

FINANÇAS



EFEITO SUBPRIME NA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS EM PORTUGAL

SUBPRIME EFFECT ON THE DISTRIBUTION OF DIVIDENDS IN PORTUGAL

Luís António Gomes Almeida
Universidade de Aveiro - Portugal

Fernando Oliveira Tavares
Universidade Portucalense Infante D. Henrique

Elisabeth Teixeira Pereira
Universidade de Aveiro - Portugal

Data de submissão: 26 dez. 2014. **Data de aprovação:** 14 jun. 2015. **Sistema de avaliação:** Double blind review. Universidade FUMEC / FACE. Prof. Dr. Henrique Cordeiro Martins, Prof. Dr. Cid Gonçalves Filho, Prof. Dr. Luiz Claudio Vieira de Oliveira

RESUMO

A política dos dividendos é um dos temas que têm concebido mais trabalhos teóricos e empíricos na área das finanças empresariais, pois dividendos são considerados uma das decisões financeiras e empresariais mais importantes na vida das empresas, estando associados às políticas de investimento e de financiamento, ainda que seus determinantes não sejam de escolha unânime. No intuito de dar mais um contributo na resolução dessa problemática, testam-se empiricamente o efeito subprime com a inclusão de uma dummy, e outros determinantes financeiros, pela aplicação do método de regressão linear múltipla às empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon, no período de 1997 e 2013. Os resultados sugerem a influência do valor de mercado, resultados e rentabilidade, oportunidades de crescimento e de investimento no montante de dividendos distribuídos pela empresa.

PALAVRAS-CHAVE

Política de Dividendos. Euronext Lisboa. Fluxo de Caixa. Passeio Aleatório. Mercado de Capitais.

ABSTRACT

The dividend policy is one of the themes that most created theoretical and empirical works on the corporate finance field, whereas the dividends are considerate one of the most important decisions on the life of a company, which are associated to the policies of investment and financing, and their determinants are not consensual. With the intention to improve the contribution to the resolution of this problematic were tested several the subprime effect with the inclusion of a dummy, and others financial determinants, through the application of the method of multiple linear regressions to the non-financial listed companies on the Euronext Lisbon, between 1997 and 2013. The results suggest the existence of indicators such as the stability, the value of the market, the opportunities of growing and investment the amount of dividends distribute through the company.

KEYWORDS

Dividend Policy. Euronext Lisbon. Cash Flow. Random Walk. Capital Markets.

INTRODUÇÃO

Os registros sobre a política de dividendos remontam ao ano de 1938, quando John Burr Williams estabeleceu uma relação entre os dividendos e o valor da empresa. Contudo, foi nas décadas de 1950 e 1960 que essa temática ganhou mais ênfase, tornando-se, até os dias de hoje, um dos temas mais controversos na área das finanças empresariais. A política de dividendos personifica-se na tomada de decisão referente à fração do resultado líquido a ser retido na empresa e, concludentemente, com a fração a ser distribuída aos acionistas.

Gordon (1959) definiu os dividendos como a forma de pagamento fragmentada que os investidores esperam receber: é uma parcela realizada de rentabilidade do capital que estes investiram na empresa. No entanto, o pagamento de dividendos

poderá proporcionar reações nas cotações, afetando o retorno oriundo dos ganhos de capital.

Damodaran (2002) considera que as empresas recebem *cash flow* decorrente das suas atividades, tendo de decidir sobre o destino desse *cash flow*, reinvestir ou distribuir pelos acionistas. O autor defende que, ao optar pela distribuição, esta pode ocorrer sob a forma de dividendos ou recompra de ações, entre outros. Sobre essa motivação, o presente estudo propõe-se analisar os determinantes da política de dividendos das empresas não financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon*, no período de 1997 a 2013. Brealey e Myers (2008) consideram que a política de dividendos resulta do *trade off* entre a retenção de resultados, a distribuição sob a forma de dividendos e a emissão de novas ações. Resulta desse *trade off* a adoção de uma política de di-

videndos, a qual determina a percentagem do resultado a ser distribuído sob a forma de dividendos.

Essa política afeta o *free cash flow* da empresa: se distribuir dividendos, proporciona maior retorno aos seus acionistas, contudo, pretere o investimento em seu próprio benefício (LINTNER, 1956), diminui a liquidez dos seus ativos e os excedentes de *cash-flows*. Assim, tem impacto direto nas estratégias de financiamento, investimento, estrutura de capital e todas as demais áreas financeiras da empresa, o que a projeta para a “galeria” das decisões financeiras mais importantes na vida das empresas.

Essa importância fez com que os dividendos, desde a década de 1950, tenham servido de cenário a vasta investigação teórica e empírica nas áreas econômico-financeiras. Contudo, os resultados empíricos e formulações teóricas não são consensuais na escolha dos determinantes mais significativos da política de dividendos para as empresas cotadas nos diversos mercados de capitais. Exemplo dessa controvérsia está esplanado nas diversas conclusões e evidências empíricas encontradas por diversos autores, por exemplo, Lintner (1956). O autor defende que a política de dividendos é determinada fundamentalmente pelo resultado líquido e *payout* do exercício anterior, sendo essa política relevante para o valor da empresa.

Damodaran (2002) afirma que a política de dividendos tende a seguir o ciclo de vida da empresa, e Modigliani e Miller (1961) consideravam que a política de dividendos é irrelevante para o valor da empresa. Esses são alguns dos exemplos que contribuem para alimentar essa controvérsia. As divergências encontradas na literatura existente levaram Rozeff (1982) a afirmar

que a política de dividendos é uma área das finanças com várias questões sem respostas. Brealey e Myers (2008) caracterizaram os dividendos como “a controvérsia dos dividendos”. Black (1976, p. 5) classifica o tema como “*dividend puzzle*”, ideia explícita na sua afirmação: “*The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don’t fit together*”.

Ao longo desses anos, na tentativa de compreensão e solução deste enigma, foram proliferando diferentes teorias, como a da Relevância dos Dividendos, a da Irrelevância dos Dividendos, sinalização, agenciamento, efeito clientela e, mais recentemente, sob a ótica das finanças comportamentais, a teoria do *Catering*. Contudo, não convergiram para uma posição unânime, continuando, assim, em aberto a novas investigações.

