Volume de negócios (10⁶ Euros)
PME	1.259.234	3.114.405	225.485,5
Micro	1.212.059	1.785.234	71.099,9
Pequenas	40.547	744.038	73.423,0
Médias	6.628	585.038	80.962,5
Grandes	1.202	871.074	172.208,7
Total	1.260.436	3.985.479	397.694,2

Fonte: Adaptado de INE (2019)

De acordo com a Tabela 2, podemos verificar a elevada relevância das PME na economia portuguesa, com um volume de negócios e um número de pessoas ao serviço significativamente maiores face às consideradas grandes empresas. É notável o grande contributo das micro empresas para a empregabilidade em Portugal, contando estas com cerca de 45% do total de pessoas ao serviço, evidenciando-se assim como o grande motor da economia.

II.1.2 Características das PME

As PME, nas quais também estão inseridas as micro empresas, são, na sua maioria, empresas geridas pelos próprios proprietários que as criaram com o objetivo de obter um certo estatuto e importância na sociedade onde se encontram, e que afastam pessoas estranhas desempenharem as suas funções, tanto de chefia como de gestão (Neag *et al* 2009; Bunea e Petre, 2012).

Nas PME, em geral, são poucos os funcionários a operar como podemos ver no facto de mais de 96,2% empresas, do tecido empresarial português, serem microempresas e estas englobarem até 10 funcionários a trabalhar (PorData, 2019). Contudo o tamanho que as PME apresentam permite-lhes ser flexíveis e adaptarem-se com mais facilidade e rapidez às mudanças do mercado ou situações que possam surgir e também contornar as exigências dos consumidores e parceiros de negócios, implementando uma solução na sua atividade (Iacob e Buse, 2010).

As demonstrações financeiras destinam-se a diferentes utilizadores quando falamos de empresas cotadas e PME não cotadas. No caso das cotadas, havendo um mercado regulamentado onde as ações são negociadas e estas procuram o financiamento através das suas ações (Neag *et al* 2009), o grupo de utilizadores é vasto e ilimitado, mas incide mais concretamente nos *investment advisers* e nos atuais e potenciais investidores, já no caso das PME os principais utilizadores são as entidades fiscais, os bancos e os próprios proprietários/gestores (Bunea e Petre, 2012; Albu e Pălărie, 2016).

Tabela 3 – Tabela síntese das características das PME

Características	Causa/efeito
Opacidade da informação com DF deficitárias	-Principais utilizadores das DF: Bancos; Próprios Gestores/Proprietários; Entidades Fiscais
Comunicação bilateral	-Só é retida cerca de 50% da informação -Necessários colaboradores com novas competências, nomeadamente digitais e linguísticas
Baixa dimensão	-Geralmente não recorrem ao mercado de capitais
Identidade entre proprietários e gestores	-Necessidade de relato financeiro diferenciado
Administração pouco especializada	-Pertencem normalmente a 1 indivíduo, a grupos familiares ou a pequenas sociedades comerciais
Relação socio-empresa conflituosa	-Aumenta o custo da dívida
Infraestrutura ou tecnologia desatualizada	-Impacto negativo na transmissão da informação e na flexibilidade
Empresas no geral mais jovens	-Baixa credibilidade no mercado
Fraca motivação e formação aos colaboradores	-Baixa qualidade dos produtos/serviços da empresa -Impacto negativo nas vendas e nos resultados (perspetiva financeira)
Complexidade dos negócios	-Recursos limitados e conhecimentos especializados insuficientes para poderem obedecer a regras e regulamentações frequentemente complexas
Visão a curto prazo	-Dívida de curto prazo usada como um mecanismo de seleção pelos credores

Fonte: Elaboração própria

Os estudos de Veneziani *et al* (2008) revelam que alguns dos utilizadores da informação financeira das PME estabelecem relações especiais com as mesmas exigindo assim documentos complementares de acordo com o tipo de relação, já os bancos, que em Portugal são a principal fonte de financiamento (Rodrigues e Guerreiro, 2004), dispõem de acesso privado aos gestores das empresas e exigem menos relatórios financeiros.

Embora existam vários estudos sobre as PME, ora sobre a perspetiva das empresas cotadas, ora estudos empíricos num contexto europeu ou global, não encontramos evidência de uma investigação feita a nível das micro, pequenas e médias empresas não cotadas no contexto português.

II.2 Teorias explicativas da política de dividendos.

Sendo este tema da política de dividendos um dos mais controversos no mundo das finanças empresariais e ainda em contínua investigação, devemos então estudá-lo de acordo com as diretrizes e teorias até hoje apresentadas. Tendo esta discussão sobre a política de dividendos sido iniciada em 1938 por John Burr Williams, que relacionou o valor da empresa e os dividendos, só mais tarde por volta de 1960 é que se deu um *boom* na investigação e realização de trabalhos teóricos e empíricos que ainda hoje servem de referência, pela sua relevância, aos estudos feitos com empresas. As teorias que foram formuladas ao longo do tempo são hoje um pilar para entender o que determina as políticas de dividendos das empresas. De seguida apresentam-se aquelas que são de relevância para o presente estudo pela sua relação direta com as consequências das políticas adotadas.

Perante várias pesquisas que existem na área das finanças empresariais acerca das políticas de dividendos, uma delas sustenta a Teoria da Irrelevância da política de dividendos (MM, 1961), outras apontam para a relevância positiva que os dividendos apresentam (Gordon, 1963; Lintner, 1962), e existe também quem suporte a ideia de que os dividendos são negativamente relevantes (Brennan, 1970). Estas controvérsias são difíceis de ajustar devido a complexidade dos fatores admitidos no processo de avaliação da importância dos dividendos nas empresas e, principalmente, nas decisões de financiamento. Existem duas questões gerais na área da política de dividendos: a primeira centra-se nos determinantes do *payout ratio* da empresa e a segunda é referente à mudança intemporal dos dividendos.

Os gestores não irão ajustar os dividendos ao máximo a menos de que eles estejam confiantes que um nível mais elevado de dividendos possa ser mantido. Além de que, parece existir uma resistência por parte da empresa em reduzir o montante dos seus dividendos, assim, a mudança no nível de dividendos será lenta e gradual. Por outro lado, (MM, 1961; Prais, 1959 e Solomon, 1963) afirmaram que uma mudança nos dividendos é em resposta a uma mudança nas expectativas da gestão nos resultados a longo prazo. Especialmente se a empresa aumentou o nível de dividendos, isto deve ser interpretado como evidência tangível da grande capacidade das empresas em gerar dinheiro através de lucros futuros. Além disso, se os lucros caírem e a empresa não cortar os dividendos, espera-se que seja transmitido aos investidores que o declínio dos resultados é só temporário e que o futuro da empresa é melhor do que aquilo que a caída nos resultados sugere.

Long (1978), Poterba (1986) e Bailey (1988) estudaram empresas com duas classes de distribuição, uma classe que paga dividendos em ações e outra que paga dividendos em dinheiro, e as conclusões foram variadas. Long (1978) encontrou evidências que suportam a preferência do investidor por dividendos em dinheiro em vez de ganhos de capital, enquanto Poterba (1986) e Bailey (1988) não encontraram evidência da preferência por dividendos em dinheiro.

As teorias a seguir apresentadas são frequentemente utilizadas nas investigações tanto teóricas como empíricas. Os autores, como (Lintner, 1956; MM, 1961; Gordon, 1959; Watts, 1973; Easterbrook, 1984) são a referência no estudo relativo a este tema, que tem ainda continuidade, dados os resultados divergentes dos trabalhos elaborados até aos dias de hoje.

II.2.1 Teoria da Relevância dos Dividendos

A questão da importância da política de dividendos para a valorização da empresa começou a ter ênfase a partir da década de 1950, com os estudos de Lintner (1956) seguidos pelos de Gordon e Shapiro (1956), Gordon (1959;1963), Lintner (1962) e Watts (1973). A discussão deste tema nos estudos dos autores é realizada num contexto de incertezas onde o mercado apresenta imperfeições e neste sentido os investidores preferem as empresas que fazem a distribuição de dividendos, opção que ficou conhecida como a teoria do pássaro na mão ou “*bird in the hand*” de Gordon (1959). O estudo realizado por Lintner (1956) é, até aos dias

atuais, um marco da teoria da Relevância dos Dividendos, e este foi feito através de entrevistas aos gestores para a avaliação da política de dividendos. Dos resultados, foram constadas 4 conclusões: a) os gestores resistem em alterar a política de dividendos devido às reações dos investidores e quando o fazem é com certeza de que será mantida; b) de acordo com a resistência em alterar a política de dividendos quando esta ocorre, não é nas mesmas proporções da variação dos lucros; c) os gestores valorizam mais o pagamento monetário, historicamente constante, do que a extensão do índice de pagamento dos dividendos; d) a política de dividendos relaciona-se com o ciclo de vida das empresas, pagando mais dividendos as empresas mais maduras e já afirmadas no mercado do que as empresas mais vigentes e ainda em expansão.

No mundo real, com imperfeições de mercado como taxas e custos de transação, e outras questões como a assimetria de informação e problemas de agência, a política de dividendos é ao que parece muito relevante, tanto para acionistas, investidores, analistas de mercado e gestores das empresas. Não só os gestores demonstram precaução na sua decisão de *payout*, especialmente na sua alteração, mas também as reações de mercado às mudanças de dividendos são evidentes, tanto como à sua iniciação e exclusão, como verificado por Aharony e Swary (1980) e Michaely *et al* (1995).

E ainda nesse contexto, Gordon (1959) assume que um aumento no valor de dividendos distribuídos pode vir associado a um incremento do valor da empresa, e vice-versa, dado que o aumento na distribuição dos dividendos diminui a incerteza sobre o fluxo de caixa futuro e por sua vez um alto *payout ratio* reduziria o custo de capital e, portanto, elevar o valor das ações.

Autores como Lintner (1956) e Gordon (1959) defendem a teoria da Relevância dos Dividendos que suporta a relação entre o valor das ações da empresa e a distribuição dos dividendos. O *dividend payout* relativo ao exercício económico do ano anterior e o resultado gerado no exercício económico do próprio ano são os fatores geradores dos dividendos.

Esta teoria afirma que o valor que a empresa tem no mercado está intrínseco nos dividendos, e que estes diminuem o risco e a incerteza para os investidores pois estes estimam o retorno dos seus investimentos e escolhem, ao invés de futuros ganhos em capital, receber os dividendos. Autores como DeAngelo e DeAngelo (1990) e Kane *et al* (1984) cujas conclusões vão de encontro às conclusões obtidas por Lintner (1956) que foi o pioneiro a realizar um trabalho nesta área, tendo feito vinte e oito entrevistas a gestores de empresas norte-americanas

acerca da decisão de distribuir ou não dividendos e observou que a política de distribuição de dividendos baseava-se nos *payouts* e essa distribuição conduzia as decisões de investimento nas empresas, pois mesmo em períodos de escassez, as empresas recorriam a capitais alheios ao invés de reduzir essa distribuição, conclusões essas que têm o resultado líquido e o *dividend payout* como determinantes da política de dividendos.

II.2.2 Teoria do Pássaro na Mão

Desde o início, no decorrer dos anos 1950, onde começaram a surgir as primeiras interrogações acerca da política de dividendos, Gordon e Shapiro (1956) apresentaram a teoria “*bird-in-the-hand*” ou “pássaro-na-mão”, onde abordam a hipótese de que num ambiente de assimetria de informação, num mundo empresarial com riscos inerentes, os dividendos quando em comparação com os lucros podem ser interpretados e vistos de forma diferente.

Os autores apoiam o facto de que os dividendos provocam uma relação contrária entre o valor da empresa e o risco, pois como os dividendos podem elevar o valor da empresa isto sugere uma diminuição do risco entendido por parte dos investidores. Uma vez que estes são avessos ao risco e considerando que são investidores racionais, eles preferem o “pássaro-na-mão” que se trata dos dividendos, ao contrário de “dois a voar” no que se refere aos ganhos através de capital.

O comportamento desta teoria tem um efeito convergente para o mesmo modo de valorização do preço das ações, que é referido na Teoria da Sinalização. Pois em ambas as teorias, se verifica que a distribuição de dividendos é importante e está relacionada de forma positiva com o preço das ações de uma empresa e inversamente proporcional ao custo de capital.

II.2.3 Teoria da Irrelevância dos Dividendos

O trabalho de Miller e Modigliani (1961) veio contrapor a Teoria da Relevância dos dividendos, e a Teoria do Pássaro na Mão, criticando esta particularidade pelo facto do risco da empresa ser determinado pelos fluxos de caixa operacionais e não pela via da distribuição do lucro, propondo também que não eram os dividendos que afetavam o risco da empresa mas sim o contrário. Para MM (1961), o valor que uma empresa tinha dependia exclusivamente das

oportunidades de investimento, ou seja, esse valor seria definido pela capacidade de a empresa gerar lucro e pelas decisões de investimento, não sendo este afetado pelo pagamento de dividendos ou pela forma como a política de dividendos é determinada pois os investidores avaliavam as empresas pelo valor futuro das mesmas.

Após a publicação dos trabalhos de MM (1961), onde os autores afirmaram a irrelevância dos dividendos em mercados de capitais perfeitos, surgiram uma série de teorias constatando a relevância dos dividendos. Segundo os autores MM (1961) as premissas de um mercado de capitais perfeitos são o facto de não existir diferenças entre os impostos sobre os dividendos e sobre os ganhos de capital, não existirem custos derivados de transações quando os títulos são negociados, de todos os participantes do mercado terem acesso livre e igual a mesma informação, a ausência de conflitos de interesses entre gestores e acionistas (problemas de agência) e que todos os participantes no mercado serem *price takers*.