BREVE REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Na literatura, encontram-se diversas teorias que tentam explicar e definir os determinantes da política de dividendos seguida pelas empresas. Lintner (1956), considerado como o grande impulsionador dos estudos nessa área, sustenta a relevância da política de dividendos no valor da empresa, estabelecendo uma relação direta entre a distribuição de dividendos e a cotação das ações. Lintner (1956) defende que os dividendos distribuídos pelas empresas são resultantes de dois grandes fatores, o resultado líquido e o *dividend payout*, e que a política de dividendos superintende a política de investimentos.

Lintner (1956) concluiu também que as empresas eram avessas a diminuir o *payout*. Mesmo em ambiente de escassez, as empresas optam por recorrer ao endividamento para manterem uma certa estabilidade na

sua política de dividendos. Consideradas como a teoria embrionária desse tema, as ideias foram testadas empiricamente ao longo dessas décadas, como comprovam os estudos de Grullon *et al.* (2005), Benzinho (2007), Ferreira Júnior *et al.* (2010), Ribeiro (2010), Mubin *et al.* (2014).

Numa linha oposta à relevância dos dividendos, Modigliani e Miller (1961) contrariam a ideia de que os dividendos são relevantes para o valor da empresa. Os autores defendem que os dividendos distribuídos não afetavam o valor da empresa nem a rentabilidade dos investidores, sendo por isso irrelevantes. Contudo, essa irrelevância depende da premissa de o mercado de capitais ser perfeito e eficiente, ou seja, para os dividendos serem considerados irrelevantes, teríamos de estar perante expectativas racionais, inexistência de impostos e custos de transação, assimetria de informação e outras imperfeições do mercado.

Num mercado perfeito, o valor da empresa será determinado pela política de investimento e pelo retorno que os seus ativos proporcionam, ou seja, pela sua capacidade em gerar lucro. A política de dividendos só afeta a forma de distribuição destes aos acionistas, mantendo a rentabilidade, fazendo oscilar a sua proveniência, em capital ou dividendos.

Os autores identificam o *home made dividends*¹, conceito idêntico ao *home made leverage*², em que os acionistas podem criar o seu próprio dividendo, dependendo do excesso ou escassez da liquidez, podendo reinvestir os seus dividendos ou, alternativamente, vender as ações, comprar ou vender ações, que são as ferramentas para obter o mesmo retorno (MODIGLIANI; MILLER, 1961).

Muito embora as conclusões obtidas por Modigliani e Miller (1961) sejam acei-

tes, existem inúmeras opiniões contrárias à hipótese de mercados perfeitos e eficientes, nomeadamente às premissas dos autores, particularmente referentes aos custos e impostos, personificadas a título de exemplo nos custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Eugene Fama (1970) estabeleceu, de uma forma mais explícita, a Hipótese de Mercado Eficiente (HME), defendendo que, em mercados eficientes, o preço de um ativo reflete consistentemente todas as informações, não existindo a possibilidade de se obter lucros anormais, tendo distinguido três tipos de eficiência: a fraca, a semiforte e a forte. Devido às críticas sofridas, Eugene Fama (1991) tornou a HME mais flexível, postulando que essa hipótese implica que os preços dos títulos revelam inteiramente todas as informações disponíveis. Contudo, a HME continuou a ter críticas de diversos autores, como Le Roy e Porter (1981), Summers e Shleiffer (1990), Genotte e Lelland (1990), e, mais recentemente, o trabalho de Cordeiro e Machado (2013).

Outra teoria, que tenta explicar a política de dividendos, é a teoria residual, que defende que só após uma decisão ótima de investimento se procederá à distribuição dos dividendos. O pagamento de dividendos, por seu lado, faz encurtar as disponibilidades para os investimentos, que serão financiados por emissão de novas ações ou capitais de terceiros. Os dividendos são vistos como resíduo e a política de dividendos como residual. O retorno é influenciado pela política de investimentos e não pela política de dividendos. Já os investidores são indiferentes à forma de retribuição do seu retorno, desde que este seja pelo menos igual ao exigido pelo mercado (SALSA, 2010).

Como a questão dos dividendos demonstra ser um tema discutível, os autores acrescentam a assimetria de informação, como forma explicativa da política de dividendos. Essa teoria baseia-se na assimetria de informação, caracterizada por uma das partes ter acesso privilegiado à informação, os *insiders*, que a utilizam como uma “mais-valia”, para sinalizar o mercado sobre as suas expectativas futuras através da política de dividendos (MILLER; ROCK, 1985). Essa teoria defende que os mercados financeiros avaliam as ações dos gestores e as implicações destas sobre os resultados e valor futuro da empresa (DAMODORAN, 2002). Assim, os dividendos são considerados como “veículos” de informação, de fácil acesso e pouco onerosa.

Lintner (1956), Modigliani e Miller (1961), Lie (2005) e Ali (2010) obtiveram evidências empíricas consistentes com essa teoria, ao constatar que a maioria das empresas mantém o *dividend payout*, e que o anúncio da distribuição de dividendos sinaliza aos investidores, através da variação das cotações. Defenderam que os resultados observados em conjunto com os dividendos apresentam melhor informação, na previsão das cotações, do que quando analisados individualmente, reforçando assim a ideia de que os dividendos são portadores de um “conteúdo” informativo. Essa teoria ainda hoje é cenário para estudos empíricos, como os de Corso, Kassai e Lima (2010), Pietro Neto, Decourt e Galli (2011), Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012).

Myers e Majluf (1984), no intuito de dar o seu contributo, defendem que as empresas hierarquizam e priorizam as suas fontes de financiamento, baseando-se na premissa de que o custo de financiamento aumenta

com a informação assimétrica, e defendendo que é mais barato recorrer à dívida do que emitir novos títulos. Essa teoria ficou conhecida no mundo das finanças empresariais como a teoria de *Pecking Order*. O financiamento das empresas pode ter três fontes: financiamento interno, recurso à dívida e, por último, recurso ao *equity*³, sendo essas fontes hierarquizadas nesta ordem (MYERS; MALUF, 1984; FAMA; FRENCH, 2002).

Os defensores dessa teoria reconhecem que esses modelos não explicam os determinantes da política de dividendos, mas devem ser considerados por afetar as decisões de pagamento de dividendos, uma vez que o *payout ratio* está negativamente relacionado com os investimentos e grau de alavanca financeira. Os gestores retêm os lucros para financiar os investimentos, preterindo a distribuição de dividendos aos acionistas, para não ter de submeter-se à fiscalização e avaliação externa do mercado. Estabelecem, assim, *dividend payouts* menores.

Outra teoria impulsionada por essa temática, com o intuito de solucionar e explicar a questão da política de dividendos, é defendida por Jensen e Meckling (1976). Os autores consideram que acionistas e gestores procuram agir em defesa dos seus interesses próprios. Cada qual tenta maximizar a sua utilidade. Essa maximização é alcançada sob visões e perspectivas diferentes, criando divergências/conflitos entre eles, que como qualquer outros tendem a ser eliminados. Essa operação de eliminação gera custos, que são denominados de custos de agência. Nessa óptica, o pagamento de dividendos têm um efeito positivo sobre o valor de mercado das empresas. Perante a distribuição de dividendos, o *free*

cash-flow diminui, reduzindo a margem de manobra dos gestores para manipular os recursos da empresa (SILVA; SANTOS; ALMEIDA, 2011).

DeAngelo *et al.* (2004) concluíram que as empresas pagam dividendos para reduzir os custos de agência, associados a um indicador de endividamento baixo e a elevados fluxos de caixa. Uma ideia com aceitação unânime é a de que a flexibilidade de gestão é a peça que falta na resolução desse *puzzle*.

As regras seguidas pelos gestores, de forma a mitigar os conflitos de agência, têm sido investigadas sob a forma de “governança corporativa”. Esta considera a concentração de propriedade, a constituição do conselho de administração e a dívida como instrumentos de controle desses conflitos entre gestores e acionistas (REYNA, 2012; LAMEIRA, 2012). Almeida *et al.* (2010) e Lameira (2012) concluem que a adoção de boas práticas de governança corporativa abre espaço para uma gestão mais transparente, diminuindo a assimetria de informação e o conflito de agência.

Na década de 1970, investigadores e teóricos acrescentaram uma nova variável na discussão sobre os determinantes da política de dividendos, o efeito dos impostos, concluindo que os dividendos criam uma desvantagem fiscal para os investidores, pois são tributados a uma taxa mais elevada do que os ganhos de capital, reduzindo a taxa de retorno líquida.

Collins e Kemsley (2000) e DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2009) defendem, contrariamente ao exposto, que existem investidores com preferência por ações que pagam dividendos, e que os investidores apresentam atitudes diferentes face às mesmas alternativas, sendo essa preferên-

cia considerada como o efeito *clientela*. As empresas, através da sua política de dividendos, atraem para si a sua própria “*clientela*”. Cada investidor escolhe, de acordo com o seu nível de imposto e necessidade, o tipo de empresa para investir.

Fatores como a liquidez, o risco e situação fiscal dos investidores estão na base da sua escolha, indiciando que o efeito *clientela* influencia a política de dividendos (HOLANDA; COELHO, 2012). Mais recentemente, Baker e Wurgler (2004) desenvolveram uma teoria na área das finanças comportamentais, em que defendem que as decisões sobre os dividendos são influenciadas pela procura dos investidores, que é influenciada pelos sentimentos destes. Os gestores praticam uma política de dividendos elevados, quando os investidores estão dispostos a pagar um prêmio superior pelas ações que distribuem dividendos.

HIPÓTESES, AMOSTRA E METODOLOGIA

Sustentados na revisão de literatura, resultados e conhecimento de estudos científicos com objetivos similares ao nosso, enunciamos as diferentes hipóteses, testando-as numa segunda fase. Procede-se também à apresentação e descrição da amostra, à definição das variáveis estatísticas e ao processo de tratamento de dados.

As hipóteses de investigação inscrevem-se na lógica teórica da problemática do trabalho de investigação, baseada na literatura revista, e na lógica de testar os fatores determinantes da política de dividendos, em que as variáveis explicativas da política de dividendos são reunidas em grupos como a rentabilidade, a dimensão, o valor de mercado, o risco, estrutura financeira,

liquidez e a estabilidade no pagamento de dividendos, entre outros, que são atributos tidos como explicativos da política dos dividendos pelas diversas teorias financeiras.

Na procura de respostas às hipóteses de investigação, considerou-se como *variável dependente* o valor do dividendo distribuído por ação (DIVAC), relativamente a cada um dos exercícios econômicos sobre os quais versa o estudo. A escolha recaiu sobre esse indicador por ele ser usado em diversos estudos empíricos com objetivos similares aos do presente estudo, nomeadamente Lintner (1956), Arrazola, Hevia e Mato (1992), Bagüés e Fumás (1995), Escuer e Cabestre (1995), Naceur, Goaiad e Belane (2006), Benzinho (2007), Ribeiro (2010) e Yegon, Cheruiyot e Sang (2014). Relativamente às *variáveis independentes*, são vários os indicadores econômicos e financeiros, associados às hipóteses de estudo, as quais se apresentam na Tabela 1, tabela síntese.

Amostra

O presente trabalho incide sobre o mercado bolsista português, sendo que as empresas incluídas na amostra respeitam os seguintes critérios de seleção:

- i. Foram incluídas, na amostra final, as empresas que permaneceram consecutivamente cotadas em bolsa durante no período temporal de 1997 a 2013 (17 anos);
- ii. Foram incluídas, na amostra final, as empresas que procederam à distribuição de dividendos em pelo menos um terço do período temporal (5 anos), seguida ou interpoladamente. Esse critério deve-se essencialmente para que os dados da amostra apresentem critérios mínimos de coerência e para que se evitem falhas de dados na construção do modelo.
- iii. Não foram incluídas, na amostra final, todas as empresas de natureza financeira e desportiva, devido à especificidade que os setores apresentam e a suas estruturas de contas. Esse critério já tinha sido seguido por outros autores, como Papadopoulos e Charalambidis (2007) e Ribeiro (2010).
- iv. O contexto econômico-financeiro português admitiu duas grandes alterações que foram tidas em conta. A primeira foi a conversão da moeda nacional, escudo, para o atual euro, os relatórios e contas das empresas no período de 1997 até 2000, que inclusive apresentavam valores em escudos, para termos valores uniformes e todos na mesma unidade de coerência, pelo que se procedeu ao câmbio escudo – euro, fazendo-se a correspondência de que um euro equivaleria a 200,482 escudos. A segunda foi a alteração do sistema contabilístico Plano Oficial de Contas para o Sistema de Normalização Contabilística.