Ao contrário de MM (1961) que admitem a distribuição total dos resultados, pondo de parte a possibilidade da empresa reter uma parte e distribuir outra, sendo assim determinado um ponto ótimo de distribuição, o trabalho de DeAngelo e DeAngelo (2006) afirma não só que a política de dividendos é irrelevante mas também que não é só a política de investimento que dita o valor da empresa, pois eles argumentam que, para um valor atual líquido (VAL) dos investimentos fixo, se a distribuição dos resultados for abaixo dos seus *free cash-flows* o valor da empresa pode ser reduzido, assim as duas políticas assumem um papel de igual importância.

DeAngelo *et al* (2006) notam que: “*Dividends tend to be paid by mature established firms, plausibly reflecting a financial lifecycle in which young firms face relatively abundant investment opportunities with limited resources so that retention dominates distribution, whereas mature firms are better candidates to pay dividends because they have higher profitability and fewer attractive investment opportunities*” (DeAngelo *et al* 2006, p.228).

A irrelevância dos dividendos é também apoiada com o trabalho empírico de Black e Sholes (1974), eles enfatizam a capacidade das empresas em ajustar dividendos apelar às clientelas investidoras induzidas por impostos e argumentam que este efeito de suprimento pode ter em conta a sua conclusão de não relação significativa entre o rendimento de dividendos e o retorno das ações.

Numa análise de equilíbrio geral, Hakansson (1982) demonstra que os dividendos informativos aumentam a eficiência, quando os investidores são heterogêneos em algum aspeto ou os mercados financeiros são incompletos. Este resultado pode-se manter mesmo na presença de custos de peso morto associados a dividendos.

A existência de dividendos num contexto onde estes não sejam importantes, sendo a política de financiamento e investimento que determina o valor da empresa ou seja na hipótese da irrelevância, e tendo em conta os custos em distribuí-los levanta-se uma questão relevante neste contexto: “*What is the effect of a consistente policy of paying dividends?*” (Easterbrook, 1984 p.652).

II.2.4 Teoria da Sinalização

Esta teoria é entendida como uma forma de transmitir sinais sobre a performance futura das empresas, pois a decisão de distribuir dividendos ou não é dada pela administração. Segundo a teoria da Sinalização a política de dividendos é utilizada pelas empresas como um instrumento que permite anunciar ao mercado informações sobre lucros futuros. Watts (1973) foi um dos primeiros a desenvolver estudos neste tema tentando relacionar os dividendos com os lucros, através do conteúdo informacional dos mesmos. Mas estudos posteriores foram surgindo, e esta teoria foi então apresentada por Ross (1977) e Miller e Rock (1985) que acreditam que os dividendos são também de carácter informativo e que os administradores transmitem informações através destes, aquando da sua distribuição ou retenção. Verificando-se que quando as empresas os distribuem e principalmente as que os aumentam, estas irão estar subvalorizadas no mercado tratando-se de um sinal positivo que foi transmitido para eventuais aumentos da rentabilidade no futuro. Mas em contrapartida quando ocorre uma redução/corte na distribuição dos dividendos um sinal negativo está a ser enviado para o mercado podendo significar incertezas e risco no sucesso futuro da empresa. Utilizando a política de dividendos como meio para enviar sinais, os administradores podem ser penalizados caso sejam enviados sinais contrários aos dos resultados esperados pela empresa (Kalay, 1980).

Segundo Ambarish *et al* (1987) as empresas devem emitir dois sinais, pelo menos, de acordo com a distribuição de dividendos: recompra ou emissão de novas ações e endividamento. Neste sentido, as empresas conseguem eficazmente e com credibilidade transmitir a informação

sobre novas oportunidades de investimento e sobre os resultados esperados numa perspetiva futura, não sendo de ressaltar que o contexto em que a empresa se encontra tem de facto importância na análise feita à informação transmitida, visto que não é só a capacidade que a empresa tem em gerar *cash-flows* que provoca variações na distribuição de dividendos mas também o ciclo de vida em que a empresa se encontra e às oportunidades de crescimento que ela tem.

Um estudo empírico realizado por Vermaelen (1981), no mercado norte-americano, demonstra que a recompra de ações pode transmitir informação e ser mais atrativa aos investidores por causa do tratamento fiscal do resultado da empresa. Contudo, o momento de recompra de ações é irregular e ao critério dos gestores. Uma vantagem dos dividendos para os investidores é a natureza fixa e periódica dos anúncios. Uma vez que os dividendos são iniciados, os acionistas aparentemente antecipam um sinal periódico da administração e esta é forçada a submeter uma revisão periódica.

O mecanismo de recompra de ações não é utilizado como mecanismo alternativo de distribuição de cash-flow aos proprietários em empresas não cotadas, contudo há autores que admitem ser preferível a recompra de ações aos dividendos (Dittmar, 2000). A hipótese da substituição de dividendos por recompra de ações enquanto forma alternativa de transferência de caixa para os acionistas é também sustentada por Grullon e Michaely (2002), que constataram que os investidores veem a recompra de ações e o pagamento de dividendos como substitutos.

Uma das maiores imperfeições do mercado é relativa ao desigual acesso a informação numa empresa por parte dos gestores e administradores, que se traduz numa assimetria de informação. Segundo Lease *et al* (1999), onde diferentes agentes têm acesso a níveis de informação diferentes, traduz a elevada importância que a informação associada ao pagamento de dividendos tem na economia da empresa. Já Corso *et al* (2010) não concordam que sempre que há uma elevada distribuição de dividendos isso traduz um alto retorno, pois pode ser entendido que a empresa não tem projetos de investimento associados para realizar, por distribuir uma grande parte do lucro aos acionistas.

Pettit (1972) e Laub (1972) sugeriram que a informação transmitida pelo anúncio de dividendos vai para além da informação refletida nos valores dos resultados da empresa.

Segundo esta hipótese da informação contida nos dividendos, os gestores sinalizam as mudanças no que se espera que seja o futuro da empresa, segundo as suas expectativas, através do anúncio de pagamento de dividendos em dinheiro.

Os autores Aharony e Swary (1980) consideraram importante que primeiro se identifique a informação contida nos anúncios de dividendos e lucros, pois normalmente estes ocorrem ao mesmo tempo tornando a avaliação mais difícil, e só depois considerar a restante informação transmitida pelo anúncio de dividendos. O estudo de Aharony e Swary (1980) documentou um pequeno, mas significativo efeito de anúncio de dividendos, separado do impacto do anúncio de resultados. A sua análise focou-se nas datas de anúncio dos dividendos que diferem em pelo menos 11 dias do anúncio dos resultados. Para aumento de dividendos eles encontraram um retorno médio excedente significativo de cerca de 1% durante o período de anúncio de 2 dias. Sendo assim que o impacto total do anúncio dos dividendos está concentrado no período de anúncio de 2 dias.

A política de dividendos tem inúmeros aspetos atrativos como um mecanismo de transmissão de informação. Os dividendos podem ser usados como um simples e compreensível sinal da interpretação da recente performance e de projeções futuras por parte dos gestores. Segundo John e Williams (1985) há um equilíbrio de sinalização com dividendos tributáveis. Nesse equilíbrio, os insiders das empresas que esperam retornos elevados distribuem dividendos maiores e recebem mais pelas ações. Deste modo, muitas empresas distribuem dividendos, ao invés de reinvestir em novas ações, enquanto outros distribuem dividendos e simultaneamente vendem novas ações.

II.2.5 Teoria do Catering

A teoria do Catering surgiu recentemente na área das finanças comportamentais e defende que os gestores são influenciados pela procura dos investidores, tendo estes que tomar decisões sobre os dividendos de acordo com os sentimentos dos investidores (Baker e Wurgler, 2004). Segundo Stein (1996), se os investidores tiverem um horizonte de investimento de curto prazo, então os gestores ficam mais preocupados com o preço das ações do que com o valor fundamental da empresa, e o contrário acontece quando os investidores têm um horizonte de investimento de longo prazo.

Independentemente da razão de procura, o tipo de dividendos procurados pelos investidores, varia ao longo do tempo entre ações de rendimento e ações de crescimento (relativas às perspectivas de crescimento), onde são pagos dividendos elevados e onde são pagos menos dividendos, respetivamente (Baker e Wurgler, 2004). O sentimento e desejo dos investidores são as premissas às quais os gestores tendem a dar satisfação, não só por temerem ser alvo de *takeover* mas também por temerem ser demitidos (Jensen, 2004). Para os investidores que estejam dispostos a pagar um prémio superior pelas ações, os gestores seguem uma política de dividendos onde o *payout* é mais elevado.

II.2.6 Teoria Residual dos Dividendos

Segundo Salsa (2010), a linha condutora da distribuição dos dividendos, presente na teoria residual, refere que só se procederá à distribuição após a decisão ótima por parte da empresa. A distribuição realizada faz com que o financiamento, para os investimentos futuros, seja através da emissão de novas ações ou capitais alheios, dado que as disponibilidades foram consequentemente diminuídas. Porém este capital acarreta um custo superior ao custo do capital próprio.

Comparativamente às políticas de investimentos, o retorno é influenciado pela política de investimentos e não pela política de dividendos. Por outro lado, os investidores são indiferentes à forma de retribuição do seu retorno, desde que este seja pelo menos igual ao exigido pelo mercado. A decisão de pagamento ou não de dividendos aqui depende da relação que se obtém entre as necessidades de capital próprio para investir e financiar a evolução da empresa e os lucros retidos, sendo que estes só devem ser distribuídos se forem excedentes do montante necessário para financiar as oportunidades de investimento aceitáveis.

De acordo com Bortz e Rust (1984) a maneira certa de avaliar a política de dividendos é separando-a da política de investimento, e isso acontece simplesmente se for permitido à empresa que financie o pagamento de dividendos através de novas ações, não afetando o nível de investimento. Segundo os autores determinado nível de dividendos vai maximizar o valor de mercado da empresa mesmo quando as receitas dos dividendos forem tributadas, permitindo com que se alcance um balanço entre o risco e o retorno.

II.2.7 Teoria *Pecking Order*

A teoria *Pecking Order*, também conhecida como teoria da hierarquia, foi sugerida pela primeira vez por Donaldson (1961), e depois reformulada por Myers e Majluf (1984). A teoria afirma que as empresas não têm uma estrutura de capital definida e sugere que as empresas priorizam as suas fontes de financiamento, devido aos custos associados às transações e à assimetria de informação, pois o custo tende a aumentar com a informação assimétrica, então elas optam primeiramente por financiar os novos investimentos recorrendo aos lucros acumulados. Nesse contexto, e sendo esta, na sua essência, uma teoria explicativa de como os decisores financeiros tomam decisões de financiamento, a estrutura de capital das empresas é o resultado das decisões hierárquicas de financiamento ao longo do tempo (Shyam-Sunder e Myers, 1999).

O facto de existir assimetria de informação pode levar a que haja uma falta de investimentos, problema este que pode ser resolvido através do uso da política de dividendos. No seguimento deste raciocínio, quanto maior for a assimetria de informação, menor será o pagamento de dividendos, a fim de reduzir o problema da falta de investimento (Patra *et al* 2012).

Myers (1984) reconhece que este modelo não explica por si só a distribuição de dividendos, mas influencia as decisões dessa distribuição, estando o *payout ratio* negativamente relacionado com os investimentos e o grau de alavanca financeira. O gestor tem tendência a preferir investir os lucros em novos investimentos, desconsiderando a distribuição aos acionistas, esta escolha é explicada para não se submeterem à fiscalização e avaliação externa do mercado, nesta linha um aumento de investimento proporciona *dividend payouts* mais baixos.

As teorias *Static Trade-off* e *Pecking Order* tem sido frequentemente, na recente literatura, postas em oposição, tentando-se identificar qual delas oferece a melhor explicação sobre as decisões de estrutura de capital das empresas. A teoria *Static Trade-off* que se concentra nos benefícios e no custo de emissão de dívida, prevê que existe um ponto ideal de rácio de dívida financeira, o qual maximiza o valor da empresa. Esse ponto pode ser alcançado quando

o valor dos custos associado à emissão de mais dívidas seja compensado pelo valor marginal dos benefícios associados a essas emissões (Myers, 2001).

Segundo Fama e French, 2002 e López-Garcia e Sogorb-Mira (2008) existe uma relação positiva entre a taxa de imposto efetiva e a dívida, uma vez que a teoria *Static Trade-off* afirma que as empresas têm um incentivo para usar dívida para beneficiarem com a redução do imposto sobre os rendimentos anuais, aumentando o valor dos negócios.

II.2.8 Efeito Clientela

Conhecer o imposto marginal do acionista também nos permitirá fazer inferências sobre a importância da política de dividendos, e para que tal, possa ser viável de se realizar teríamos que encontrar uma forte relação entre a política de dividendos corporativos e taxas de imposto do investidor. O estabelecimento dessa relação forneceria evidências de que apoia o efeito de clientela de MM (1961). Além disso, tal descoberta significa que uma mudança na política de dividendos pode causar mudança na clientela e isso pode ser dispendioso.