O presente estudo empírico recorreu a várias fontes de dados para obtenção dos dados necessários, sendo estas a *Euronext Lisbon*, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

Após os cálculos dos vários indicadores, bem como das transformações consideradas necessárias e supracitadas, exportaram-se os dados para o *software* estatístico *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS), versão 21, com vista ao seu tratamento estatístico, e recorreu-se ao modelo de regressão linear, pelo método dos mínimos quadrados (modelo OLS), com desvios padrões robustos. Essa técnica de análise estatística tem sido constantemente utilizada na literatura acadêmica: Lintner (1956), , Ferreira *et al.* (2010), Ribeiro (2010), Salsa (2010), Brugni *et al.* (2012).

TABELA 1 – Hipóteses, variáveis e estudos

HIPOTESE	VARIABLES		SINAL	AUTORES
H1- Rentabilidade e Resultados	Rentabilidade Operacional das Vendas - RedOpv	Calculdo pela divisão do Resultado Operacional pelo Volume de negócios.	+	Lintner (1956); Fama e French (2001); Grullon (2002), DeAngelo <i>et al.</i> (2004); Guzman (2004); Lie (2005); Ribeiro (2010); Holanda A. e Coelho A. (2012). Yegon <i>et al.</i> (2014)
	Return on Assets - RendAt	Evidencia a capacidade dos ativos da empresa gerarem resultados. calculado pela divisão do resultado operacional pelo valor do ativo.		
	Resultado Operacional Ação - Ro-pAc	É o resultado operacional a dividir pelo numero de ações.		
	Resultado Líquido - RL	Lucro liquido evidenciado em cada período econômico.		
H2 - Política de Estabilidade	Payout	Isso evidencia a parte dos resultados líquidos do exercício que foram distribuídos sob a forma de dividendos num determinado exercício econômico	+	Lintner (1956); Grullon (2005); Ferreira Júnior <i>et al.</i> (2010); Ribeiro (2010). Moreiras <i>et al.</i> (2012)
	DividendoYeld - DivYeld	evidencia a percentagem da remuneração do acionista dependente do dividendo.		
H3 - Valor de mercado	Cotação Ações - Cot	A cotação das ações no ultimo dia do ano.	+	Lintner (1956); Gordon (1959); Ribeiro (2010).
	Capitalização Bolsista - CapBols	O valor de mercado da empresa.		
H4- Dimensão	Capitalização Bolsista - CapBols		+	Salsa (2010); Holanda A. e Coelho A. (2012); Gizelle <i>et al.</i> (2013).
	Ativo Ação - AtAc	É o valor do ativo dividido pelas ações.		
	Volume de Negócios - VN	Valor evidenciado em cada exercício econômico, do volume de negócios.		
H5 - Dívida	Cash Flow de Financiamento - CFFIN		-	DeAngelo e DeAngelo (2004); Islam <i>et al.</i> (2012).
	Solvabilidade em sentido Restrito - SolvSR	Evidencia o valor do ativo financiado pelos capitais de terceiros.		
H6 - Oportunidade de Crescimento e Investimento	Cash flow de Investimento Ação - CFinAc		-	deAngelo <i>et al.</i> (2004); Lie (2005); Ribeiro (2010); Islame <i>et al.</i> (2012); Patra T. <i>et al.</i> (2012); Gizelle <i>et al.</i> (2013)
	Volume de Negócios Ação - VNAc	É o valor do volume de negócios a dividir pelo numero de ações.		
H7- Crise Financeira e Econômica	Dummy - Subprime		-	

Metodologia do Modelo de Regressão Linear Múltipla

Para testar os determinantes da política de dividendos, surge a inevitabilidade de se proceder à estimação de um modelo econométrico, a fim de concluir que tipos de relação apresentam as variáveis independentes na explicação da variável dependente.

Após a obtenção do melhor modelo, testaram-se os pressupostos do MRLM, pela análise do coeficiente de correlação (R), do coeficiente de determinação (R²), dos testes de resíduos de Durbin-Watson e da normalidade de Kolmogorov-Smirnov.

O coeficiente de determinação (R²) é

uma medida de dimensão do efeito da variável independente sobre a variável dependente. Mede a variabilidade total que é explicada pela regressão, como descrito pelo modelo de regressão (MARÔCO, 2014).

Gujarati (2003) alega que as variáveis utilizadas na RLM devem respeitar os pressupostos da normalidade de resíduos, homocedasticidade, linearidade dos coeficientes, ausência de correlação entre os resíduos e da multicolinearidade.

A relação funcional apresentada nos MRLM entre a variável dependente e as variáveis independentes é do tipo:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i \quad (1)$$

($i = 1, \dots, n$)

Y_i - variável dependente, ou seja, o indicador de dividendos por ação;

β - Coeficientes da regressão a estimar;

X_i - variáveis independentes ou explicativas.

ε_i - erro ou variável aleatória.

Nesse âmbito, testou-se o poder explicativo das variáveis independentes sobre a variável dependente. O modelo final inclui apenas as variáveis que se apresentam estatisticamente significativas e que satisfazem os pressupostos do MRLM.

O método dos mínimos quadrados é o utilizado para estimar os parâmetros do modelo, em que as estimativas dos coeficientes de regressão são obtidas de modo que os erros ou resíduos do modelo de regressão linear sejam mínimos. Assim sendo, a estimação dos coeficientes da regressão (β) é obtida depois de considerar o efeito das variáveis independentes sobre a dependente, pela determinação do mínimo da função da soma dos quadrados dos erros (SQE) do modelo.

Os pressupostos foram testados pela re-

corrência aos testes de ajustamento e pela interpretação gráfica.

Um dos pressupostos do modelo a validar é a homogeneidade dos resíduos, testada empiricamente através do teste White (WHITE, 1980), sob as seguintes hipóteses:

H0: As variâncias dos resíduos são homogêneas VS H1: as variâncias dos resíduos não são homogêneas.

A estatística de teste é (WHITE, 1980) é dada por:

O pressuposto da distribuição normal dos erros pode ser verificado graficamente (MARÔCO, 2014) por meio do gráfico de probabilidade normal (*normal probability plot*).