A taxa marginal de imposto dos investidores apresenta “*an important role in stock valuation models in normative investment and dividend policy*” (Elton & Gruber, 1970, p. 68) e para se determinar a política ótima de investimento com rigor é necessário conhecer a taxa de imposto, que difere dos dividendos para os ganhos de capital, ou seja investigar os efeitos das diferenças de tratamento fiscal dos rendimentos. Conhecer a taxa de imposto marginal dos acionistas permite-nos tirar conclusões acerca da importância da política de dividendos.¹ Conclusões estas que podem suportar o efeito clientela de MM (1961), onde se assume que os acionistas de cada empresa encontram a sua política de dividendos ótima e que uma mudança nessa política pode ter custos elevados.²

¹ A distinção entre política de dividendos e política de investimentos tem vindo a ser evidenciada, a questão que prevalece é se a política de dividendos em si afeta o valor da empresa.

² Um dos custos associados pode ser relativo aos custos de transação incorridos tanto por compradores como por vendedores, à medida que a clientela da empresa muda.

Em mercados imperfeitos, as decisões tomadas pelos investidores podem ser influenciadas por certas variáveis como por exemplo os custos das transações e as diferenciadas taxas de tributação de ganhos de capital e dividendos, sendo imperfeições como estas que, segundo MM (1961) podiam fazer os investidores adquirirem títulos que reduzissem esses custos.

Segundo Elton e Gruber (1970) a alteração da política de dividendos por parte dos gestores em resposta às preferências dos acionistas é chamada de efeito clientela dos dividendos.

Em mercados imperfeitos, os investidores geralmente suportam os custos das transações e as taxas de tributação que diferem dos ganhos de capital para os dividendos, assim a minimização da tributação e dos custos pelas empresas vai induzir os “clientes”, cujos são atraídos pelas empresas que pratiquem políticas de dividendos que melhor se ajustem às preferências particulares. Elton e Gruber (1970) referem que há uma tendência para investidores com baixa tributação serem atraídos por empresas que pagam dividendos elevados e constantes e que em contrapartida os investidores com índices elevados de tributação tendem a buscar por empresas com um *dividend payout* baixo.

Assim, o pagamento de dividendos pode ter um efeito socioeconómico na evolução das empresas (Lam *et al* 2012), pois segundo os autores o facto de existir a distinção entre acionistas e os gestores aumenta a atratividade na emissão de ações, mesmo que os dividendos sejam uma desvantagem fiscal, porque o pagamento de dividendos torna-se essencial para atrair investidores individuais para ações próprias (Brav *et al* 2003).

De acordo com Miller e Scholes (1978) não se considera que haja aversão generalizada aos dividendos por parte dos investidores pois, segundo eles há instrumentos financeiros que conseguem colmatar o efeito da desvantagem fiscal aquando da situação em que os dividendos paguem um imposto superior face às mais-valias (ganhos de capital). As críticas feitas às conclusões da aversão a dividendos por motivos fiscais são também evidentes quando falamos de investidores com enquadramento fiscal mais favorável aos dividendos: no caso de isenção tributária ou mesmo com taxas mais reduzidas.

II.2.9 Teoria dos Custos de Agência

As relações de agência aparecem da separação entre o controlo e a propriedade da empresa, onde as partes valorizam diferentes aspetos em detrimento da sua utilidade, gerando assim algumas dúvidas na gestão de uma empresa, mais concretamente na relação entre os agentes e os agenciados (acionistas ou principais) (Jensen e Meckling, 1976).

As decisões relativas à distribuição, ou não, dos resultados gerados pela empresa sob a forma de dividendos podem gerar conflitos de interesse entre gestores, credores e acionistas. Estes conflitos surgem porque os acionistas preferem dividendos, atuando estes por aversão ao risco enquanto, que os gestores e credores preferem a retenção dos resultados por desejo de aumentar o montante de autofinanciamento, as garantias patrimoniais e diminuindo o risco de falência.

Miller e Rock (1985) mostraram como resultado da assimetria de informação entre investidores e gestores, que a mudança de dividendos pode resultar em reações no preço das ações. Os mecanismos que controlam as divergências de comportamento e de decisão acarretam custos, custos estes denominados custos de agência que estão espelhados não só na supervisão dos gestores, mas também na perda de recursos aquando das decisões dos que contrastam com os interesses dos acionistas. De acordo com Crutchley e Hansen (1989) os gestores escolhem a estrutura de propriedade, o nível de alavancagem e a política de dividendos de modo a controlar e a reduzir os custos de agência, sendo assim a definição de uma política de distribuição dos dividendos um fator importante para a medição dos conflitos e para a redução do impacto dos custos de agência.

Segundo Easterbrook (1984) os custos de agência têm duas origens, a primeira corresponde ao custo de monitorizar os gestores e a segunda é a aversão ao risco por parte dos mesmos. Estes preferem investir em projetos com menos risco mesmo que tenham menos retorno, ao contrário dos acionistas. Os gestores podem mudar o risco da empresa não só alterando os seus projetos de investimento, mas também escolhendo uma política de dividendos e alterando a sua relação de dívida-capital, quanto menor for esse rácio menores serão as hipóteses de rutura da empresa. O autor sugere que os dividendos são um fator que pode manter

as empresas no mercado de capitais, onde monitorizar³ os gestores, não expõe custos elevados e que podem servir para ajustar o nível de risco que os gestores e os diferentes tipos de investidores podem enfrentar.

O estudo de Easterbrook (1984) apresenta a distribuição de dividendos como uma forma para reduzir os custos de agência referentes aos capitais próprios, então uma política de dividendos significativa e contínua pode ser justificada neste contexto, onde os acionistas com o capital disperso por várias empresas tem pouca motivação para controlar os gestores e os custos que os acionistas teriam que acarretar, para acompanhar o desempenho dos mesmos seriam exigentes. Quando se limita a capacidade de autofinanciamento, os gestores são incentivados a recorrer a financiamentos nos mercados de capitais, sendo estes sujeitos aos movimentos destes mercados e a manter uma estabilidade no valor dos dividendos.

Segundo La Porta *et al* (2000), a legislação é um elemento que influencia na resposta aos conflitos entre o principal e o agente dado que, num clima legal, os investidores compreendem maior capacidade de persuasão sobre os gestores com o intuito de acompanhar as suas ações. A base legislativa de uma empresa é o que define quanta proteção os acionistas possuem, sendo por isso importante o seu conteúdo e o cumprimento das leis que foram implementadas. Neste sentido são distinguidos dois modelos que relacionam a distribuição de dividendos com as relações de agência: o modelo *outcome* e o modelo *substitute* (La Porta *et al* 2000), e deste modo, os autores constataram que são feitos pagamentos mais elevados de dividendos em empresas de países com maior proteção ao investidor do que em países cuja proteção é menor.

No Quadro 4 é apresentado um resumo das contribuições das teorias, existentes na literatura, abordadas na revisão bibliográfica, assim como as evidências empíricas apresentadas na investigação das mesmas.

³ A importância de monitorizar os gestores é reconhecida por Shleifer e Vishny (1986) e Bernardo e Welch (2000), que verificam que os investidores institucionais preferem deter ações de empresas que façam pagamentos regulares e constantes, e este tipo de investidores é mais propenso a monitorizar do que os pequenos acionistas.

Quadro 4 – Principais teorias sobre dividendos

Teorias	Contribuições	Variáveis	Estudo empírico (Dados)
Teoria da Relevância dos Dividendos	Estabilidade na política de dividendos ao longo de vários exercícios económicos. Há uma relação entre o montante de dividendos distribuídos e o valor das ações da empresa (Lintner, 1956 e Gordon, 1959)	Lucro líquido gerado /dividend payout	(Walter's model – Walter, 1956) $P = \frac{E(1-b)}{K_e - br}$ p = market price of the share E = earnings per share b = retention ratio (1 – payout ratio) r = rate of return on the firm's investments K_e = cost of equity br = growth rate of the firm (g)
<i>Bird-in-the-hand theory</i>	Diminuição do risco e da incerteza para os investidores. A distribuição de dividendos tende a apresentar menos riscos. Segundo Gordon (1959) o custo de capital diminui à medida que a distribuição de dividendos aumenta.	Valor das ações/distribuição de dividendos.	$\text{Stock price} = \frac{D_1}{K_e - g}$ D_1 = expected dividends K_e = investors expected rate of return g = steady growth rate
Teoria da Irrelevância dos Dividendos	O valor da empresa é determinado pela capacidade que a empresa tem de gerar lucro e pelo risco do negócio e não pela divisão deste lucro entre os dividendos e os lucros acumulados (MM, 1961).	Cotações das ações/valor da empresa	$P_0 = 1/(1+K_c) \times (D_1 + P_1)$ P_0 = prevailing market price of a share K_c = cost of equity capital D_1 = dividend to be received at the end of period 1 P_1 = market price of share at the end of period 1
Teoria da Sinalização	Os dividendos têm um conteúdo informacional elevado, segundo Ross (1977) um aumento no nível de dividendos distribuídos, serve para informar os investidores, fazendo assim subir o valor das ações, e vice-versa.	Sinal negativo/sinal positivo para o mercado	–
Teoria do Catering	Segundo Baker e Wurgler (2004), os gestores tomam as decisões sobre os dividendos de acordo com a procura dos investidores, mais propriamente do seu horizonte temporal de investimento.	Valor das ações/valor da empresa	CAPM: $E(R_i) = R_f + \beta_{im} [E(R_m) - R_f]$ (Sharpe, 1964; Lintner, 1965)

Teoria Residual dos Dividendos	A distribuição dos dividendos só ocorre após a decisão ótima da empresa, que conta com a relação entre as necessidades de capital próprio para investir e os lucros retidos.	Ações/custo do capital próprio/necessidades de investimento/custo de capital alheio	Investimentos: -Financiados por emissão de novas ações ou capitais alheios.
Teoria de <i>Pecking Order</i>	Segundo Myers (1984), os gestores preferem investir os lucros em novos investimentos a ter que fazer a distribuição aos acionistas.	<i>Payout ratio</i> /grau de alavancagem	Financiamento: -Recurso à dívida -Financiamento interno -Recurso ao capital próprio
Efeito Clientela	As preferências dos acionistas promovem as alterações à política de dividendos (Elton e Gruber, 1970).	Taxa de tributação/custos de transação	Risco Liquidez (Ativo corrente / passivo corrente)
Teoria dos custos de Agência	Segundo Easterbrook (1984), a distribuição de dividendos é uma forma de redução dos custos de agência.	Custos de agência/risco de falência	-Nível de endividamento -Fluxos de caixa livre (Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais – Gastos com manutenção de capital)

Fonte: Elaboração própria

III. METODOLOGIA

III.1. Introdução

Este estudo pretende analisar quais os fatores que determinam a tomada de decisão de distribuir, ou não, dividendos, por parte das empresas.

Considerando as lacunas identificadas na revisão da literatura, designadamente a ausência de evidência acerca dos fatores que determinam a política de dividendos nas PME, neste capítulo, perante as variáveis em investigação, procura-se entender quais os determinantes que maior peso representam na decisão de distribuição de dividendos aos acionistas nas PME.

Numa fase inicial, são apresentadas as diferentes hipóteses a serem testadas fazendo um enquadramento com as variáveis de investigação a serem desenvolvidas, referenciando as várias fontes de literatura consultadas. Posteriormente segue-se a descrição da amostra em estudo, o procedimento utilizado e a definição operacional das variáveis a relacionar na investigação, tanto dependentes como independentes, sendo estas baseadas em estudos feitos anteriormente com o mesmo propósito. Numa fase final procede-se à descrição do modelo econométrico a ser usado para obter os resultados da investigação empírica.

III.2. Formulação das hipóteses do estudo

III.2.1 Dividendos do ano anterior

O propósito de alcançar certa estabilidade na política de dividendos é defendido por Lintner (1956) e apoiado por Ferreira *et al* (2010) que registaram uma relação positiva entre os dividendos atribuídos em determinado período e os distribuídos no ano anterior. Estabilidade essa que foi testada como determinante do pagamento de dividendos recentemente por Mubin *et al* (2014). No estudo de Grullon *et al* (2005) os resultados futuros não se evidenciam nos dividendos, mas concluiu-se que os resultados passados e presentes afetam os dividendos.

De acordo com o referido, em relação aos resultados e dividendos do exercício anterior, é de esperar uma relação positiva para ambas as variáveis, e para que isto seja testado, pode-se formular a seguinte hipótese:

Hipótese 1: Os dividendos distribuídos no exercício económico imediatamente anterior, estão positivamente correlacionados com a distribuição de dividendos no ano seguinte, *ceteris paribus*.

III.2.2 Endividamento

O nível de endividamento é visto como um fator associado ao nível de dividendos distribuídos pela empresa. Autores como Farinha e Lópes-de-Foronda (2009) e Jensen *et al* (1992) declaram que esta variável é relevante sobre os dividendos a distribuir.

É também uma variável que tem sido referida nas teorias da Agência e Sinalização. Na primeira, encontramos um estudo realizado por Agrawal e Jayaraman (1994), no qual se demonstrou o impacto do endividamento da empresa sobre os dividendos distribuídos, através dos *cash-flows* disponíveis, concluindo este estudo que a estrutura de capital, mais concretamente o nível de endividamento, tem uma relação negativa com o pagamento de dividendos. Na segunda, encontramos Brick *et al* (2002), que fazem a relação entre o efeito da sinalização do *payout ratio* e do nível de dívida.

Lie (2005) concluiu que as empresas que carecem de projetos de investimento⁴, que apresentam baixo endividamento⁵ e uma liquidez elevada são as empresas que tendem a distribuir dividendos.

Dado o exposto, a hipótese formulada relativa ao nível de endividamento é a seguinte:

Hipótese 2: Os dividendos distribuídos pela empresa estão correlacionados negativamente com o nível de endividamento da empresa, *ceteris paribus*.