Outro dos pressupostos do modelo a ser validado é a multicolinearidade das variáveis explicativas, que ocorre quando as mesmas são altamente correlacionadas entre si; esse pressuposto pode ser avaliado por meio do fator inflacionário de variância (VIF). Este indicador, quando apresenta o valor 1, corresponde à não existência de autocorrelação, enquanto o valor 5 representa o valor limite, acima do qual é considerada a existência de correlação (MARÔCO, 2014).

A independência dos resíduos é outro dos pressupostos a ser validado, que se verifica através da estatística de Durbin-Watson, a qual mede a correlação entre cada resíduo e o resíduo para o período imediatamente anterior e testa a presença de autocorrelação entre os erros ou resíduos do modelo de regressão linear. Se a autocorrelação estiver presente num conjunto de dados, o modelo de regressão poderá ficar seriamente comprometido.

O pressuposto da independência dos resíduos é testado pelas seguintes hipóteses:

H_0 : $\rho=0$ existe independência. H_1 : $\rho \neq 0$ existe dependência.

Segundo Marôco (2014), de uma forma mais ou menos empírica, não rejeitamos H_0 se $d \approx 2,0$ ($\pm 0,2$), mas, de uma forma mais exata para este teste, deve-se comparar o valor de d com o limite inferior (d_L) e um limite superior (d_U). Esses limites retiram-se da tabela “*Critical Values for the Durbin-Watson Test*”, para um nível de significância de 5%, para testar as hipóteses H_0 : não existe autocorrelação entre os resíduos VS; H_1 : existe autocorrelação entre os resíduos.

O teste de Kolmogorov-Smirnov com a correção de Lilliefors é um teste de ajustamento à normalidade, sob as seguintes hipóteses, H_0 : $X \sim N(\mu, \sigma)$ vs H_1 : $X \sim N(\mu, \sigma)$.

A estatística de teste é dada pela maior diferença dessas duas diferenças, isto é $D = \max \{ \max (|F(x_i) - F_0(x_i)|); \max (|F(x_i) - F_0(x_{i-1})|) \}$ em que $F_0(X) \sim N(\mu, \sigma)$, o valor crítico da distribuição de Kolmogorov-Smirnov encontra-se tabelado e rejeita-se H_0 se $D \geq D_{tabela}(\alpha)$.

A estacionariedade da série foi outro dos pressupostos a serem verificados. Segundo Gujarati (2003), uma série temporal é estacionária se, em todos os momentos da sua distribuição de probabilidade, a média e a variância são constantes ao longo do tempo. É esperado que os erros sejam independentes. Para verificar a presença de diferentes variâncias, utiliza-se a representação gráfica dos resíduos estandardizados e os valores estimados. Se os resíduos se distribuírem de forma mais ou menos aleatória em torno de zero, a variância é constante. O pressuposto da distribuição normal dos erros é averiguado através do gráfico da probabilidade normal. Recorreu-se ainda ao teste de raiz unitária para avaliar a estacionariedade da série.

ANÁLISE DO MODELO

Efetua-se, em primeiro lugar, a validação dos pressupostos da metodologia de MRLM, e, em segundo lugar, é feita a análise e discussão dos resultados dos modelos.

Análise à Estimação e Validação de Pressupostos do MRLM

No MRLM, recorreu-se ao método *Stepwise*, para selecionar os vários modelos e variáveis significativas, para um nível de significância de 5%. Recorreu-se ainda ao **método** dos mínimos quadrados ordinários (MQO) com desvios padrão robustos, **método que se revela** adequado para colmatar eventuais problemas de heteroscedasticidade, suscetíveis de surgirem em amostras seccionais.

Para demonstrar a inferência estatística do modelo de regressão, que consideramos mais explicativo e robusto, iniciamos com uma abordagem à análise de variâncias do modelo, o que permite testar as hipóteses, H_0 : $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$ vs H_1 : $\exists i \neq \beta_i \neq 0$; ($i=1, \dots, k$). O valor da estatística F , que possui distribuição F-Snedecor, apresenta um valor de 46,702. A esta estatística está associado um *p-value* = 0,00, o que significa que é estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%, rejeitando-se H_0 em detrimento de H_1 , de onde se pode concluir que o modelo é significativo.

Após a estimação da regressão, verifica-se que esta apresenta uma elevada capacidade explicativa, isto é, as variáveis independentes testadas explicam 85,5% das variações da variável dependente. Essa capacidade explicativa é superior a grande parte da apresentada pelos estudos similares, já que os dividendos seguem uma forma aleatória, *Random Walk*.

A presença de multicolinearidade foi

testada através do VIF, comprovando que o modelo não apresenta problemas de multicolinearidade; outra verificação efetuada foi por meio da matriz de correlação de *Pearson*, concluindo-se que as variáveis não apresentam correlação forte entre si.

Relativamente ao pressuposto da independência dos resíduos, através da tabela “*Critical Values for the Durbin-Watson Test*”, não rejeitamos H_0 , levando à conclusão da **não existência de autocorrelação entre os resíduos**.

Pela análise dos gráficos de resíduos, *normal probability plot*, conclui-se que os resíduos apresentam uma distribuição normal; e, analisando o gráfico *scatterplot*, não estamos na presença de Homocedasticidade. No teste de Kolmogorov-Smirnov, usado para averiguar se os erros seguem uma distribuição normal, não se rejeita H_0 , ou seja, os dados possuem distribuição normal, e podemos concluir que, nos modelos, **não existe violação aparente dos pressupostos**.

A Tabela 2 apresenta o resumo de alguns dos modelos econométricos testados. O último modelo foi considerado como o melhor modelo explicativo, em que estão explícitos os coeficientes de determinação, os coeficientes de determinação ajustados, a estatística de Durbin Watson e a estatística F, e as variáveis estatisticamente significativas, para diferentes níveis de significância, bem como o sentido da relação, positivo ou negativo, que estas apresentam com a variável dependente.

Análise e discussão dos resultados

Analisando o efeito explicativo das variáveis independentes sobre a variável dependente, comprova-se, relativamente a H_1 , que os resultados evidenciam um efei-

to significativamente positivo sobre os dividendos distribuídos por ação, sugerindo, desse modo, que as empresas não financeiras, cotadas no mercado de capitais portugueses, apresentam uma tendência para aumentarem o valor distribuído sob a forma de dividendos, quando se verifica um aumento dos seus resultados e *ceteris paribus*.

As variáveis estudadas como *proxy* desta hipótese formulada, lucro líquido, resultado operacional por ação, rentabilidade operacional das vendas e *return on assets*, demonstram todas elas serem estatisticamente significativas e com um efeito positivo sob a variável dependente, indo ao encontro das evidências encontradas por Lintner (1956), Lie (2005), Ribeiro (2010), Holanda e Coelho (2012).

Respeitante a H_2 , as variáveis *payout* e *DivYeld* evidenciam um efeito significativamente positivo sobre a distribuição de dividendos, sugerindo, desse modo, que as empresas não financeiras cotadas no mercado de capitais portugueses, apresentam uma tendência para manterem uma certa estabilidade na sua política de dividendos, indo ao encontro das conclusões de autores como Lintner (1956), Ferreira Júnior et al. (2010) e Ribeiro (2010).

Respeitante ao coeficiente de estimação associado à variável *dummy* “*Subprime*”, esta apresenta um sinal negativo e estatisticamente significativo para um nível de significância de 5%, confirmando, assim, que há presença de mudança estrutural no desempenho histórico da distribuição de dividendos a partir de 2007. Refira-se que o sinal dos coeficientes associados a essa variável foi conforme o previsto, apontando, dessa forma, que houve uma diminuição no pagamento de dividendos, permitindo assim a não rejeição de H_7 . Podemos concluir que a crise econômico-

TABELA 2 – Resumo dos outputs de alguns modelos estatisticamente significativos

	M 1	M 2	M 3	M 4	M 5	M 6	M 7
Cte	-,236***	-,239***	-,252***	-,211***	-,210***	-,209***	-,192***
RopAc	,051***	,050***	,040***	,083***	,096***	,097***	,089***
Payout	,085***	,088***	,092***	,099***	,096***	,082***	,074***
CapBols	1,384E-011***	1,348E-011***	1,358E-011***	1,506E-011***	1,528E-011***	1,479E-011***	1,381E-011***
CFInvAc	-,021***	-,022***	-,029***	-,026***	-,026***	-,024***	-,019***
DivYeld	2,382***	2,129***	1,938***	1,919***	1,980***	2,329***	2,484***
RL	7,741E-011***	7,515E-011***	7,131E-011***	9,395E-011***	1,223E-010***	1,280E-010***	1,225E-010***
AtAc	,005***	,008***	,009***	,008***	,008***	,008***	,009***
SolvSR	,084***	,090***	,097***	,093***	,104***	,110***	,095***
VNAc		-,004**	-,005***	-,007***	-,007***	-,008***	-,009***
CFFin			-4,179E-011**	-4,777E-011**	-4,549E-011**	-4,155E-011***	-3,627E-011**
RedOp-Vd				-,384**	-,451***	-,463***	-,410**
RendAt					-,398*	-,472**	-,521**
Subprim						-,037*	-,037*
Cot							,002*
R	,897	,905	,910	,916	,919	,922	,925
R ²	,805	,819	,829	,839	,845	,850	,855
R ² a	,790	,804	,813	,823	,828	,832	,836
D W	1,853	1,958	2,030	1,982	2,021	2,000	2,046
F	54,948***	54,388***	52,791***	52,099***	50,173***	48,366***	46,702***

Variável dependente: Valor do dividendo por ação

*significância p <0,05; ** significância p <0,01; *** significância p <0,001

(Endnotes)

1 *Homemade dividends* - termo idêntico ao *homemade leverage*, aplicado aos dividendos, independentemente do retorno ser sob a forma de dividendos ou capita, o risco e retorno mantem-se inalterado.

2 *Homemade leverage* - termo que apareceu com a proposição de MM sobre a estrutura de capital, utilizada para apelidar a técnica usada pelos investidores, no ajuste da alavancagem da sua carteira de investimento, mantendo o risco e retorno inalterados.

3 *Equity* – está relacionado com património líquido, neste caso emissão de novas ações.

financeira contribui para uma diminuição na distribuição dos dividendos.

A variável Cot e CapBols apresentam um efeito significativamente positivo sobre o montante de dividendos por ação. Os resultados obtidos parecem sugerir que a cotação das ações e a capitalização bolsista influenciam a política de dividendos, isto é, as ações transacionadas a uma cotação mais alta no mercado de capitais permitem aos investidores auferir montantes mais elevados de dividendos por ação, o que nos leva à não rejeição de H3. Isso vai ao encontro das conclusões obtidas por autores como Gordon (1959) e Ribeiro (2010),

que afirmam que o aumento do valor do dividendo distribuído leva ao aumento do valor de mercado da empresa, e vice-versa.

O efeito dimensão, testado em H4, permite verificar que as variáveis CapBols, AtAc apresentam uma relação estatisticamente positiva e significativa com a variável dependente, defendendo a ideia de que empresas de maior dimensão pagam mais dividendos, conclusão defendida por Salsa (2010), Holanda e Coelho (2012) e Gizelle *et al.* (2013).

No estudo, a dívida e a estrutura financeira da empresa, testadas sob o indicador de solvabilidade em sentido restrito, apresentam uma relação significativa, em

sentido positivo, na explicação dos dividendos distribuídos. Esse indicador expressa a percentagem do ativo financiado por capitais de terceiros, ou seja, de uma forma expedita analisa o grau de alavancagem da empresa, sendo que um aumento desse indicador implica uma diminuição do nível de endividamento, o que irá permitir um aumento no pagamento de dividendos. Essa conclusão permite não rejeitar H5.

O risco, muitas vezes avaliado também pela estabilidade/volatilidade dos resultados e autonomia financeira, foi testado empiricamente, não se evidenciando estatisticamente significativo na explicação da política de dividendos. Litner (1956) e Grullon *et al.* (2002) concluíram que um aumento dos dividendos é efetuado por empresas com menor nível de risco financeiro.

O investimento e oportunidades de crescimento, testada em H6, é outro determinante com elevada utilização em estudos com objetivos similares. Frequentemente, é avaliado pelo crescimento das vendas. Contudo, essa variável não se mostrou significativa na explicação dos dividendos para a praça portuguesa. Essa não significância é coincidente com o estudo de Ribeiro (2010) para o mesmo mercado de capitais.

A relação estatisticamente significativa, mas em sentido negativo, apresentado pela variável CFInvAc, sugere que a distribuição de dividendos é preterida pelo investimento, quando uma empresa apresenta um crescimento. Nessa variável, existe uma diminuição no montante de dividendos distribuídos, o que reforça a ideia de que as empresas tendem a reter os resultados para os investir em detrimento da sua distribuição, ideia esta defendida por DeAngelo *et al.* (2004) e Patra, Poshakwale e Ow-Yong (2012).