⁴Augusto (2004) concluiu, através do estudo das relações entre as políticas de dividendos, de investimentos e de financiamento, que o nível de endividamento da empresa afeta negativamente a política de dividendos da mesma.

⁵ DeAngelo e DeAngelo (2006), num estudo para empresas maduras, verificaram que a política financeira ótima das mesmas se encontra associada a um baixo nível de endividamento.

III.2.3 Oportunidades de investimento

Também tratadas como oportunidades de crescimento, as oportunidades de investimento são uma variável com muito enfoque nos trabalhos empíricos da literatura financeira.

Em geral, quando as empresas dispõem de melhores oportunidades de investimento elas tendem a reter os resultados e a utilizá-los nesses projetos de investimento, o que provoca uma distribuição menor de dividendos. E contrariamente, empresas que carecem de projetos de investimentos (Lie, 2005) são propensas a distribuir os seus recursos financeiros através da política de dividendos.

Adediran e Alade (2013) mencionaram que os gestores das empresas podem restringir o pagamento de dividendos por causa da disponibilidade de grandes oportunidades de investimentos que sejam lucrativos para as mesmas.

Nos estudos de Farinha e López-de-Foronda (2009) e Aivazian e Booth (2003) foi concluído que existe uma relação negativa entre as oportunidades de investimento e o pagamento de dividendos, estudos também suportados pelas conclusões de Alonso *et al* (2005) e Holt (2003) que afirmam existir uma relação negativa entre a política de dividendos e a política de investimentos. Já nos trabalhos de Denis e Osobov (2007) não se conseguiu estabelecer uma relação pois para uma amostra de empresas utilizada observaram que nas mesmas condições, com falta de oportunidades de investimento, umas praticam um *dividend payout* elevado e outras apresentam uma distribuição inferior.

Neste sentido, a hipótese formulada pode caracterizar-se da seguinte forma:

Hipótese 3: Os dividendos distribuídos estão negativamente correlacionados com as oportunidades de investimento, *ceteris paribus*.

III.2.4 Dimensão

A dimensão é outro fator com bastante relevância na relação com os dividendos. Os estudos de Rozeff (1982) e Denis e Osobov (2007) confirmaram que o acesso ao mercado financeiro é de mais fácil acesso a empresas de maior dimensão, conclusão defendida por Aivazian e Booth (2003). Também os trabalhos de Salsa (2010) foram corroborados por estudos recentes como o de Perretti *et al* (2013), onde se afirma que a dimensão da empresa é estatisticamente significativa no que toca a explicação da distribuição de dividendos.

Segundo Crutchley e Hansen (1989), uma empresa de maiores dimensões tem menores custos de emissão de novas ações, dados que estes aumentam inversamente com o tamanho da empresa, e assim concluíram que a distribuição dos dividendos tem uma relação positiva com a dimensão da empresa.

Tendo por base a literatura mencionada, espera-se que uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a distribuição de dividendos. Assim, testa-se a seguinte hipótese:

Hipótese 4: Os dividendos distribuídos estão positivamente correlacionados com a dimensão da empresa, *ceteris paribus*.

III.2.5 Rendibilidade

A rendibilidade é um atributo que se encontra em vários estudos da teoria financeira, aplicados em diferentes mercados, aparecendo esta relacionada com a distribuição de dividendos. Autores como Jensen *et al* (1992), DeAngelo *et al* (2004), Fama e French (2001), Lie (2005) e Ribeiro (2010) afirmam que existe uma correlação positiva entre a rendibilidade e os dividendos, e que empresas com rendibilidades mais elevadas mostram tendência superior para a distribuição de dividendos, salientando que o uso deste atributo, no trabalho de investigação acerca desta problemática, é relevante e capaz de registar diferenças entre as empresas.

Vários estudos afirmam que, em termos de informação assimétrica e sinalização, podemos esperar uma correlação positiva entre a rendibilidade e os dividendos, justificando-se

essencialmente pela existência de elevados valores de *free cash-flow*, que servirão para sinalizar excedentes de informação detida pelos *insiders*, atenuando assim os conflitos de interesses, entre investidores e gestores, tal como foi referido na revisão da literatura da teoria da agência.

A decisão de aumentar o nível de dividendos vai transmitir, primordialmente, a informação positiva acerca dos resultados presentes (Lie, 2005). Os resultados de Denis e Osobov (2007) foram corroborados por DeAngelo *et al* (2004) e Fama e French (2001), onde foi concluído que a probabilidade da empresa distribuir dividendos está positivamente correlacionada com a dimensão e a rendibilidade da mesma.

Com base na teoria mencionada, e de forma a testar a correlação entre rendibilidade e os dividendos, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 5: Os dividendos distribuídos estão correlacionados positivamente com a rendibilidade da empresa, *ceteris paribus*.

III.2.6 Idade

As empresas maduras, ou seja, aquelas que se encontram a mais tempo no mercado, tendem a distribuir mais dividendos quando comparadas com empresas jovens em fase de crescimento e consolidação. Os serviços prestados, os produtos e os processos das empresas maduras estão mais incorporados no mercado e por isso é fácil para estas manter um fluxo de caixa mais estável assim como a procura dos acionistas é mais objetiva (Gu *et al* 2005; Forti *et al* 2015). Para determinar a idade das empresas foi observado o ano da sua constituição. E espera-se, assim, dadas as referências existentes, uma correlação positiva com a distribuição de dividendos.

Dado o exposto, e de forma a testar a relação entre idade e os dividendos, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 6: A distribuição de dividendos de uma empresa está positivamente correlacionada com a sua idade, *ceteris paribus*.

O quadro seguinte apresenta uma síntese das variáveis apresentadas para as diferentes hipóteses bem como o sinal esperado em resultado das conclusões presentes na literatura.

Quadro 5 – Síntese das variáveis em estudo

Hipótese	Variável determinante	Sinal esperado da correlação
H ₁	Dividendos do exercício anterior	Positivo
H ₂	Endividamento	Negativo
H ₃	Oportunidades de investimento	Negativo
H ₄	Dimensão da empresa	Positivo
H ₅	Rendibilidade	Positivo
H ₆	Idade	Positivo

Fonte: Elaboração própria

Depois de apresentadas no Quadro 5 as correlações esperadas das variáveis independentes com a variável dependente, segue-se o Quadro 6 que mostra a notação utilizada para cada variável, assim como a literatura que suporta cada uma delas, de acordo com os trabalhos empíricos referenciados na revisão da literatura.

Quadro 6 – Notação das variáveis a utilizar no modelo econométrico

	Notação	Descrição	Medida	Literatura
H ₁	$EXDIV_{i,t}$	Dividendos do ano anterior da empresa i no ano t	Evidencia os dividendos que a empresa distribui aos seus acionistas no exercício económico anterior	Lintner (1956); Ferreira <i>et al</i> (2010); Mubin <i>et al</i> (2014)
H ₂	$END_{i,t}$	Rácio de endividamento da empresa i no ano	Valor do passivo total sobre o ativo total da empresa no exercício económico	Jensen <i>et al</i> (1992); Farinha (2003); DeAngelo <i>et al</i> (2004); Salsa (2010)
H ₃	$INVEST_{i,t}$	Despesas de investimento da empresa i no ano	Valor evidenciado nas despesas em AFT, AI e IF no final de cada exercício económico	Fama e French (2001); Holt (2003); Alonso <i>et al</i> (2005); Denis e Osobov (2007)
H ₄	$DIM_{i,t}$	Dimensão da empresa i no ano t	Valor evidenciado em cada exercício económico, do volume de negócios	Aivazian e Booth (2003); Salsa (2010); Fernandes e Ribeiro (2013)

H ₅	$REND_{i,t}$	Rendibilidade operacional do ativo da empresa i no ano t	Evidencia a capacidades dos ativos de gerarem resultado, fazendo-se o cálculo pela divisão do resultado operacional pelo valor do ativo	Lintner (1956); DeAngelo <i>et al</i> (2004); (Lie, 2005); Denis e Osobov (2007)
H ₆	$IDADE_{i,t}$	Idade da empresa i no ano t	Evidencia a maturidade de cada empresa	Gu, Lee e Rosett (2005); Forti <i>et al</i> (2015)

Fonte: Elaboração própria

III.3 Definição das variáveis

De forma a encontrar respostas às hipóteses de investigação formuladas, e de certa forma verificar se estas são passíveis de refutação empírica, começou por se identificar o pagamento de dividendos (*PAGDIV*) como a variável dependente para todos os exercícios económicos em que o estudo se baseia, variável esta que foi utilizada no *dividend payout* em estudos empíricos com objetivos semelhantes como o caso de Lintner (1956), Almeida *et al* (2010) e Ribeiro (2010). O pagamento de dividendos no ano n pode ser afetado por lucros acumulados do ano $n-1$ (Parua e Gupta, 2009) que são distribuídos simultaneamente, podendo assim o rácio da distribuição de dividendos aos acionistas sobre o resultado líquido da empresa apresentar valores superiores a 1.

Em complemento ao Quadro 6, no que diz respeito às variáveis independentes a que se recorreu para encontrar os fatores determinantes da política de dividendos, tendo sido apenas selecionadas, aquelas que em estudos empíricos anteriores e com o mesmo fundamento se mostraram estatisticamente relevantes, a saber:

Dividendos do exercício anterior (*EXDIV*) – Com o objetivo de observar a estabilidade da política de dividendos e deduzir se esta estabilidade afeta a decisão da empresa em distribuir dividendos introduziu-se esta variável no presente estudo, traduzindo-se esta nos dividendos distribuídos no exercício economicamente anterior.

Endividamento (*END*) – Uma vez que as restrições financeiras afetam a distribuição de dividendos, as empresas com elevado grau de endividamento tendem a apresentar baixos pagamentos de dividendos para que a dívida não aumente (Malik *et al* 2013).

A variável *END* é representada pelo rácio entre o valor da dívida e o total do ativo, expressa em percentagem.

Oportunidades de Investimento (*INVEST*) – De forma a perceber, em que sentido as empresas retêm o lucro, para investir, ou em detrimento disso distribuem os resultados, esta variável inseriu-se no estudo sendo calculada através dos valores respeitantes ao pagamento de ativos fixos tangíveis (AFT), ativos intangíveis (AI), investimentos financeiros (IF) e a outros ativos, isto no que diz respeito aos fluxos de caixa das atividades de investimento.

Dimensão (*DIM*) – Como *proxy* para o tamanho da empresa foi utilizado o logaritmo natural do ativo total das empresas.

Rendibilidade (*REND*) – Existe uma correlação positiva forte entre o montante de dividendos distribuídos e os resultados obtidos pelas empresas (Lintner, 1956) e, por conseguinte, decidiu-se neste trabalho utilizar como *proxy* da rendibilidade o rácio entre o resultado líquido e o total do ativo, sendo assim possível aferir a capacidade dos ativos para gerarem resultados.

Idade (*IDADE*) - Para aferir a idade das empresas foi observado o ano do seu surgimento e comparado ao ano base.

O Quadro 7 apresenta a síntese das variáveis independentes que serão utilizadas nesta investigação, assim como o símbolo e a fórmula aplicada a cada uma destas.

Quadro 7 – Operacionalização das variáveis independentes

Variável	Proxy	Símbolo
Dividendos do ano anterior	Dividendos distribuídos ano n-1	<i>EXDIV</i>
Endividamento	$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Total do Ativo}}$	<i>END</i>
Oportunidades de investimento	AFT + AT + IF + outros ativos	<i>INVEST</i>
Dimensão da empresa	Logaritmo natural (Ativo)	<i>DIM</i>

Rendibilidade	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total do Ativo}}$	<i>REND</i>
Idade da empresa	Ano 2017 - Ano construção	<i>IDADE</i>

Fonte: Elaboração própria

III.4 Caracterização da amostra

A amostra empresarial deste trabalho de investigação empírica é constituída por 2216 empresas portuguesas investigadas numa base de dados disponibilizada pelo Banco de Portugal (BdP) para o período de 2010-2017, intervalo temporal de 8 anos. A base de dados agregava informações pré-definidas de mais de 300.000 empresas, não financeiras, de uma amostra aleatória e de empresas que se encontravam em atividade no período em análise, entre empresas cotadas e não cotadas. Contudo devido ao facto de a amostra apresentar sociedades gestoras de participações sociais e empresas que não respeitavam os critérios de classificação das mesmas, enquanto PME, para efeitos de relato financeiro, a definição da amostra seguiu um conjunto de critérios: excluíram-se as empresas cujo volume de negócios (VN) e o total do ativo (AT) apresentado fosse nulo no período em análise; foram excluídas as empresas que não apresentaram pagamento de dividendos em pelo menos 2 anos consecutivos face ao intervalo temporal da amostra e excluídas as empresas que apresentassem um número médio, de trabalhadores, superior a 250, um VN superior a 40 milhões de euros e um ativo total superior a 20 milhões de euros.

O objetivo deste trabalho é avaliar a influência das variáveis nas PME, sem cotação em bolsa. Posto isso foram excluídas, de acordo com os limites de classificação das empresas para efeitos de relato financeiro, as grandes empresas. O processo de classificação da classe dimensional adotado foi através da Diretiva 2013/34/EU. Assim uma empresa é classificada como PME se apresenta um número de empregados, inferior a 250 e um volume de negócios ou total de balanço inferior a 40 ou 20 milhões de euros, respetivamente. As restantes foram classificadas como grandes. Após as particularidades anteriormente referidas, procedeu-se ao cálculo de um conjunto de indicadores, económico – financeiros, necessários ao cálculo das variáveis independentes. Para isso foi usado o *software* estatístico *STATA MP 15.1*, tendo em vista o posterior tratamento estatístico no teste das hipóteses, anteriormente formuladas, através do modelo de regressão linear múltipla (MRLM), sendo este um dos modelos estatístico mais

utilizados na literatura financeira, como é o exemplo de Salsa (2010), Fernandes e Ribeiro (2013) e Pires (2014).

III.5 Método de estimação

Este capítulo vem não só sistematizar as variáveis da empresa que possam, de acordo com a literatura, alterar as decisões da política de dividendos como também aferir, num contexto ainda não investigado, quais destas se relacionam com as decisões da política de dividendos.

O modelo seguido neste estudo empírico segue uma abordagem de dados em painel de um conjunto alargado de observações sobre a estrutura financeira das empresas não financeiras do mercado português, sendo estas não cotadas em bolsa. A partir destes dados, que são relativos a um horizonte temporal de 8 anos (2010-2017), analisam-se as relações existentes entre as variáveis dependentes e independente.

Os dados em painel são definidos por fazerem uma análise quantitativa das relações económicas, onde se agregam dados temporais e seccionais, *time-series* e *cross-section* respetivamente. Esta particularidade permite otimizar a investigação sobre a dinâmica das mudanças nas variáveis viabilizando o efeito das variáveis não observadas, a melhoria na dedução dos parâmetros estudados e também extrapolar os problemas de multicolinearidade⁶. Segundo Verbeek (2004), os dados em painel evitam enviesamentos nos resultados, tornam mais eficientes as estimativas econométricas e também permitem a eliminação da heterogeneidade⁷. Nesta particularidade de *pooling*⁸ dos dados em painel, Gujarati (2003) afirma que, principalmente para amostras de grande dimensão, é conseguido um aperfeiçoamento dos estimadores e maior grau de liberdade, ultrapassando-se problemas de multicolinearidade.

⁶ A heterogeneidade refere-se, aqui, a um painel de dados que não apresenta uniformidade.

⁷ Problema comum em regressões, no qual as variáveis independentes possuem relações lineares exatas ou aproximadamente exatas.

⁸ Neste estudo foram agrupados dados relativos a todas as empresas não-financeiras portuguesas, para o período de 8 anos (2010-2017).

De acordo com as hipóteses formuladas vamos utilizar o modelo de regressão linear múltipla (MRLM) no estudo, a fim de analisar em que medida as variáveis escolhidas afetam o pagamento de dividendos das PME portuguesas, não cotadas, e a equação da regressão estimada foi a seguinte:

$$PAGDIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EXDIV_{i,t} + \beta_2 END_{i,t} + \beta_3 INVEST_{i,t} + \beta_4 DIM_{i,t} + \beta_5 REND_{i,t} + \beta_6 IDADE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde a variável dependente ($PAGDIV_{i,t}$) corresponde aos dividendos distribuídos, ou seja, o montante que a empresa i distribui aos acionistas sobre a forma de dividendos relativamente ao resultado líquido da mesma, gerado no exercício económico t .

As variáveis independentes são: $EXDIV$ (Dividendos do exercício economicamente anterior); END (Endividamento); $INVEST$ (Oportunidades de investimento da empresa); DIM (Dimensão da empresa); $REND$ (Rendibilidade do ativo da empresa); $IDADE$ (Nº de anos da empresa desde o seu ano de construção).

Os coeficientes β correspondem aos parâmetros a estimar, β_0 é o valor da constante e os coeficientes β_1 a β_6 correspondem ao efeito que cada uma das variáveis independentes tem sobre os dividendos. O i representa a empresa ($i=1, 2...2216$) e t cada um dos anos da amostra ($t=1,2...8$).

IV. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados e analisados os resultados obtidos, quer através das estatísticas descritivas das variáveis (dependente e independentes) em investigação, quer através do estudo dos resultados da regressão linear.

IV.1 Estatísticas descritivas

Na Tabela 4 são apresentadas as principais estatísticas descritivas das variáveis em estudo, de acordo com as classificações de PME.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas das variáveis em estudo

Variáveis	Classificação	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Pagamento de dividendos ^(a)	Micro	28 683	10 000	48 672	0	320 583
	Pequena	181 658	80 583	302 729	0	4 519 799
	Média	583 160	291 566	891 658	0	10 100 000
Dividendos do ano anterior ^(a)	Micro	31 733	9 756	67 052	0	785 000
	Pequena	184 517	80 000	312 918	0	4 393 667
	Média	556 620	260 000	877 300	0	10 100 000
Endividamento ^(b)	Micro	3,87	1,82	7,64	1,00	98,31
	Pequena	3,17	2,13	4,56	0,00	81,89
	Média	2,71	1,94	3,51	1,04	89,41
Oportunidades de investimento ^(a)	Micro	8 193	2 973	33 093	0	402 200
	Pequena	131 033	32 680	385 989	13	5 717 649
	Média	551 857	259 624	1 154 688	0	26 900 00
Dimensão ^(c)	Micro	11,72	11,89	0,83	8,03	12,77
	Pequena	14,41	14,51	0,57	-0,85	15,20
	Média	15,94	15,94	0,47	1,12	15,20
Rendibilidade do ativo ^(b)	Micro	0,14	0,13	0,43	-5,14	1,85
	Pequena	0,16	0,13	0,15	7,00	0,98
	Média	0,15	0,12	0,12	-0,25	97,00

Idade ^(d)	Micro	19,39	18,00	11,13	7,00	92,00
	Pequena	25,42	22,00	14,28	7,00	97,00
	Média	33,00	29,00	17,34	7,00	97,00

Fonte: elaboração própria

Nota: (a) - em euros; (b) - percentagem (rácios); (c) - log natural do ativo; (d) - em anos

Da análise, podemos constatar que a média da variável dependente (pagamento de dividendos) apresenta grandes diferenças de classe para classe de empresa. Uma micro apresenta em média um pagamento de dividendos de 28.683€ enquanto, que uma pequena empresa paga em média 181.658€ e uma média empresa 583.160€. Ainda referente ao pagamento de dividendos, a grande amplitude que apresentam entre o mínimo e o máximo deve-se ao facto de várias empresas não apresentarem um pagamento regular para o período em análise e às empresas que distribuem os resultados acumulados de anos anteriores.

Relativamente aos dados sobre os dividendos pagos pelas empresas da amostra, no exercício economicamente anterior, os valores apresentam-se muito semelhantes aos da variável dependente, pagamento de dividendos, como era de esperar. De notar que grande parte das empresas da amostra ($\approx 90\%$) não apresentam pagamento de dividendos regular no total período da amostra.

Em relação as restantes variáveis, que não estão diretamente relacionadas com os dividendos, podemos observar que a rentabilidade do ativo apresenta em média uma rentabilidade positiva, mas reduzida, quer para as micro, para as pequenas ou para as médias empresas, atingindo esta variável valores negativos. Em geral as variáveis apresentam alguma volatilidade pois os valores máximos destas apresentam-se distanciados das médias, salvo a exceção da variável dimensão que para as três classes de empresas apresenta valores máximos semelhantes à média.

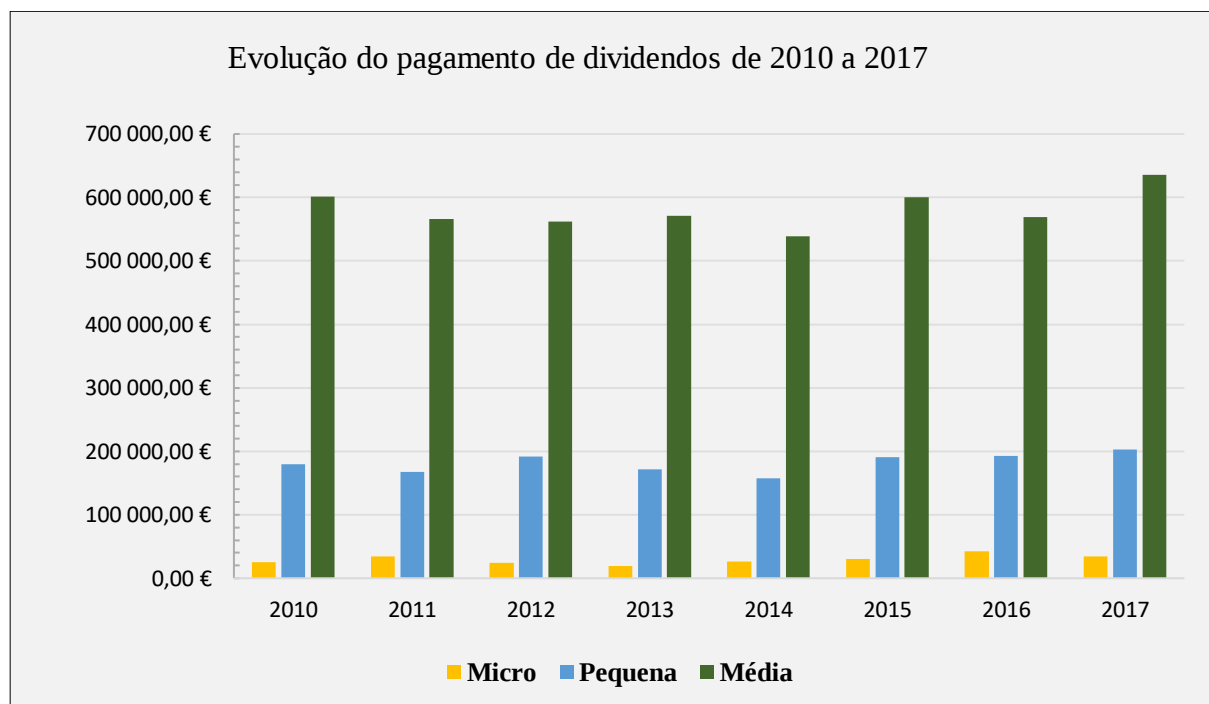
A dimensão surge com pequenas diferenças entre os valores mínimos e máximos, pois para além se ser uma variável logaritmicada, o tecido empresarial português é representado na sua maioria por micro empresas, sendo que esta amostra aleatória foi propensa a englobar na sua maioria micro empresas, representando estas um total de 88% na amostra inicial, e o conjunto das micro com as pequenas empresas representam um total de 98%.

Em relação à variável endividamento, os valores apresentam uma amplitude elevada, com um valor mínimo de 1% e máximo de 98,31% na classe das micro, onde em média as empresas apresentam um endividamento de 3.81%, ou seja, utilizam uma baixa percentagem de dívida para financiar a empresa.

De notar, que exceto o pagamento de dividendos, os dividendos do ano anterior e as oportunidades de investimento, as estatísticas descritivas apresentam valores aproximados para as classes de empresas: micro, pequenas e médias.

De seguida apresenta-se, na Figura 2, o gráfico do comportamento do pagamento de dividendos das PME para o período em análise (2010-2017), a fim de complementar a análise anterior. Note-se que os valores são representados através da média dos valores de pagamento de dividendos da amostra total.

Figura 2 – Evolução do pagamento médio de dividendos no período de 2010 a 2017



Fonte: elaboração própria

O gráfico da Figura 2 mostra-nos que, em Portugal, tanto as micro como as médias e as pequenas empresas apresentaram um valor médio de pagamento de dividendos regular para o mesmo período.

Por último, perante os resultados do gráfico, podemos analisar os valores médios mais elevados e mais baixos, onde se observou um maior/menor nível de distribuição. No caso das micro empresas, no período em análise, estas apresentam em 2016 o seu valor médio mais alto em distribuição de dividendos, e o mais baixo em 2013. Nas pequenas empresas o valor mais alto foi em 2017 e o mais baixo foi em 2014. Por último, as médias empresas apresentam o seu valor mais alto em 2017 e o mais baixo em 2014. Resultados que contribuem também para confirmar o facto de a amostra ser aleatória, representando-se aqui vários setores da economia, e incluir um número significativo de empresas portuguesas.

IV.2 Correlação entre as variáveis explicativas

Estudar a correlação permite, *a priori*, eliminar as variáveis que se apresentam altamente correlacionadas, o que poderia sugerir um problema de multicolinearidade. Assim segue-se a Tabela 5 que apresenta o grau de correlação entre as variáveis presentes no estudo com vista a uma breve análise.

Tabela 5 – Matriz de correlação entre variáveis

	<i>EXDIV</i>	<i>END</i>	<i>INVEST</i>	<i>DIM</i>	<i>REND</i>	<i>IDADE</i>
<i>EXDIV</i>	1,0000					
<i>END</i>	-0,0244	1,0000				
<i>INVEST</i>	0,0733	-0,0252	1,0000			
<i>DIM</i>	0,2892	-0,0331	0,2525	1,0000		
<i>REND</i>	0,2990	-0,1305	0,0229	-0,1313	1,0000	
<i>IDADE</i>	0,0225	-0,1043	0,0490	0,2565	-0,1661	1,0000

Fonte: Elaboração própria

Segundo (Maroco, 2003), mesmo havendo variáveis independentes fortemente correlacionadas, não existe um valor limite para que se possa afirmar que haja problemas de estimação do modelo devido à colinearidade entre as variáveis, mas quanto às correlações

bivariadas entre variáveis independentes ($|R| > 0,75$) estas podem gerar problemas de multicolinearidade.

De acordo com a Tabela 5 as variáveis *DIM* e *EXDIV* apresentam um nível de correlação linear positiva e moderada (≈ 0.29) uma vez que o valor de dividendos distribuídos no ano económico relativamente anterior depende do crescimento da empresa, assim como as oportunidades de investimento (*INVEST*) que apresenta um coeficiente de correlação semelhante (≈ 0.30). Contudo, a análise econométrica não fica comprometida pois estes coeficientes obtidos encontram-se abaixo do limite admissível, 0.75. Assim sendo, é possível concluir que não existem problemas de multicolinearidade séria.