A relação apresentada pela variável

VNAc, para com a variável dependente, permite concluir que um aumento nessa variável proporciona oportunidades de crescimento, o que leva a empresa a investir de forma a crescer no mercado, nacional ou internacionalmente, preterindo os dividendos ao investimento. Assim, vai ao encontro das evidências e conclusões encontradas por autores como Patra, Poshakwale e Ow-Yong (2012) e Gizelle *et al.* (2013), da relação negativa entre as oportunidades de crescimento e a distribuição de dividendos.

CONCLUSÕES GERAIS

O presente estudo teve por base identificar os fatores determinantes da política de dividendos das empresas não financeiras da praça portuguesa, bem como o efeito *subprime* sobre a mesma. Recorreu-se ao MRLM, com desvios-padrão robustos, sendo a variável dependente o dividendo por ação que a empresa distribui aos seus acionistas em cada exercício econômico.

A rentabilidade, ao ser estudada na óptica da teoria da agência, pode ter uma função mediadora de conflitos, existentes entre investidores e gestores, sendo que espelha o *free cash-flow* disponível, e é apontada como arma usada para combater estes conflitos; já sob a gênese da teoria da sinalização, a distribuição de dividendos pode ser uma das formas que as empresas usam para sinalizar o mercado.

As conclusões do estudo para o indicador rentabilidade permitem ir ao encontro da opinião de que as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, que evidenciam um maior nível de rentabilidade e resultados líquidos por ação e apresentam maior tendência para pagar dividendos, mostrando estar em consonância com a teoria da relevância dos dividendos.

Relativamente à influência exercida na política de dividendos pelo nível de dívida apresentado pela empresa, conclui-se que os dividendos estão negativamente relacionados com a dívida, isto é, uma empresa mais endividada tem tendência a pagar menos dividendos.

Podemos concluir ainda que as empresas da *Euronext Lisbon*, ao distribuírem dividendos, apresentam uma valorização da cotação das suas ações e, conseqüentemente, da sua capitalização bolsista.

As empresas que permaneceram no índice bolsista da *Euronext Lisbon*, no período de 1997 a 2013, apresentam uma tendência de manutenção e estabilidade no *payout*, concedendo privilégio à prática de uma estabilidade na sua política de dividendos. Encontram-se também aqui evidências coincidentes com o modelo de Lintner (1956), relativamente à verificação de uma certa estabilidade na política de dividendos e à indicação de que a política de dividendos das empresas, num determinado exercício econômico, é influenciada positivamente pelos resultados.

A dimensão é outro fator de relevo no estudo. Os resultados obtidos apresentam uma relação positiva e significativa, coerente com a teoria de agência, concluindo que as empresas de maior dimensão apresentam tendência a pagar mais dividendos.

As conclusões dos inúmeros estudos empíricos sobre a política de dividendos, como referido anteriormente, não são consensuais, o que nos leva a acreditar que a investigação nesta área esteja inacabada. No estudo empírico, como nos outros estudos, sentimos algumas limitações. A obtenção dos dados contabilísticos e financeiros foi a primeira. Por não dispormos de uma base de dados financeiros para o período temporal em estudo, os dados foram transcritos manualmente.

Outra dificuldade sentida na realização deste estudo foi a diminuta dimensão do mercado de capitais português, a verificação de resultados negativos e a não distribuição de dividendos por algumas empresas no período temporal, o que contribuiu para a diminuição da amostra. Essa limitação de tamanho não permitiu saciar o fascínio da investigação.

De forma a ultrapassar essas e outras limitações, em futuras investigações, deve-se incluir, para além das variáveis econômico-financeiras, variáveis que fujam do âmbito financeiro, isto é, variáveis que testem a preferência dos investidores, e incluir a situação do mercado financeiro, por meio de variáveis macroeconômicas e variáveis setoriais, ampliando-se para outros mercados de capitais.