IV.3 Resultados da regressão linear múltipla

O painel obtido para formular a regressão linear múltipla (RLM) pretendida designa-se de *balanced*, ou seja, estamos perante um painel equilibrado onde temos o mesmo número de dados temporais para todos os indivíduos, neste caso para todas as empresas, tendo-se um painel balanceado (Nunes *et al*, 2013).

Para o cumprimento do nosso objetivo de estudo foram inicialmente abordadas seis hipóteses, pressupondo relações estatisticamente significativas entre a variável dependente, pagamento de dividendos, e as variáveis independentes, dividendos do ano anterior, endividamento, oportunidades de investimento, dimensão, rentabilidade e idade das empresas.

A Tabela 6 apresenta os resultados da estimação do modelo com todas as variáveis independentes incluídas na investigação, e que possivelmente explicam a nossa variável dependente, Pagamento de Dividendos (*PAGDIV*). A tabela inclui também os valores do R^2 e do R^2 ajustado.

Tabela 6 – Resultados da regressão linear múltipla

MRLM Variável Dependente: <i>PAGDIV</i>			
	<i>B</i>	<i>t</i>	<i>P-Value</i>
<i>EXDIV</i>	0,6052	71,6	0,000
<i>END</i>	2135,65	1,83	0,201
<i>INVEST</i>	-0,0036	-0,58	0,350
<i>DIM</i>	88521	18,56	0,000
<i>REND</i>	800223	24,83	0,000
<i>IDADE</i>	108,02	0,34	0,853
(Constante)	-1331581	-18,91	0,000

<u>Observações</u>	6 463
<i>F-statistic</i>	1755,92
<i>P-Value</i>	0,0000
R^2	0,6200
R^2 ajust.	0,6197

Fonte: Elaboração própria

Após as restrições impostas no painel de dados obtido, de forma a limitar o mesmo ao estudo das PME, foi elaborada a regressão em STATA de forma a correlacionar as variáveis independentes com a variável dependente, e o modelo estimado foi o seguinte:

$$\begin{aligned}
 PAGDIV_{i,t} = & -1331581 + 0.6052 \cdot EXDIV_{i,t} + 2135.65 \cdot END_{i,t} - 0.0036 \cdot INVEST_{i,t} \\
 & + 88521 \cdot DIM_{i,t} + 800223 \cdot REND_{i,t} + 108.02 \cdot IDADE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

O poder explicativo das variáveis independentes (R^2) e nomeadamente do R^2 ajustado face a variável dependente é relevante, sugerindo que as variáveis independentes são suficientes para explicar a política de dividendos (a variável dependente é explicada em cerca de 61,97% pelas variáveis independentes), reforçando-se assim a análise do modelo através dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS), também designado de regressão linear.

Os coeficientes das variáveis *END*, *INVEST* e *IDADE*, na regressão linear múltipla não são estatisticamente significativos a um nível de significância de 5% (pois os seus *p-values* são superiores a 0,05), isto é, não podemos afirmar que eles sejam diferentes de zero. Isto significa que as hipóteses H2, H3, e H6 não foram provadas. Já os coeficientes das variáveis *EXDIV*, *DIM* e *REND* da regressão linear múltipla são estatisticamente significativos para um nível de significância de 5%, pois os seus *p-values* são inferiores a 0,05. Isto significa que as hipóteses H1, H4 e H5 serão aceites, pois, os respetivos β são positivos.

A variável *EXDIV* apresenta uma correlação positiva e estatisticamente significativa com a distribuição de dividendos. Assim e de acordo com o que Lintner (1956) e Arrazola *et al* (1992) constatarem, as empresas que tenham distribuído dividendos nos anos anteriores, têm uma probabilidade mais elevada de distribuir dividendos nos anos seguintes, mantendo uma estabilidade na política de dividendos. Também nos estudos de Benzinho (2007) e Fernandes e Ribeiro (2013), os resultados demonstraram, empiricamente, uma correlação positiva e estatisticamente significativa entre a distribuição de dividendos no exercício e no exercício anterior.

Já como em grande parte da literatura encontrada, a variável *DIM* apresenta uma correlação estatisticamente significativa com a distribuição de dividendos, sendo que as empresas de maior dimensão são propensas a optar por uma política de distribuição de dividendos. Segundo a argumentação de Rozeff (1982) as empresas maiores pagam dividendos mais generosos com o intuito de diminuir os conflitos de agência entre gestores e acionistas.

A variável *REND* encontra-se de acordo com o sinal esperado e em coerência com os resultados encontrados por Lintner (1956), pois apresenta uma forte correlação estatística positiva com os dividendos distribuídos, desta forma a hipótese 5, onde a rendibilidade tende a ser relacionada positivamente com o pagamento de dividendos, foi comprovada. Resultado este que vai de encontro ao estudo de Almeida *et al* (2015), que admitiu como estatisticamente relevante esta variável.

Em suma, as variáveis *EXDIV*, *DIM*, e *REND* explicam, de acordo com o modelo adotado, a política de distribuição de dividendos, pois apresentam-se estatisticamente significantes. Neste estudo não foi possível confirmar que as variáveis *INVEST*, *END* e *IDADE*, tivessem influência na distribuição de dividendos.

De seguida, e de forma a complementar a nossa investigação, são apresentadas e analisadas nas Tabelas 7, 8 e 9 as regressões lineares múltiplas para cada classe de empresa: micro, pequenas e médias.

Tabela 7 – Resultados da regressão linear múltipla (micro empresas)

MRLM Variável Dependente: <i>PAGDIV</i>			
	<i>B</i>	<i>t</i>	<i>P-Value</i>
<i>EXDIV</i>	0,5367	13,17	0,000
<i>END</i>	-59,83	-0,11	0,909
<i>INVEST</i>	-0,0366	-0,73	0,466
<i>DIM</i>	10650	3,89	0,000
<i>REND</i>	41604	5,42	0,000
<i>IDADE</i>	-336,37	-1,55	0,123
(Constante)	-116773	-3,63	0,000

<u>Observações</u>	255
<i>F-statistic</i>	64,45
<i>P-Value</i>	0,0000
<i>R</i> ²	0,6093
<i>R</i> ² ajust.	0,5998

Fonte: Elaboração própria

Tabela 8 – Resultados da regressão linear múltipla (pequenas empresas)

MRLM Variável Dependente: PAGDIV			
	<i>B</i>	<i>t</i>	<i>P-Value</i>
<i>EXDIV</i>	0,4022	24,25	0,000
<i>END</i>	1900,4	1,28	0,201
<i>INVEST</i>	-0,0130	-0,93	0,350
<i>DIM</i>	81105	8,25	0,000
<i>REND</i>	536422	14,68	0,000
<i>IDADE</i>	-71,73	-0,19	0,853
(Constante)	-1164386	-8,21	0,000

<u>Observações</u>	1 474
<i>F-statistic</i>	232,13
<i>P-Value</i>	0,0000
<i>R</i> ²	0,4870
<i>R</i> ² ajust.	0,4849

Fonte: Elaboração própria

Tabela 9 – Resultados da regressão linear múltipla (médias empresas)

MRLM Variável Dependente: PAGDIV			
	<i>B</i>	<i>t</i>	<i>P-Value</i>
<i>EXDIV</i>	0,5048	24,77	0,000
<i>END</i>	13136	2,67	0,008
<i>INVEST</i>	-0,0415	-2,91	0,004
<i>DIM</i>	274877	6,86	0,000
<i>REND</i>	2639296	18,31	0,000
<i>IDADE</i>	1216,33	1,34	0,180
(Constante)	-4571572	-7,16	0,000

<u>Observações</u>	1 279
<i>F-statistic</i>	358,60
<i>P-Value</i>	0,0000
<i>R</i> ²	0,6285
<i>R</i> ² ajust.	0,6267

Fonte: Elaboração própria

Relativamente aos resultados obtidos através das regressões por classe de empresa, podemos verificar que as variáveis *EXDIV*, *DIM* e *REND* continuam a ser as variáveis explicativas da variável dependente para as classes de micro e pequenas empresas, mostrando-se estas estatisticamente significativas, contudo para a classe de médias empresas os coeficientes das variáveis *END* e *INVEST* já são estatisticamente significativos para um nível de significância de 5% e por conseguinte podemos concluir que o nível de endividamento das empresas, assim como as suas oportunidades de investimento têm influência na escolha da política de distribuição de dividendos nas médias empresas.

A variável *END* apresenta um coeficiente β positivo contrariamente ao esperado, sugerindo que as médias empresas distribuem dividendos mesmo tendo compromissos financeiros em curso, contrastando com a teoria do *Pecking Order*.

No caso da variável *INVEST*, também na classe de média empresas, o coeficiente β é negativo, o que vai de encontro à literatura e sugere que empresas que enfrentam oportunidades de investimento tendem a diminuir ou restringir o pagamento de dividendos, tendencialmente investindo os resultados em novos projetos/produtos.

Podendo afirmar-se assim, de acordo com os resultados obtidos pelas três regressões apresentadas, que apenas na classe de médias empresas com uma capacidade financeira, um volume de negócios e um ativo total superior, as variáveis *INVEST* e *END* se mostraram estatisticamente significativas, adicionalmente às outras três que já tínhamos referido. Contudo de acordo com a sua baixa representatividade na amostra face as micro ou pequenas empresas estas variáveis não se mostram estatisticamente significativas na regressão (geral) das PME, estando esta em concordância com as regressões obtidas para as micro e pequenas, no que toca à correlação estatisticamente significativa das variáveis independentes com a variável dependente.

V. CONCLUSÕES

V.1 Considerações finais

O presente estudo de investigação objetiva avaliar o impacto dos fatores que possam influenciar a política de distribuição dividendos das empresas, nomeadamente para as PME não cotadas, no contexto português. Não tendo sido ainda avaliado o impacto neste contexto, procura-se que seja um contributo para a expansão da investigação das PME no território português, pois relativamente a Portugal, a existência de um mercado de capitais com um papel limitado e uma estrutura de propriedade bastante concentrada, muitas vezes com forte presença familiar torna relevante o estudo do comportamento das empresas no que toca à distribuição dos resultados.

Para tal, foi utilizado neste estudo uma amostra de 2216 empresas não cotadas no mercado português entre os anos de 2010 e 2017, amostra esta que foi reduzida devido às restrições já mencionadas. Utilizou-se esta amostra, no formato de dados em painel, para poder estudar através de um modelo econométrico a relação entre o Pagamento de Dividendos (variável dependente) e um conjunto de variáveis independentes. O modelo de regressão linear múltipla baseou-se no MMQO (Método dos Mínimos Quadrados Ordinários) onde a variável dependente representada para os 8 anos (período de análise dos resultados) foi o *PAGDIV* (Pagamento de Dividendos).

Já na linha teórica da investigação o objetivo foi compreender quais as teorias existentes na literatura que fossem passíveis de justificar a escolha de uma determinada política de distribuição de dividendos em detrimento de outra, sendo que se destacam algumas teorias. A Teoria da Sinalização, que emerge dos problemas de assimetria de informação existente entre os acionistas e gestores, e que afirma que os dividendos são de carácter informativo e tem como objetivo transmitir informações ao mercado (Miller e Rock, 1985). A Teoria da Agência, defendida por Easterbrook (1984), que argumenta que os conflitos de interesse entre gestores e acionistas podem ser colmatados através do pagamento de dividendos ou do seu aumento. Emergindo deste mesmo efeito, a Teoria da Sinalização, tem como intuito anunciar ao mercado perspectivas de crescimento futuro de forma a atrair investidores (Watts, 1973), e perante esta teoria, a conclusão obtida no estudo indica que a rendibilidade é um dos fatores que influencia

a distribuição de dividendos, relação positiva encontrada também nos trabalhos de Imran (2011). A Teoria da Irrelevância dos Dividendos, criada por MM (1961), que admite a inexistência de impostos, num contexto de mercado de capitais perfeito. Esta teoria apresenta uma adversa, a Teoria da Relevância dos Dividendos relatada por Lintner (1956) e Gordon (1959) onde é dito que os investidores preferem receber dividendos do que ficar na incerteza de obter ganhos através de capital, que nos leva à teoria do pássaro na mão (*bird-in-the-hand theory*). Também de referir a Teoria *Pecking Order*, sugerida por Donaldson (1961), que revela que as empresas tendem a preferir o autofinanciamento às fontes de financiamento externas, como a dívida e o capital próprio, pelo facto de os recursos externos serem mais dispendiosos e o custo aumentar com a informação assimétrica.

Os resultados do estudo empírico realizado, com recurso ao *software* de análise estatística *STATA 15.1*, demonstram que existem fatores que influenciam significativamente a política de dividendos praticada pelas micro, pequenas e médias empresas presentes no mercado português.

A seguinte figura (Figura 3) sistematiza os resultados da regressão linear múltipla formulada, tendo em conta o resultado que seria expectável encontrar, de acordo com a literatura.

Figura 3 – Resultados do estudo empírico realizado

Questão da investigação	Variáveis independentes	Sinal esperado da relação	Sinal encontrado da relação	Relação estatisticamente significativa?	Variável dependente
Quais os determinantes da política de dividendos nas PME não cotadas, no contexto português?	<i>Ex-dividends</i>	+	+	Sim	Pagamento de Dividendos
	Endividamento	-	+	Não	
	Op. Investimento	-	-	Não	
	Dimensão	+	+	Sim	
	Rendibilidade	+	+	Sim	
	Idade	+	+	Não	

Fonte: Elaboração própria

Foram identificados como determinantes da política de dividendos os dividendos do ano anterior (*EXDIV*), a dimensão da empresa (*DIM*) e a rentabilidade (*REND*) por apresentarem resultados estatisticamente significativos de correlação com a variável dependente (*PAGDIV*) para o período em análise e para a regressão geral do nosso estudo, pois no caso da regressão elaborada para a classe de médias empresas, e para além das variáveis mencionadas, as oportunidades de investimento (*INVEST*) e o endividamento (*END*) apresentam também correlação com a variável dependente.

Os resultados obtidos sugerem que um aumento nas variáveis independentes: dimensão, rentabilidade e *ex-dividends*, ou seja, se a rentabilidade dos ativos de uma empresa aumentar, o total do ativo aumentar e os dividendos distribuídos no ano economicamente anterior forem maiores, respetivamente, traduz-se num aumento dos dividendos distribuídos.

O Quadro 8 apresenta as hipóteses testadas e as decisões tomadas (aceitação ou rejeição) através da significância dos coeficientes da regressão linear múltipla e dos sinais dos mesmos. Notemos que para cada hipótese, a hipótese nula que é testada (através da significância de cada coeficiente da regressão linear múltipla) é: “A variável X não está correlacionada com a variável dependente distribuição de dividendos” (ou seja, o respetivo coeficiente é igual a zero). No Quadro 8 apresentam-se as hipóteses alternativas, isto é, complementares das respectivas hipóteses nulas. As hipóteses alternativas são aceites quando se rejeita a respectiva hipótese nula.

Quadro 8 – Testes das hipóteses formuladas

Hipóteses	Variáveis	Hipótese	Aceitação da hipótese
H ₁	<i>EXDIV</i>	Os dividendos distribuídos no exercício económico imediatamente anterior, estão positivamente correlacionados com a distribuição de dividendos no ano seguinte, <i>ceteris paribus</i> .	Sim
H ₂	<i>END</i>	Os dividendos distribuídos pela empresa estão correlacionados negativamente com o nível de endividamento da empresa, <i>ceteris paribus</i> .	Não
H ₃	<i>INVEST</i>	Os dividendos distribuídos estão negativamente correlacionados com as oportunidades de investimento, <i>ceteris paribus</i> .	Não
H ₄	<i>DIM</i>	Os dividendos distribuídos estão positivamente correlacionados com a dimensão da empresa, <i>ceteris paribus</i> .	Sim

H ₅	<i>REND</i>	Os dividendos distribuídos estão correlacionados positivamente com a rendibilidade da empresa, <i>ceteris paribus</i> .	Sim
H ₆	<i>IDADE</i>	A distribuição de dividendos de uma empresa está positivamente correlacionada com a sua idade, <i>ceteris paribus</i> .	Não

Fonte: Elaboração própria

Depois da conceptualização teórica, as variáveis apresentadas foram consideradas essenciais a incluir no nosso modelo. E pela análise dos nossos resultados empíricos, uma das primeiras ilações que podemos retirar é o facto, de apenas três das variáveis, apresentarem uma correlação estatisticamente significativa com a variável dependente, pagamento de dividendos.

A primeira hipótese do nosso estudo foi confirmada, apresentando-se como estatisticamente significativa a variável dos dividendos do ano anterior (*EXDIV*), sendo assim um dos determinantes que explica a política de distribuição das PME.

Por outro lado, os resultados obtidos na regressão para a nossa segunda hipótese “Os dividendos distribuídos pela empresa estão correlacionados negativamente com o nível de endividamento da empresa”, levam-nos a rejeitá-la porque a variável apresenta valores que não são estatisticamente significativos ($p\text{-value} > 0,05$).

O mesmo acontece relativamente à variável *INVEST* por não apresentar resultados estatisticamente significativos, sendo que o $p\text{-value}$ apresenta valores bastante superiores aos níveis de significância utilizados 1, 5 e 10% ($p\text{-value}=0,350$). Mesmo que confirmada a correlação entre esta variável e a classe das médias empresas, como demonstrado anteriormente, não nos permite o resultado global afirmar que esta variável tenha impacto na nossa variável dependente, o pagamento de dividendos.

No entanto, as hipóteses 4 e 5 relativas às variáveis dimensão e rendibilidade, respetivamente, para além de se mostrarem estatisticamente significativas, ao nível de 1%, também apresentam um coeficiente (β) positivo (elevado) e de acordo com o sinal esperado (como podemos verificar no Quadro 9 abaixo apresentado).

A hipótese 6, relativa à variável *IDADE* é também rejeitada por não apresentar uma correlação estatisticamente significativa, com um $p\text{-value}$ muito elevado.

Quadro 9 – Contributo dos resultados da regressão obtida

Variáveis que explicam a variável dependente	<i>t-statistic</i>	<i>p-value</i>	Contributo dos resultados
<i>EXDIV</i> - Dividendos do ano anterior	71,6	0,000	Os resultados obtidos, e suportados pela literatura, permitem verificar que os dividendos distribuídos no exercício económico imediatamente anterior (Lintner, 1956), a rentabilidade do ativo (Denis e Osobov, 2007), e a dimensão da empresa (Crutchley e Hansen (1989) influenciam a política de distribuição de dividendos das PME portuguesas. As PME portuguesas apresentam uma tendência a distribuir dividendos, a partir do momento que apresentam dividendos distribuídos no ano anterior, e experimentam um aumento na distribuição dos mesmos à medida que a rentabilidade e/ou a dimensão da empresa também aumenta.
<i>REND</i> - Rentabilidade do ativo	24,83	0,000	
<i>DIM</i> - Dimensão da empresa	18,56	0,000	

Fonte: Elaboração própria

Para terminar, é de salientar que a amostra investigada é relativa a um período de oito anos, englobando o período de recuperação financeira (2013-2015), e por isso a metodologia e os resultados têm aplicabilidade na atualidade e, apesar das teorias e estudos não apresentarem unanimidade no meio científico quanto à teoria que melhor explica a distribuição de dividendos é de ter em conta esta investigação pioneira no campo das PME, num contexto português. Ainda que não haja um fator único que explique na totalidade a escolha da política de distribuição de dividendos, concluímos de forma satisfatória a relevância de três fatores para as políticas de distribuição de dividendos

V.2 Limitações ao estudo

Na progressiva realização deste estudo, foram surgindo várias barreiras que ditaram constantes modificações, salientando-se as mais importantes. Previamente, uma das variáveis dependentes, número de acionistas da empresa, foi seleccionada como uma variável propensa a ter relação e influenciar a escolha da política de dividendos por parte da empresa (Rozeff, 1982; Farinha, 2003). Contudo não foi possível investigar a mesma dada a indisponibilidade dos dados necessários na base de dados a que se recorreu.

Uma outra limitação, deveu-se ao facto de que mais de 50% das empresas da amostra, inicialmente fornecida, não apresentarem distribuição de dividendos para o período em estudo, tendo sido reduzida significativamente a amostra pois o estudo refere-se apenas a empresas que distribuíram dividendos.

Por último, uma possível limitação poderá ser o facto de não se contemplar, como efeito de diferenciação, as várias opções de endividamento assim como a inclusão de, apenas, variáveis de natureza quantitativa.

V.3 Linhas de investigação futura

O nosso estudo assentou sobre PME portuguesas, de forma a tentar encontrar a variável ou variáveis que tenham impacto na política de distribuição de dividendos das mesmas. E em bom rigor haverá outras, para além das variáveis analisadas, não só de natureza quantitativa, mas também de natureza qualitativa que possam explicar de forma mais específica e/ou apropriada a variável dependente, pagamento de dividendos. Sendo que em linha de investigação futura, esta inclusão no estudo de variáveis de outra natureza poderá ser uma forma de obter uma outra perspetiva, melhorada e mais consistente.

Como sugestão de estudos futuros, recomenda-se o aprofundamento e investigação de metodologias para avaliar a possibilidade de um melhor ajustamento dos dados e possibilitar a inclusão de variáveis não testadas, como referido anteriormente.

Apresentamos também como sugestão aprofundar as especificidades legais que afetam a política de dividendos, podendo também ser esse estudo alargado às grandes empresas e/ou empresas do setor financeiro, que não fazem parte do estudo pelo facto de estas utilizarem políticas diferentes dos restantes setores, elaborando-se nesse sentido uma análise global.

A vasta literatura apresentada no presente estudo, poderá servir de base para o seguimento da investigação das PME portuguesas, uma vez que o fenómeno da não distribuição de dividendos não foi considerado neste estudo. Assim como a aplicação da metodologia aqui utilizada para uma amostra de maiores dimensões e/ou com outras variáveis a testar e comparar, dando-se como um exemplo a comparação de duas amostras de PME, uma onde as empresas apresentem a distribuição dos resultados e outra sem essa distribuição, para que se possa confirmar se os resultados obtidos nesta investigação se mantêm.

VI. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adediran, S. A., & Alade, S. O. (2013). Dividend Policy and Corporate Performance in Nigeria. *American Journal of Social and Management Sciences*, 4(2), 71-77.
- Agrawal, A., & Jayaraman, N. (1994). The dividend policies of all-equity firms: A direct test of the free cash flow theory. *Managerial and Decision Economics*, 15(2), 139-148.
- Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 35(1), 1-12.
- Aivazian, V., & Booth, L. (2003). Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? *The Journal of Financial Research*, 26(3), 371-387.
- Albu, N., & Pălărie, I. (2016). "Convergence of Romanian accounting regulations with IFRS. A longitudinal analysis". *Audit Financiar*, 19(6 (138)), 634-641.
- Almeida, L., Pereira, E., & Tavares, F. (2015). Determinantes da Política de Dividendos: evidência de Portugal. *Review of Business Management*, 17(54), 701-719.
- Almeida, M. A., Santos, J. F., & Ferreira, L. F. (2010). Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto que possuem investimentos públicos. *RBGN - Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, pp. 369-387.
- Al-Najjar, B. (2009). Dividend Behaviour and Smoothing New Evidence from Jordanian Panel Data. *Studies in Economics and Finance*, 26(3), 182-197.
- Alonso, P. A., Iturriaga, F. J., & Sanz, J. R. (2005). Financial decisions and growth opportunities: a. *Applied Financial Economics*, 15(6), 391-407.
- Ambarish, R., John, K., & Williams, J. (1987). Efficient Signalling with Dividends and Investments. *The Journal of Finance*, 42(2), 321-343.
- Anil, K., & Kapoor, S. (2008). Determinants of Dividend Payout Ratios—A Study of Indian Information Technology Sector. *International Research Journal of Finance and Economics*, 450, 63-73.
- Arrazola, M., Hevia, J., & Mato, G. (1992). Determinantes de la distribución de dividendos. *Investigaciones Economicas*, 16(2), 235-258.
- Augusto, M. A. (2004). Política de dividendos e estrutura de capitais : uma abordagem integrada no contexto das empresas da indústria transformadora portuguesa. *Tese de doutoramento em Organização e Gestão de Empresas*.
- Bagüés, E., & Fumás, V. (1995). Explicaciones alternativas para la política de dividendos: analisis empírico con datos empresariales españoles. *Investigaciones económicas*, 19(3), 329-348.

- Bailey, W. (1988). Canada's dual class shares: Further evidence on the market value of cash. *Journal of Finance*, 43, 1143-1160.
- Baker, K., & Powell, G. (1999). How Corporate Managers View Dividend Policy. *QJBE*, 38(2).
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 73, 271-288.
- Benzinho, J. (2007). The dividend policy of the Portuguese corporations: Evidence from Euronext Lisbon. *MPRA Paper n° 1137*, 1-15.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5-8.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1-22.
- Bortz, G. A., & Rust, J. P. (1984). Why Do Companies Pay Dividends? Comment. *The American Economic Review*, 74(5), 1135-1136.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2003). Payout policy in the 21st Century. *NBER Working Paper No. 9657*.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2008). Brealey, Myers, and Allen on Capital Budgeting, Capital Structure, and Agency Issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(4), 46-57.
- Brennan, M. J. (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 23(4), 417-427.
- Brick, I., Luo, G. Y., & Frierman, M. (2002). Strategic Decision Making of the Firm Under Asymmetric Information. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 19(2), 215-237.
- Bunea, C., & Petre, M. (2012). Issues on using the Discounted Cash Flows Methods for Asset Valuation. *ECONOMIC BUSINESS BRAILA*, 257-264.
- Comissão Europeia. (2003). Definição de micro, pequenas e médias empresas. *Recomendação da Comissão Europeia (2003/361/CE)*.
- Corso, R. M., Kassai, J. R., & Lima, G. A. (2010). Distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio versus retorno de ações. *Anais do Congresso USP Controladoria e Contabilidade*.
- Couto, G., & Ferreira, S. (2010). Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20. *Rev. Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1-2), 26-38.

- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, 18(4), 36-46.
- DeAngelo Harry, & DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 293-315.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1990). Dividend policy and financial distress: an empirical investigation of troubled NYSE firms. *Journal of Finance*, 45(5), 1415-1431.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72, 425-456.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Décourt, R. F. (2009). O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa. *Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre*, p. 138.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2007). Why Do Firms Pay Dividends? *International Evidence on the Determinants of Dividend Policy*.
- Dittmar, A. (2000). Why do firms repurchase stock? *Journal of Business*, 73, 331-335.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Elton, E. J., & Gruber, M. K. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68-74.
- Estatística, I. N. (2019). *Empresas em Portugal 2017*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, I. P.
- European Comission. (2009). *Think Small First, Considering SME interests in Policy Making, Report of the Expert Group*. Enterprise and Industry Directorate General.
- European Comission. (2018). *European SMEs Under Pressure, Annual Report on EU Small and Medium-Sized Enterprises 2017/2018*. PwC Luxembourg;CARSA;LE Europe;DIW Econ.
- European Commission. (2018). *Annual Report on European SMEs 2017/2018. SMEs growing beyond borders*. PwC Luxembourg; CARSA; LE Europe; DIW Econ;.