REFERÊNCIAS

- ALI, M. Effect of dividend on stock price in emerging stock market: A study on the listed private commercial banks in DSE. **International Journal of Economics and Finance**, [S. l.], v. 2, n. 4, p. 52-64, Nov. 2010.
- ALMEIDA, M. *et al.* Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto que possuem investimentos públicos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 12, n. 37, p. 369-387, out./dez. 2010.
- ARRAZOLA, M.; HEVIA, J.; MATO, G. Determinantes de la distribución de dividendos. **Investigaciones Económicas**, [S. l.], v. 16, p. 235-258, 1992.
- BAGÜÉS, E.; FUMÁS, V. Explicaciones alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles. **Investigaciones Económicas**, [S. l.], v. 19, p. 329-348, 1995.
- BAKER, M.; WURGLER, J. A catering theory of dividends. **Journal of Finance**, [S. l.], v. 59, p. 1125-1165, June 2004.
- BENZINHO, J. **The dividend policy of the Portuguese corporations: evidence from Euronext Lisbon**. MPRA Papper n. 1137, p. 13, 2007.
- BLACK, F. The dividend Puzzle. **Journal of Portfolio Management**, [S. l.], v. 2, n. 2, p. 5-8, winter 1976.
- BREALEY, A.; MYERS, S. **Princípios de Finanças Empresariais**. 8. ed. Lisboa: McGraw-Hill, 2008.
- BRUGNI, T. *et al.* Influence of Dividends on the earnings informativeness: Empirical evidence in the BM&FBovespa. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 8, n. 3, p. 82-99, jul./set. 2012. ISSN 1809-3337.
- COLLINS, J.; KEMSLEY, D. Capital gains and dividend taxes in firm valuation: evidence of triple taxation. **The Accounting Review**, [S. l.], v. 75, n. 4, p. 405-427, Oct. 2000.
- CORDEIRO, R.; MACHADO, M. Estratégia de Valor ou de Crescimento? Evidências Empíricas no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 15, n. 46, p. 91-111, jan./mar. 2013.
- CORSO, M.; KASSAI, R.; LIMA, F. Distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio versus retorno de ações. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., 2010, São Paulo; CONGRESSO USP INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 7., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2010.
- DAMODARAN, A. **Corporate Finance: Theory and Practice**. 2nd ed. San Francisco: John Wiley & Sons, 2002.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L. E SKINNER, D. Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 72, p. 425-456, June 2004.
- DEANGELO, H. *et al.* Corporate Payout Policy. **Foundations and Trends in Finance**, [S. l.], v. 3, n. 2-3, p. 95-287, 2009.
- ESCUER, M.; CABESTRE, F. El valor informativo de los dividendos sobre los beneficios futuros en el mercado de capitales español. **Revista Española de Financiación y Contabilidad**, [S. l.], v. 24, n. 82, p. 201-220, 1995.
- FAMA, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, **Journal of Finance**, [S. l.], v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- FAMA, E. Efficient Capital Markets II, **Journal of Finance**, [S. l.], v. 46, p. 1575-1617, Dec. 1991.
- FAMA, E.; FRENCH, K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Applied Corporate Finance**, [S. l.], v. 14, n. 1, p. 67-79, Spring 2001.
- FAMA, E.; FRENCH, K. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, [S. l.], v. 15, n. 1, p. 1-33, Spring 2002.
- GENOTTE G.; LELLAND, H. Market Liquidity, hedging and crashes, **American Economic Review**, [S. l.], Dec. 1990.
- GIZELLE, P.; ALLEN, M.; WEEKS, S. Determinantes da política de dividendos para as empresas de ADR. **Administração Financeira**, [S. l.], v. 39, n. 12, p. 1155-1168, 2013.
- GORDON, J.; SHAPIRO, E. Capital equipment analysis: the required rate of Profit. **Review Management Science**, [S. l.], v. 3, n. 1, p. 102-110, Oct. 1956.
- GORDON, J. Dividends, earnings and stock price. **Review of Economics and Statistics**, [S. l.], v. 41, n. 2, p. 99-105, May 1959.
- GRULLON, G.; MICHAELLY, R.; SWAMINATHAN, B. Are dividend changes a sign of firm maturity?. **The Journal of Business**, [S. l.], v. 75, n. 3, p. 387-424, July 2002.
- GRULLON, G. *et al.* Dividend changes do not signal changes in future profitability. **Journal of Business**, [S. l.], v. 78, n. 5, p. 1659-1682, Sept. 2005.
- GUJARATI, D. N. **Basic Econometrics**. 4th ed. [S. l.]: McGraw-Hill, 2003.
- HOLANDA, A.; COELHO, A. Dividendos e efeito clientela: evidência no

- mercado brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 52, n. 4, p. 448-463, jul./ago. 2012.
- ISLAM, T. et al. Determinants and Motivators of Dividend Policy: A Study of Cement Industry of Pakistan. **Mediterranean Journal of Social Sciences**, [S. l.], v. 3, n. 2, p. 103-108, May 2012.
- JENSEN, C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.
- FERREIRA JÚNIOR, W. O. et al. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. FACEF Pesquisa, [S. l.], v. 13, n. 2, p. 190-203, 2010.
- LAMEIRA, V. As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 14, n. 42, p. 7-25, jan./mar. 2012.
- LE ROY, F.; PORTER, R. The Present Value Relation: Teste Implied Variance Bounds, **Journal Economic Society**, [S. l.], v. 49, n. 3, p. 555-574, May 1981.
- LIE, E. Financial flexibility, performance and the corporate payout choice. **The Journal of Business**, [S. l.], v. 78, n. 6, p. 2179-2201, Nov. 2005.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **American Economic Review**, [S. l.], v. 46, p. 97 -113, May 1956.
- MARÔCO, J. **Análise Estatística com o SPSS Statistics**. 6. ed. Lisboa: ReportNumber, 2014.
- MILLER, H.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 40, n. 4, p. 1031-105, Sept. 1985.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, H. Dividend policy, growth and the valuation of Shares. **Journal of Business**, [S. l.], v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct. 1961.
- MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E. T.; GARCIA, F. G. Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. **Revista de Administração - Rausp**, São Paulo, v. 47, n. 4, p. 671-682, out./nov./dez. 2012.
- MUBIN, M. et al. Determinants of dividend with industry – wise effect – Evidence from KSE 100 Index. **Journal of Finance and Accounting**, [S. l.], v. 5, n. 3, 2014.
- MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, [S. l.], v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- NACEUR S.; GOAIED, M.; BELANE, S. A. On the determinants and dynamics of dividends policy. **International Review of Finance**, [S. l.], v. 6, n. 1-2, p. 1-23, 2006.
- PAPADOPOULOS, D. e CHARALAMBIDIS, D. Focus on presente status and determinants of dividend payout policy: Athens stock exchange in prespective. **Journal of Financial Management and Analysis**, v. 20, n. 2, p. 24-37, 2007.
- PATRA, T.; POSHAKWALE, S.; OW-YONG, K. Determinants of corporate dividend policy in Greece. **Applied Financial Economics**, [S. l.], v. 22, n. 13, p. 1079-1087, July 2012.
- PIETRO NETO, J. de; DECOURT, R.; GALLI, O. Proventos – a teoria da sinalização: variações de mercado. **Faces Journal - Revista de Administração**, Belo Horizonte, v. 10, n. 4, out./dez. 2011.
- REYNA, J. A Interação entre Mecanismos Internos e Externos da Governança como Propulsor na Criação de Valor: um Estudo Internacional. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 14, n. 43, p. 143-158, abr./jun. 2012.
- RIBEIRO, A. Determinantes da política de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, [S. l.], v. 9, n. 1-2, p. 15-25, jun. 2010.
- ROZEFF, M. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. **Journal of Financial Research**, [S. l.], v. 5, n. 3, p. 249-259, 1982.
- SALSA, R. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Encontros científicos, Tourism e Management Studies**, [S. l.], n. 6, p. 162-174, 2010.
- SILVA, E.; SANTOS, J.; ALMEIDA, M. Conselho de Administração: Uma Análise da Influencia nos Níveis de Endividamento. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 13, n. 41, p. 440-453, jan./mar. 2011.
- SUMMERS, H.; SHLEIFFER, A. The Noisy Trade Approach to Finance. **Journal of Economic**, v. 4, n. 2, p. 19-33, 1990.
- YEGON, C.; CHERUIYOT, J.; SANG, J. Effects of dividend policy on firm's performance: Econometric Analysis of listed Manufacturing firms in Kenya. **Journal of Finance and Accounting**, [S. l.], v. 5, n. 12, 2014.