- Fama , E., & French, K. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15, 1-33.
- Fama, E. F. (1974). The Empirical Relationships between the Dividend and Investment Decisions of Firms. *The American Economic Review*, 64(3), 304-318.
- Fama, E. F., & Babiak, H. (1968). Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association*, 63(324), 1132-1161.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics Or Lower Propensity To Pay? *SSRN Electronic Journal*.
- Farinha, J. (2003). Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(9-10), 1173-1209.
- Farinha, J., & López-de-Foronda, Ó. (2009). The relation between dividends and insider ownership in different legal systems: International evidence. *European Journal of Finance*, 15(2), 169-189.
- Fernandes , D. J., & Ribeiro, A. M. (2013). Fatores determinantes da política de distribuição de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras da Euronext Lisbon. *Estudos do ISCA*, 4(7), 1-12.
- Fernandez , J. M. (1988). La decision de distribuir dividendos: investigacion empírica en la gran empresa española. *Investigaciones Económicas*, 12(2), 243-258.
- Ferreira , M., Massa , M., & Matos, P. P. (2010). Dividend Clientes Around the World: Evidence from Institutional Holdings. *SSRN Electronic Journal*.
- Fonteles , I. V., Júnior, C. A., Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. (2012). Política de Dividendos das Empresas Participantes do Índice Dividendos da Bm&FBovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 23(3), 173-204.
- Forti, C., Peixoto, F., & Alves , D. (2015). Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade Financeira*, 26(68), 167-180.
- Gordon, M. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), pp. 99-105.
- Gordon, M. (1963). Optimal Investment and financing policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science*, 3(1), pp. 102-110.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, 57, 1649-1684.
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., & Thaler, R. H. (2005). Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. *The Journal of Business*, 78(5), 1659-1682.

- Gu, Z., Lee, C.-W., & Rosett, J. (2005). What Determines the Variability of Accounting. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24, 313-334.
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics* (4^a ed.). McGraw-Hill.
- Guzmán, I. (2004). Factores explicativos del reparto de dividendos a cuenta en las empresas españolas. *Working Papper 2004-09, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*, 1-24.
- Hahn, A. V., Nossa, S., Teixeira, A., & Nossa, V. (2010). Um Estudo sobre a Relação entre a Concentração Acionária e o Nível de Payout das Empresas Brasileiras Negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 21, 15-48.
- Hakansson, N. H. (1982). Dividend Policy and Valuation: Theory and Test. *The Journal of Finance*, 37(2), 415-428.
- Holt, R. W. (2003). Investment and dividends under irreversibility and financial constraints. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 27(3), 467-502.
- Iacob, C., & Buşe, S. (2010). Necessity And Reality Between Information Transparency In Performance SMEs To Track. *Annals of the University of Petrosani, Economics*, 10(4), 117-124.
- Imran, K. (2011). Determinants of Dividend Payout Policy: A Case of Pakistan Engineering Sector. *Romanian Economic Journal*, 14(41), 47-60.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(02), 247-263.
- Jensen, M. C. (2004). The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance. *European Financial Management*, 10(4), pp. 549-565.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Júnior, D., & Ponte, V. (2015). Política de dividendos e fluxos de caixa: um estudo à luz da Teoria da Sinalização. *Revista Ciências Administrativas*, 21(1), 211-236.
- Kalay, A. (1980). Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15(4), 855-869.
- Kane, A., Lee, Y. K., & Marcus, A. (1984). Earnings and Dividend Announcements: Is There. *The Journal of Finance*, 39(4), 1091-1099.
- La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3-27.

- La Porta, R., Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, LV(1).
- Lam, K. C., Sami, H., & Zhou, H. (2012). The role of cross-listing, foreign ownership and state ownership. *China Journal of Accounting Research*, 5(3), 199-216.
- Laub, M. P. (1972). Some Aspects of the Aggregation Problem in the Dividend-Earnings Relationship. *Journal of the American Statistical Association*, 67(339), 552-559.
- Lease, R., John, K., Loewenstein, U., & Sarig, O. (1999). Dividend Policy: Its Impact on Firm Value. *OUP Catalogue*.
- Lie, E. (2005). Operating performance following dividend decreases and omissions. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 27-53.
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), pp. 97-113.
- Long, J. (1978). The market valuation of cash dividends: A case to consider. *Journal of Financial Economics*, 6, 235-264.
- López-García, J., & Sogorb-Mira, F. (2008). Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs. *Small Business Economics*, 38, 117-136.
- Malik, F., Gul, S., Khan, M. T., Rehman, S., & Khan, M. (2013). Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions of Financial and Non-Financial Firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(1).
- Maroco, J. (2003). *Análise Estatística com utilização do SPSS*. (2ª ed.). Lisboa: L. Edições Sílabo, Ed.
- Michaelis, R., Thaler, R. H., & Womack, K. L. (1995). Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? *The Journal of Finance*, 50(2), 573-608.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1978). Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*, 6(4), 333-364.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Miller, M., & Sholes, M. (1982). Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence. *Journal of Political Economy*, 90(6), 1118-1141.
- Mubin, M., Ahmed, M., Farrukh, M., & Hussain, A. (2014). Determinants of Dividend with Industry-wise Effect – Evidence. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(3), 62-69.

- Myers, S. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Neag, R., Masca, E., & Pășcan, I. (2009). Actual Aspects Regarding the IFRS for SME - Opinions, Debates and Future Developments. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 11 (1), 32-42.
- Neto, A., & Lima, F. G. (2010). *Fundamentos de administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- Niekel, M. N. (1994). Factores influyentes en el reparto de dividendos: analisis de regresion aplicado a la bolsa de madrid. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 24(78), 33-69.
- Nunes, P. M., Gonçalves, M., & Serrasqueiro, Z. (2013). The influence of age on SMEs' growth determinants: empirical evidence. *Small Business Economics*, 40, 249-2712.
- Patra, T., Poshakwale, S., & Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), 1079-1087.
- Perretti, G. F., Allen, M. T., & Weeks, H. (2013). Determinants of dividend policies for ADR firms. *Managerial Finance*, 39(12), 1155-1168.
- Poterba, J. (1986). The market valuation of cash dividends: The Citizens Utilities case. *Journal of Financial Economics*, 15, 395-406.
- Ribeiro, A. (2010). Determinantes da política de dividendos: Evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 9(1-2), 15-25.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Salsa, M. L. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Tourism & Management Studies*(6), pp. 162-174.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. (1999). Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Solomon, E. (1963). Leverage and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 18(2), 273-279.

- Solomon, E. (1963). *Theory of Financial Management*. Columbia University Press.
- Stein, J. C. (1996). Rational Capital Budgeting In An Irrational World. *The Journal of Business*, 69(4), 429-455.
- Veneziani, M., Carini, C., Bendotti, G., & Teodori, C. (2008). Content and quality of information: analysis of the management discussion session in. *EIASM 2010*.
- Vera, A. (2007). Política de dividendos, riesgo, endeudamiento y estructura de propiedad: un análisis para el mercado español. *El trimestre económico*, 74(296(4)), 929-960.
- Verbeek, M. (2004). *A Guide to Modern Econometrics* (2^a ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Ltda.
- Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling: An empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139-183.
- Walter, J. E. (1956). Dividend Policies and Common Stock Prices. *The Journal of Finance*, 11(1), 29-41.
- Watts, R. (1973). The Information Content of Dividends. *The Journal of Business*, 46(2), 191-211.
- Williams, J. B. (1938). *The theory of investment value*. Cambridge: Harvard University Press.

VII. APÊNDICES

Apêndice 1

Autor	Teoria da Irrelevância	Teoria da Relevância	Teoria "Bird-in-the-hand"	Teoria da Sinalização	Teoria dos Custos de Agência	Teoria do Pecking Order	Teoria do Efeito Clientela	Teoria Residual	Teoria do Catering
Lintner (1956)		X							
Gordon e Shapiro (1956)		X	X						
Gordon (1959)		X	X						
Miller e Modigliani (1961)	X						X		
Donaldson (1961)						X			
Elton e Gruber (1970)							X		
Laub (1972)				X					
Watts (1973)		X		X					
Black e Sholes (1974)	X								
Jensen e Meckling (1976)					X				
Ross (1977)				X					
Miller e Sholes (1978)							X		
Aharony e Swary (1980)		X		X					
Vermaelen (1981)		X							
Hakansson (1982)	X								
Myers e Majluf (1984)						X			
Bortz e Rust (1984)								X	
Kane <i>et al</i> (1984)		X							
Easterbrook (1984)	X				X				
Miller e Rock (1985)				X	X				
Ambarish <i>et al</i> (1987)				X					
Crutchley e Hansen (1989)	X				X				
DeAngelo e DeAngelo (1990)		X							
Michaely <i>et al</i> (1995)		X							
Stein (1996)									X
Lease <i>et al</i> (1999)				X					
La Porta <i>et al</i> (2000)					X				
Jensen (2004)									X
Baker e Wurgler (2004)									X
DeAngelo <i>et al</i> (2006)	X								
Salsa (2010)				X	X			X	
Corso, Kassai e Lima (2010)				X					
Lam <i>et al</i> (2012)							X		
Patra <i>et al</i> (2012)						X			

Fonte: Elaboração própria

Apêndice 2

Características	Estudos	Tipo de relação
<u>Dividendos do exercício anterior</u>	Lintner (1956)	+
	Grullon et al (2005)	+
	Ferreira et al (2010)	+
	Mubin et al (2014)	+
<u>Endividamento</u>	Jensen et al (1992)	—
	Agrawal e Jayaraman (1994)	—
	Brick et al (2002)	—
	Farinha e Lópes-de-Foronda (2009)	—
	Lie (2005)	—
<u>Oportunidades de investimento</u>	Holt (2003)	—
	Aivazian e Booth (2003)	—
	Alonso et al (2005)	—
	Denis e Osobov (2007)	—
	Adediran e Alade (2013)	—
<u>Dimensão da empresa</u>	Rozeff (1982)	+
	Crutchley e Hansen (1989)	+
	Aivazian e Booth (2003)	+
	Denis e Osobov (2007)	+
	Salsa (2010)	+
	Perretti et al (2013)	+
<u>Rendibilidade</u>	Jensen et al (1992)	+
	Fama e French (2001)	+
	DeAngelo et al (2004)	+
	Lie (2005)	+
	Denis e Osobov (2007)	+
	Ribeiro (2010)	+
<u>Idade</u>	Gu Lee e Rosett (2005)	+
	Forti et al (2015)	+

Fonte: Elaboração própria

VIII. ANEXOS

Anexo 1

Anos	PME			
	Total	Micros	Pequenas	Médias
2004	3 045 194	1 675 780	801 363	568 051
2005	3 104 494	1 736 224	802 230	566 040
2006	3 153 281	1 745 474	827 554	580 253
2007	3 258 223	1 816 254	841 593	600 376
2008	⊥ 3 291 889	⊥ 1 846 263	⊥ 842 130	⊥ 603 496
2009	3 176 056	1 796 950	802 304	576 802
2010	3 069 196	1 731 624	778 116	559 456
2011	2 976 970	1 690 400	743 629	542 941
2012	2 791 760	1 605 077	678 276	508 407
2013	2 758 702	1 613 327	646 510	498 865
2014	2 805 998	1 640 265	655 303	510 430
2015	2 897 135	1 682 942	684 687	529 506
2016	2 994 706	1 724 942	713 513	556 251
2017	3 114 405	1 785 234	744 038	585 133

Anexo 2

Anos	PME			
	Total	Micros	Pequenas	Médias
2004	1 114 354	1 064 115	43 806	6 433
2005	1 150 515	1 099 975	44 149	6 391
2006	1 171 093	1 119 032	45 513	6 548
2007	1 233 432	1 180 255	46 398	6 779
2008	⊥ 1 260 302	⊥ 1 207 098	⊥ 46 383	⊥ 6 821
2009	1 222 488	1 171 689	44 253	6 546
2010	1 167 168	1 117 787	42 968	6 413
2011	1 135 153	1 088 145	40 815	6 193
2012	1 085 894	1 043 003	37 118	5 773
2013	1 118 427	1 077 294	35 446	5 687
2014	1 146 119	1 104 490	35 870	5 759
2015	1 180 331	1 136 865	37 515	5 951
2016	1 213 107	1 167 993	38 866	6 248
2017	1 259 234	1 212 059	40 547	6 628

Anexo 3

Anos	Dimensão		
	Total	PME	Grandes
2004	1 115 456	1 114 354	1 102
2005	1 151 610	1 150 515	1 095
2006	1 172 219	1 171 093	1 126
2007	1 234 633	1 233 432	1 201
2008	⊥ 1 261 452	⊥ 1 260 302	⊥ 1 150
2009	1 223 578	1 222 488	1 090
2010	1 168 265	1 167 168	1 097
2011	1 136 256	1 135 153	1 103
2012	1 086 915	1 085 894	1 021
2013	1 119 447	1 118 427	1 020
2014	1 147 154	1 146 119	1 035
2015	1 181 406	1 180 331	1 075
2016	1 214 206	1 213 107	1 099
2017	1 260 436	1 259 234	1 202

Anexo 4

